

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

QUARANTUNESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1970-31 MARZO 1971

BASILEA

14 giugno 1971

INDICE

Pagina

Introduzione	I
------------------------	---

I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1970-71	3
---	---

Produzione, prezzi e salari (p. 3); saggi d'interesse (p. 8); movimenti di capitali e crisi valutarie (p. 12); l'espansione delle riserve globali (p. 15); Stati Uniti (p. 18); Germania (p. 22); Regno Unito (p. 26); Francia (p. 30); Italia (p. 32); Giappone (p. 34); Canada (p. 35); Belgio (p. 38); Paesi Bassi (p. 40); Svezia (p. 41); Svizzera (p. 43); Austria (p. 45); Spagna (p. 46); paesi dell'Europa orientale (p. 47): *Unione sovietica* (p. 47), *Bulgaria* (p. 47), *Polonia* (p. 48), *Germania orientale* (p. 48), *Cecoslovacchia* (p. 48), *Ungheria* (p. 49), *Romania* (p. 50), *Albania* (p. 50), *Jugoslavia* (p. 50)

II. Moneta, credito e mercati dei capitali	51
--	----

Formazione di attività liquide e credito bancario (p. 51); mercati nazionali dei capitali (p. 55); emissioni di obbligazioni estere ed internazionali (p. 58); andamento del credito nei singoli paesi: *Stati Uniti* (p. 62), *Regno Unito* (p. 66), *Canada* (p. 71), *Giappone* (p. 72), *Germania* (p. 75), *Italia* (p. 78), *Francia* (p. 81), *Belgio* (p. 83), *Paesi Bassi* (p. 85), *Svizzera* (p. 87), *Austria* (p. 88), *Danimarca* (p. 89), *Svezia* (p. 90), *Norvegia* (p. 93), *Finlandia* (p. 94), *Spagna* (p. 95), *Portogallo* (p. 96)

III. Scambi e pagamenti internazionali	98
--	----

Esportazioni mondiali (p. 98); esportazioni dei principali paesi industriali verso differenti aree (p. 100); bilance dei pagamenti (p. 101): *Stati Uniti* (p. 103), *Canada* (p. 107), *Giappone* (p. 109), *Regno Unito* (p. 111), *Francia* (p. 114), *Germania* (p. 117), *Italia* (p. 120), *Unione Belgio-Lussemburgo* (p. 122), *Paesi Bassi* (p. 124), *Austria* (p. 126), *Svizzera* (p. 126), *Svezia* (p. 129), *Danimarca* (p. 129), *Norvegia* (p. 130), *Finlandia* (p. 131), *Spagna* (p. 132); politica commerciale (p. 133): *liberalizzazione degli scambi all'interno del GATT* (p. 133), *Comunità economica europea* (p. 133), *preferenze per paesi in via di sviluppo* (p. 135), *politica commerciale degli Stati Uniti* (p. 136)

IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio	137
--	-----

Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree (p. 137); movimenti monetari: *Stati Uniti* (p. 142), *Regno Unito* (p. 144), *Francia* (p. 147), *Germania* (p. 148), *Italia* (p. 149), *Unione economica Belgio-Lussemburgo* (p. 151), *Paesi Bassi* (p. 152), *Svizzera* (p. 153), *Svezia* (p. 153), *Danimarca* (p. 154), *Finlandia* (p. 154), *Norvegia* (p. 154), *Austria* (p. 154), *Spagna* (p. 155), *Portogallo* (p. 155), *Turchia* (p. 155), *Grecia* (p. 155), *Irlanda* (p. 155), *Canada* (p. 156), *Giappone* (p. 156); Fondo monetario internazionale (p. 157); mercati dei cambi (p. 159): *sterlina* (p. 161), *marco tedesco* (p. 162), *franco francese* (p. 163), *franco svizzero* (p. 164), *lira* (p. 165), *fiorino* (p. 165), *franco belga* (p. 166), *corona svedese* (p. 166), *corona danese* (p. 166), *corona norvegese* (p. 166), *scellino austriaco* (p. 166), *peseta spagnola* (p. 166), *dollaro canadese* (p. 166), *yen giapponese* (p. 167); altri sviluppi valutari (p. 168)

V. Il mercato delle eurodivise	174
<i>Andamento generale (p. 174), posizioni globali (p. 175), singoli paesi dichiaranti (p. 177), fonti e impieghi (p. 179), andamento dei saggi d'interesse (p. 184)</i>	
VI. L'Accordo monetario europeo	188
<i>Riesame dell'Accordo (p. 188), operazioni in base all'Accordo: Fondo europeo (p. 188), sistema multilaterale di regolamenti (p. 191); situazione dei conti (p. 191); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (p. 193)</i>	
VII. Attività della Banca	195
<i>Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 195); operazioni del Dipartimento bancario (p. 195): composizione delle risorse (p. 197), utilizzo delle risorse (p. 200); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 204); la Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo Monetario Europeo) (p. 205); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (p. 206); distribuzione dell'utile netto (p. 207); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 208)</i>	
Conclusione	211

* *

*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1971.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

	Pagina
I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1970-71	
Produzione, prezzi e salari*	4
Salari e disoccupazione*	6
Saggi a breve e a lungo termine*	10
Variazioni nelle riserve globali	16
Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti	21
Offerta e usi delle risorse	24
Economia dei paesi dell'Europa orientale:	
Reddito nazionale, produzione industriale ed agricola	49
II. Moneta, credito e mercati dei capitali	
Sistema bancario: Situazione monetaria	52
Saggi ufficiali di sconto	55
Mercati dei capitali: Emissioni (al netto)	56
Emissioni estere e internazionali di obbligazioni:	
Offerte pubbliche e collocamenti privati	59
Emissioni obbligazionarie internazionali*	60
Rendimenti delle emissioni internazionali in dollari SU e DM*	61
Stati Uniti:	
Variazioni nelle attività e passività finanziarie	63
Fondi netti attinti sui mercati creditizi da settori non finanziari	65
Regno Unito:	
Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	67
Espansione del credito interno	68
Canada: Fondi netti attinti sui mercati creditizi da settori non finanziari	72
Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie	74
Germania: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	76
Italia: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	79
Svezia: Flussi creditizi netti	91
III. Scambi e pagamenti internazionali	
Commercio mondiale	98
Prezzi all'esportazione*	99
Paesi industriali: Aumento delle esportazioni verso differenti aree	100
Bilance dei pagamenti:	
Principali paesi industriali	102
Stati Uniti	104
Canada	108
Giappone	110
Regno Unito	112
Francia	115
Germania	118
Italia	120
Unione economica Belgio-Lussemburgo	123
Paesi Bassi	125
Paesi dell'Europa occidentale, riassunto	127

IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio

Produzione mondiale di oro	137
Usi dell'oro (stime)	138
Prezzo dell'oro in barre sul mercato di Londra*	139
Riserve mondiali di oro	141
Movimenti monetari esterni:	
Stati Uniti	143
Regno Unito	145
Francia	147
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone	150
Fondo monetario internazionale: Prelevi e riacquisti	159
Quotazioni della sterlina e del DM per il dollaro SU*	162
Quotazioni del franco francese, franco svizzero, lira e fiorino per il dollaro SU*	164
Cambio del dollaro canadese a Nuova York*	167

V. Il mercato delle eurodivise

Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari e in alcune altre valute estere	176
Banche commerciali: Passività e attività in alcune valute estere verso non residenti	178
Dimensione del mercato delle eurodivise (stima)	181
Posizioni in valute estere di banche europee dichiaranti verso non residenti	182
Saggi a tre mesi sui depositi interbancari in eurodivise*	185

VI. L'Accordo monetario europeo

Fondo europeo:	
Utilizzo dei crediti concessi	189
Situazioni dei conti	192

VII. Attività della Banca

Totali del bilancio	196
Conti d'ordine	196
Passivo*	197
Composizione delle risorse	198
Origine delle risorse ricevute in prestito	199
Natura e termini delle risorse ricevute in prestito	199
Posizione in oro	201
Attivo*	201
Attività a vista e altri investimenti	202
Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine	203
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes)	204
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young)	205
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	205
Prestiti garantiti della CECA	206

QUARANTUNESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 14 giugno 1971.

Signori,

ho l'onore di presentare la quarantunesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1970 e terminato il 31 marzo 1971.

Durante l'anno finanziario è stata effettuata un'emissione, riservata alle banche centrali, di altre 16.400 azioni, portando così a 464.725 il totale delle azioni emesse e liberate nella misura del 25%. I particolari di questa piccola variazione 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 per l'esercizio finanziario ammonta a 99.448.906 franchi oro in confronto di 83.179.570 franchi oro dell'anno finanziario precedente.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale decida di destinare l'importo di 25.448.906 franchi oro al pagamento del dividendo globale di 56,25 franchi oro per azione, costituito per 37,50 franchi oro dal dividendo prioritario del 6% all'anno e per 18,75 franchi oro dal massimo dividendo addizionale del 3% all'anno. Il dividendo globale sarà pagabile per l'intero anno finanziario sulle 448.325 azioni e per un quarto dell'anno finanziario sulle 16.400 nuove azioni sopra menzionate.

Il Consiglio raccomanda inoltre che venga trasferito un importo di 37.000.000 di franchi oro al Fondo di riserva generale, di 14.800.000 franchi oro al Fondo di riserva speciale per dividendi e di 22.200.000 franchi oro al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'anno finanziario 1970-71 ammonterà a 56,25 franchi oro per azione sulle 448.325 azioni e a 14,0625 franchi oro per azione sulle 16.400 azioni emesse durante l'anno finanziario. Questi importi saranno pagabili agli azionisti il 1° luglio 1971, nella misura, rispettivamente, di 75,05 franchi svizzeri e 18,76 franchi svizzeri per azione.

Il capitolo I della presente Relazione esamina le tendenze e le politiche economiche in Europa, negli Stati Uniti, nel Canada e nel Giappone nel 1970 e nei primi mesi del 1971. 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 del 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 1970-71.

Lo scorso anno nei paesi industriali la situazione economica e monetaria è stata sotto diversi aspetti poco soddisfacente, anzi deludente. Mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito hanno prevalso condizioni di semirecessione e il "boom" è rallentato nella maggior parte degli altri paesi, le principali difficoltà non sono scaturite dalla produzione e dal livello di occupazione. Come è dimostrato da tutta l'esperienza post-bellica, questi fattori dell'economia possono venire ottimamente regolati con l'aiuto di una decisa politica economica. Ma per altre difficoltà il futuro è assai meno chiaro.

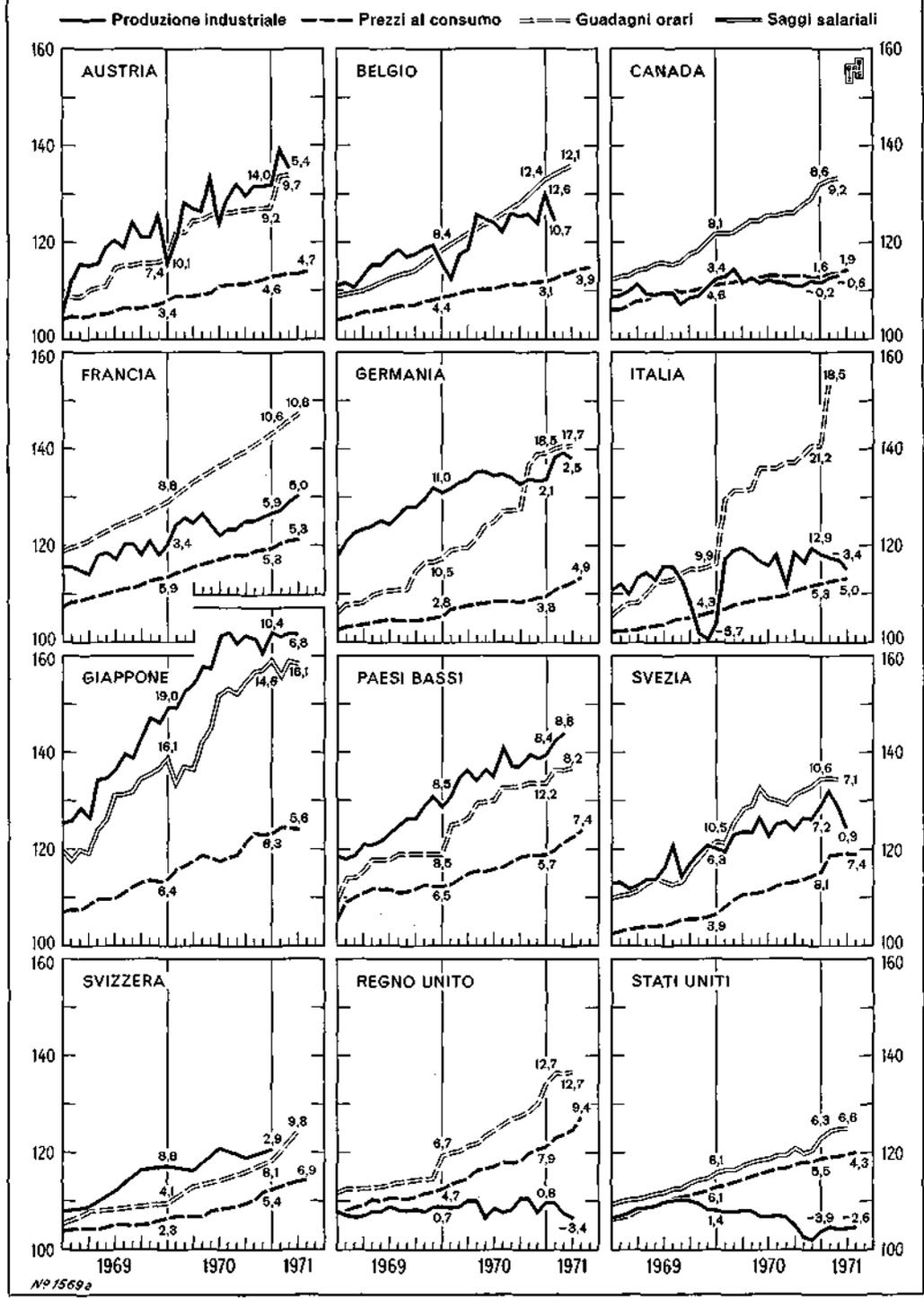
L'elemento meno soddisfacente è forse costituito dall'inflazione dei prezzi, sospinti da aumenti salariali eccezionalmente cospicui che, in alcuni paesi, hanno superato ogni limite ragionevole. Questo andamento è stato poi accompagnato da ampie agitazioni nell'industria. Inoltre, il livello dei saggi d'interesse e la misura degli scarti fra i diversi saggi sono stati all'origine di notevoli inconvenienti. Negli Stati Uniti, i saggi d'interesse hanno raggiunto livelli senza precedenti per un periodo recessivo e, ciò nonostante, i divari creatisi rispetto ad altri mercati hanno provocato flussi di fondi internazionali di un'ampiezza mai prima registrata. Infine, a poca distanza dalla rivalutazione del DM nell'autunno 1969, nel 1971 i mercati dei cambi sono stati sconvolti un'altra volta. Questo fatto ha comportato imponenti acquisti di altre valute estere oltre a quelli di marchi tedeschi, mettendo così in rilievo la debolezza di fondo del dollaro, anche se le divergenti politiche monetarie ne sono state in ampia misura la causa. Poi lo scioglimento della crisi, con l'adozione di cambi fluttuanti per DM e fiorino, dimostra che restano ancora problemi seri da risolvere per quanto riguarda il futuro del sistema monetario internazionale.

Produzione, prezzi e salari.

In molti paesi industriali l'espansione della produzione è rallentata nel 1970. Per Canada e Stati Uniti tutto il 1970 è stato un anno di leggera recessione e di crescente disoccupazione, provocate dalle misure adottate nel 1969 per contenere la domanda. Anche nel Regno Unito il numero dei disoccupati è cresciuto, in quanto, per il secondo anno consecutivo, la produzione è aumentata in misura inferiore alla capacità del potenziale produttivo.

Sul Continente europeo e in Giappone, il rallentamento ha avuto inizio più tardi, soprattutto nel secondo semestre del 1970, e, nonostante politiche monetarie abbastanza restrittive, le economie di questi paesi hanno presentato minori sintomi di flessione. Infatti, la domanda in eccesso ha continuato con vigore in Austria, nei Paesi Bassi e nella Svizzera, mentre si è attenuata soltanto moderatamente in Germania e Svezia. In Belgio e Francia la capacità produttiva è stata interamente utilizzata, ma non in condizioni di tensione. In Italia, invece, la produzione è stata ostacolata dalle agitazioni nell'industria e, a partire dell'estate, la politica monetaria non è stata più restrittiva. In Giappone, il "boom" ha perduto di vigore nel quarto tri-

Produzione, prezzi e salari. Indici: 1967 = 100.



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

mestre del 1970, quando il saggio d'incremento del prodotto nazionale lordo, in termini reali, è sceso al disotto del 10%. In molti paesi il settore che è stato più duramente colpito dalle tendenze recessive è quello dell'edilizia residenziale, il quale non è compreso negli indici della produzione industriale riportati nel grafico alla pagina precedente.

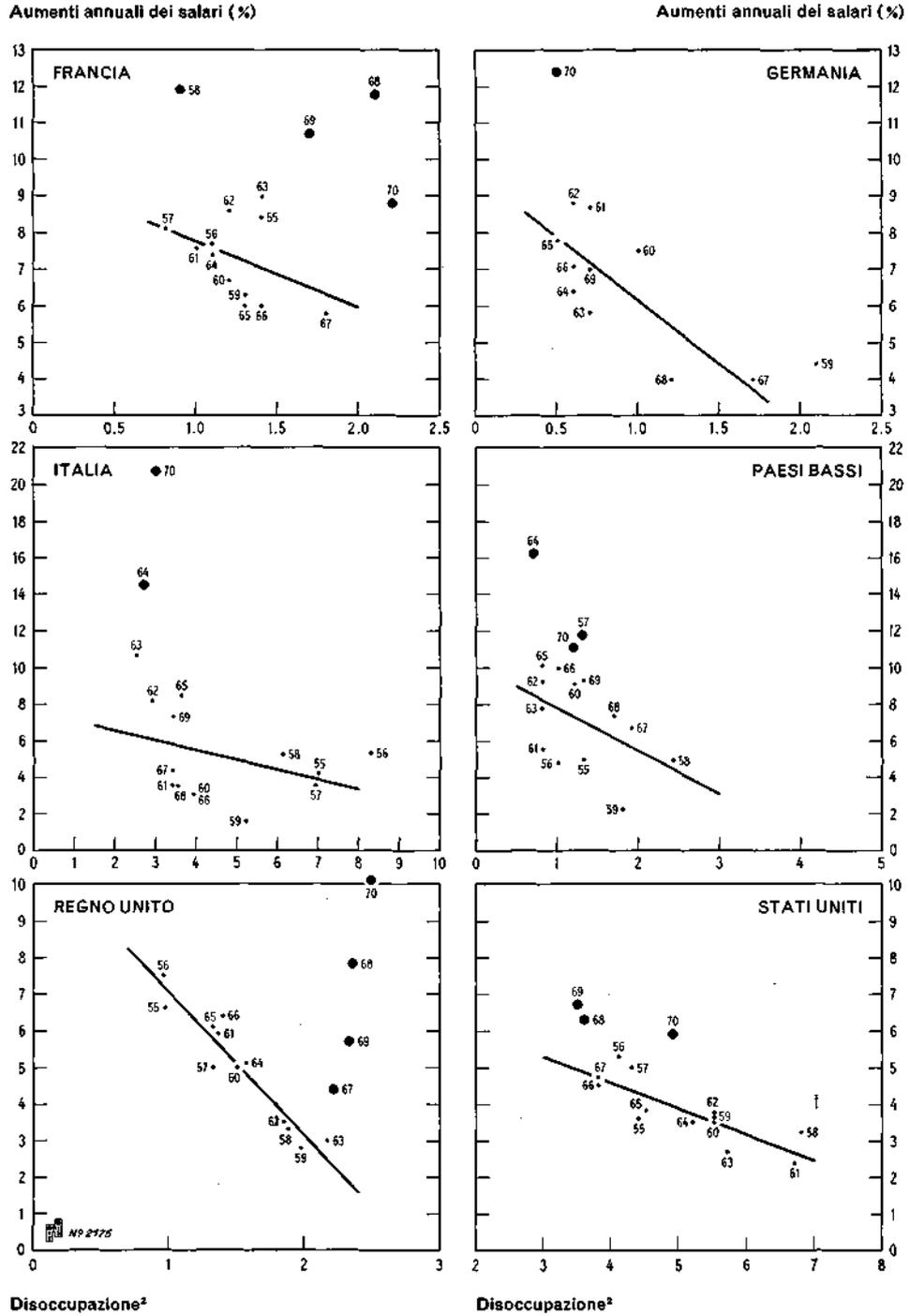
Il rapido ritmo ascendente di salari e prezzi, avviatosi nel 1969, è continuato press'a poco ovunque, senza che i movimenti nei diversi paesi abbiano mostrato molta correlazione con il grado di pressione sulle risorse. In quasi tutti i paesi i salari sono saliti dell'8-10%, ma nel Regno Unito sono stati più vicini al 15% e in Germania e Italia intorno al 20%. I maggiori incrementi sono stati spesso conseguiti nel settore dell'edilizia e in quello dei servizi. I prezzi sono cresciuti meno, a causa, in parte, del consueto ritardo e, in parte, perchè il "boom" è andato rallentando. Gli incrementi dei prezzi, calcolati in base al deflatore del prodotto nazionale lordo sono stati, per lo più, contenuti fra il 4,5-6,5%, sebbene abbiano raggiunto quasi il 7,5% in Germania e nel Regno Unito. I prezzi al consumo sono aumentati più del livello generale dei prezzi in Giappone, Svezia e Stati Uniti, ma meno in altri paesi.

In diversi paesi - Stati Uniti, Canada, Germania, Svezia e Giappone - la spinta iniziale, che ha accelerato l'inflazione, è partita dalla domanda in eccesso. Tuttavia, poichè si è lasciato continuare questo andamento per troppo tempo senza alcun controllo, i sindacati dei lavoratori ne hanno tratto vantaggio e hanno incominciato ad intensificare le richieste di aumenti salariali, sia per ottenere una maggiore aliquota del reddito nazionale a favore dei loro rappresentati, sia per compensare aumenti dei prezzi. Nel 1970, quando il clima economico è andato smorzandosi, l'elemento costituito dalla spinta dei salari ha assunto funzione determinante del corso inflazionistico.

In certi altri paesi invece l'inflazione è stata originata dai costi e l'eccesso della domanda è emerso nella maggior parte dei casi più tardi, come nei Paesi Bassi e in Svizzera. Prezzi all'importazione e mutamenti di fondo nell'imposizione hanno talvolta svolto una funzione, ma i salari sono stati generalmente la causa principale. La Svizzera è un paese in cui l'inflazione dei salari è stata relativamente moderata, sebbene i salari siano stati in qualche misura influenzati dagli aumenti concessi in paesi limitrofi.

La spinta impressa dai salari ha mostrato la massima evidenza in Italia e nel Regno Unito. In Italia, l'esplosione delle domande di miglioramenti salariali e l'ondata di scioperi hanno avuto, in parte, carattere politico, mentre, nel Regno Unito, un fattore importante è dato dalla scontentezza per il progresso più lento del consueto dei salari reali nel 1968-69, quando la bilancia dei pagamenti stava passando da una posizione debitoria ad una creditoria. In Francia, la grossa spinta dei salari si era verificata in anticipo su altri paesi, e, cioè, in conseguenza degli avvenimenti del maggio 1968. Durante il 1969-70, l'effetto inflazionistico della svalutazione ha dato un altro colpo alla spirale, direttamente, attraverso le sue ripercussioni su prezzi e costi e anche, indirettamente, attraverso la forte ripresa delle esportazioni. Inoltre, la rivalutazione del DM, sebbene abbia contribuito a smorzare il "boom" in Germania, ha manifestato la tendenza ad accelerare l'inflazione dei prezzi nei paesi limitrofi. Così, nel 1970, in Austria, Belgio e Paesi Bassi i prezzi alle importazioni hanno con-

Salari e disoccupazione in alcuni paesi.¹



¹ Dalle rette di regressione dei salari rispetto alla disoccupazione sono esclusi gli anni di aumenti salariali eccezionali (che sono indicati da grossi punti neri). ² In percentuale delle forze di lavoro.

tribuito per circa un terzo all'incremento dei prezzi al consumo. Anche in Svizzera essi hanno svolto un'importante funzione.

Il grafico alla pagina seguente illustra il rapporto fra disoccupazione e saggio degli aumenti salariali nel passato per sei paesi industriali. Non intende mettere in evidenza cosa accadrebbe se esistesse un mercato del lavoro libero, ma ciò che, dalla fine degli anni cinquanta all'incirca, si è effettivamente verificato. Difatti, i salari sono, di solito, cresciuti più rapidamente in periodi di prosperità e i sindacati hanno moderato le loro richieste durante le recessioni. Questo andamento è indicato dall'inclinazione e dalla posizione delle rette, che mostrano l'entità media dell'incremento salariale rispetto ad un determinato livello di disoccupazione. Ma il movimento ascendente dei salari negli ultimi due o tre anni ha radicalmente mutato la fisionomia di prima. Esplosioni di richieste salariali si sono naturalmente verificate anche prima — per esempio in Francia dopo la svalutazione del 1957-58 ed in Italia e nei Paesi Bassi nel 1964 — ma il movimento del 1969-70 è stato più accentuato ed esteso di qualsiasi altro. Persino in Germania, paese in cui nel 1968-70 esisteva chiaramente una domanda in eccesso, sorprende notare con quanta maggiore rapidità i salari sono saliti nel 1970 rispetto a periodi anteriori caratterizzati da pressioni della domanda, quale il 1960-61.

L'esperienza acquisita negli ultimi anni ha dimostrato come sia importante evitare prolungati periodi di domanda in eccesso, se si vuole tenere sotto controllo la spirale salari/prezzi. Ma ha anche provato che il controllo della domanda non è, da solo, sufficiente ad assicurare una ragionevole stabilità dei prezzi: occorre anche qualche forma di politica dei salari o dei redditi per impedire eccessivi incrementi salariali non giustificati dalla domanda.

In alcuni paesi la ricerca di una politica dei redditi è stata continua e, nello scorso anno, diversi altri paesi hanno adottato misure in questo senso. Alcuni governi, che avevano compiuto grandi sforzi per rinunciare ad una simile politica, sono stati costretti a fare marcia indietro, a causa della rapidità con cui i salari sono andati crescendo, pur trovandosi l'economia in una situazione di recessione. Nel marzo 1971 le autorità degli Stati Uniti hanno introdotto norme indicative per il settore dell'edilizia, che era stato particolarmente aggressivo nel presentare richieste salariali inflazionistiche. Nel Canada, i prezzi sono stati compressi per un certo periodo con l'adozione di un programma volontario di restrizioni, ma le autorità non hanno ottenuto il sostegno dei sindacati per contenere gli incrementi dei salari. La Svezia ha applicato controlli amministrativi sui prezzi; poichè non si è verificata alcuna interruzione nella presentazione di richieste salariali inflazionistiche, che sono state sostenute da agitazioni nel settore dell'industria, all'inizio del 1971 è stato introdotto il divieto temporaneo di effettuare scioperi e serrate. Nei Paesi Bassi i prezzi sono assoggettati a controlli amministrativi sin dal 1969 e, alla fine del 1970, è stato imposto un limite agli aumenti salariali per la durata di sei mesi. Anche le autorità belghe hanno inasprito la vigilanza sui prezzi dall'inizio del 1971, allo scopo di prevenire un improvviso balzo all'insù del costo della vita in seguito all'applicazione dell'imposta sul valore aggiunto.

Tutte queste misure, peraltro, non hanno sinora avuto grandi effetti sulla spirale salari/prezzi. Molte di esse avevano carattere temporaneo e molte altre furono introdotte soltanto quando ormai il danno era stato fatto, cioè, quando l'impulso inflazionistico era divenuto eccessivo.

Saggi d'interesse.

Lo scorso anno è stato caratterizzato dal movimento in ribasso dei saggi d'interesse, dai livelli senza confronto ai quali erano saliti precedentemente. I saggi a breve hanno generalmente toccato la loro punta alla fine del 1969; la svolta è stata provocata, come l'aumento precipitoso verificatosi in precedenza, da un mutamento nella politica monetaria negli Stati Uniti.

Poichè nell'ultimo trimestre del 1969 il prodotto nazionale lordo, in termini reali, aveva registrato una riduzione, all'inizio del 1970 le autorità americane hanno deciso di allentare la stretta creditizia. Questo mutamento si svolse gradualmente nel corso dell'anno, avendo cura di non inondare il mercato SU di liquidità. Dalla fine del 1969 alla fine del 1970, l'espansione dei mezzi monetari, in senso stretto, si è aggirata sul 5%, sebbene, in vista della reintermediazione di fondi al sistema bancario - dovuta ai mutati rapporti intervenuti fra saggi di mercato libero e limiti massimi dei saggi applicabili in base alla Disposizione Q - i mezzi di pagamento, in senso lato, cioè compresi i depositi vincolati, siano aumentati, nello stesso periodo, di circa il 12%.

Tuttavia, dato che l'economia si trovava in fase di recessione e la domanda di credito bancario si andava contraendo, i saggi d'interesse subirono notevoli riduzioni. All'inizio, il movimento si limitò ai saggi a breve. I saggi a lungo termine furono sostenuti soprattutto dalla cospicua domanda di fondi a lunga scadenza da parte delle società, che li utilizzarono principalmente per consolidare le proprie posizioni di liquidità, contribuendo così alla caduta dei saggi a breve. In pari tempo, le emissioni di obbligazioni effettuate da autorità statali e locali aumentarono sensibilmente rispetto al livello insolitamente basso registrato nel 1969. Siccome, in estate, la liquidità bancaria aveva continuato a crescere e le banche avevano acquistato obbligazioni federali e delle autorità statali e locali su vasta scala, il ribasso dei saggi si è andato accelerando, estendendosi a quelli a lungo termine. Questo andamento è continuato nel primo trimestre del 1971, in quanto la situazione economica non ha subito sensibili variazioni.

In termini assoluti, durante l'attuale recessione abbiamo assistito alla maggiore riduzione nei saggi d'interesse verificatasi in qualsiasi periodo postbellico. Questo fenomeno è però dovuto più agli incredibili livelli ai quali i saggi erano saliti, che ad una eccessiva larghezza della politica monetaria dettata dalla fase di recessione. In termini di percento, le riduzioni sono state minori, o approssimativamente uguali, rispetto a quelle registrate nelle recessioni del 1953-54 e 1957-58; ed i saggi non sono scesi così in basso come in precedenti recessioni postbelliche.

Il movimento in ribasso o in aumento dei saggi d'interesse relativi al dollaro è stato fonte di perturbazione monetaria per diversi paesi, il cui ciclo economico era in ritardo su quello degli Stati Uniti. All'inizio del 1970 parecchi paesi si trovavano ancora alle prese con una domanda globale in eccesso e desideravano perciò perseguire una politica monetaria restrittiva all'interno del proprio paese. A partire dalla primavera del 1970, l'attività economica ha presentato in generale sintomi di rallentamento, ma in molti paesi si è continuato a fare affidamento su una politica di restrizioni, nel tentativo di contenere la tenace inflazione dei salari. La tendenza in diminuzione dei saggi SU, rapidamente trasmessasi agli eurosaggi, ha perciò provocato afflussi di fondi, rendendo difficile, o impossibile, per alcuni paesi, mantenere una

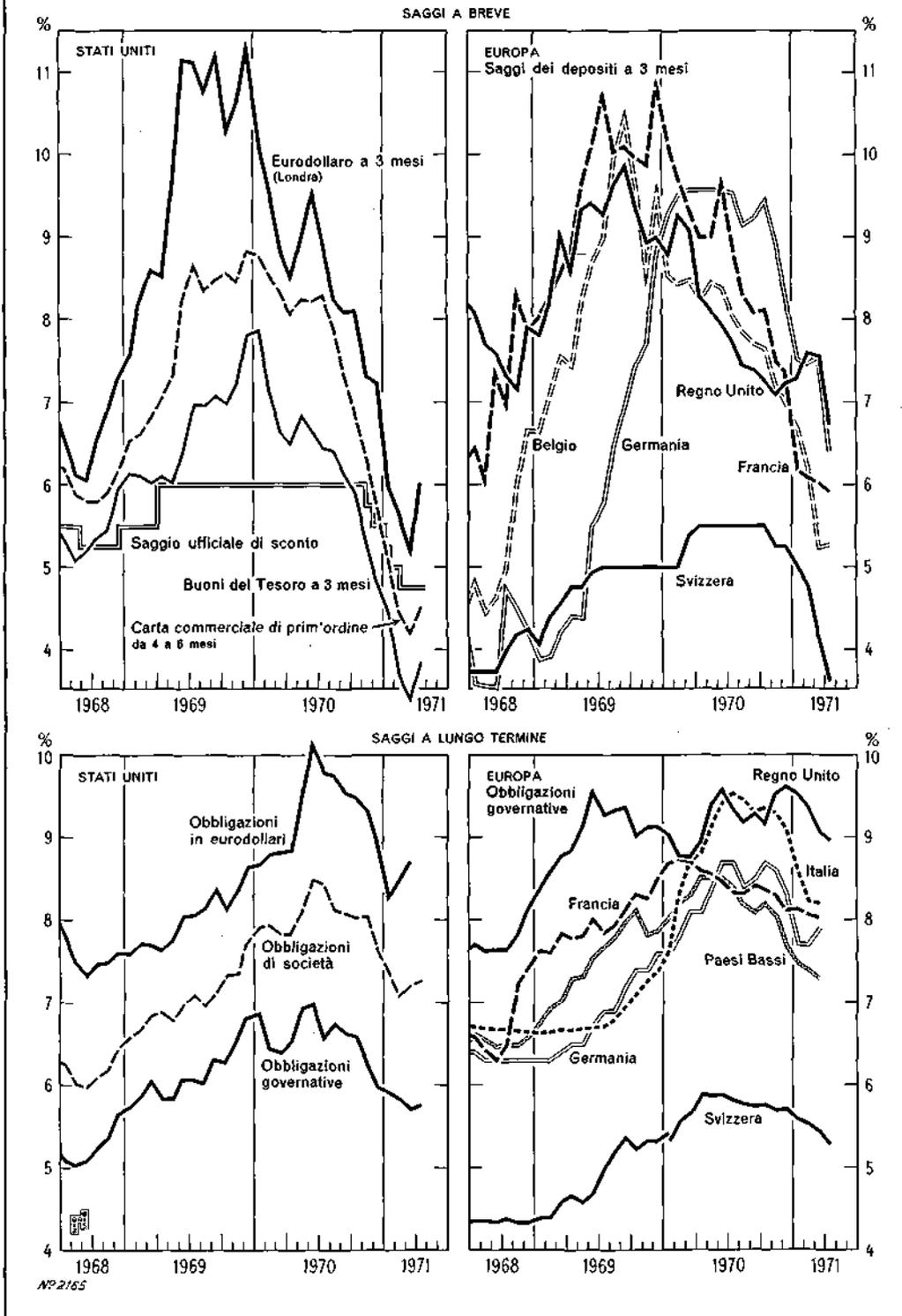
politica creditizia autonoma. Ci si è opposti frequentemente al ribasso dei saggi, sebbene le considerazioni prese in esame siano state diverse da paese a paese, a seconda del tipo e grado della pressione inflazionistica e dell'andamento della bilancia dei pagamenti. In generale, le autorità nazionali hanno continuato a impiegare misure di controllo diretto, consistenti soprattutto in limiti quantitativi sul credito, spesso imposti non soltanto alle banche, ma anche a intermediari finanziari non bancati; in taluni casi, queste misure sono state accompagnate da controlli sulle emissioni di titoli. Restrizioni sul volume del credito sono state introdotte in Giappone e, praticamente, in tutti i paesi dell'Europa occidentale, fra cui Germania e Italia costituiscono le principali eccezioni. Per accrescere la propria autonomia monetaria, la maggior parte dei paesi hanno anche fatto ricorso a controlli quantitativi per regolare le posizioni sull'estero delle banche e il ricorso per credito all'estero da parte dei settori non bancari.

Nel Canada, l'attività economica ha, se mai, mostrato la tendenza a precedere gli sviluppi ciclici degli Stati Uniti, sicchè i movimenti dei saggi d'interesse sono stati all'incirca analoghi a quelli già descritti per quest'ultimo paese. In linea di principio, con l'introduzione alla fine di maggio 1970 della libera fluttuazione del dollaro canadese, sarebbe stato possibile allentare i legami esistenti fra le strutture dei saggi dei due paesi; ma, come negli Stati Uniti, le autorità si trovavano a dover fronteggiare un'economia debole ed un elevato livello di disoccupazione, per cui il ribasso dei saggi era opportuno per ragioni interne. Nel Canada, la punta dei saggi a lungo termine fu raggiunta — come quella dei saggi a breve — alla fine del 1969. Una domanda vivace di fondi a lunga scadenza non fece altro che frenare il movimento discendente dei relativi saggi.

Per quanto riguarda l'Europa occidentale, in Francia e nel Belgio le politiche di controllo della domanda avevano già conseguito buoni risultati alla fine del 1969. Così, in entrambi i paesi, si lasciò che i saggi a breve scendessero, più o meno parallelamente con quelli prevalenti sul mercato dell'eurodollaro. I saggi a lungo termine hanno seguito un andamento diverso. In Francia hanno cominciato a diminuire nel secondo trimestre del 1970, ma nel Belgio la punta è stata toccata soltanto all'inizio dell'ultimo trimestre dell'anno.

In Italia e in Svezia le tensioni interne si sono allentate gradualmente nella seconda metà dell'anno. In Italia, la tensione sia nei saggi a breve che in quelli a lungo termine ha continuato fino alla seconda metà del 1970, periodo durante il quale hanno raggiunto punte superiori a quelle toccate dai corrispondenti eurosaggi. Successivamente, la politica monetaria è divenuta poco per volta meno restrittiva in un clima di rallentamento della domanda globale. I saggi a lungo termine e quelli a breve sono andati diminuendo, pur restando superiori agli eurosaggi. Gli afflussi di capitali, registrati nel 1970 e all'inizio del 1971, sono stati opportuni perchè hanno contribuito a compensare le uscite di fondi, che altrimenti sarebbero state insostenibili a causa del modesto avanzo conseguito nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. In Svezia, le misure monetarie molto restrittive sono rimaste in vigore fino al quarto trimestre del 1970, nell'intento di smorzare l'economia. Le autorità hanno fatto affidamento soprattutto sui limiti quantitativi al credito ed i saggi d'interesse sono rimasti piuttosto stabili sin verso la fine dell'anno. Gli afflussi di fondi dall'estero hanno

Saggi a breve e a lungo termine.



impedito una riduzione delle riserve valutarie ed hanno allentato la pressione sulla liquidità degli affari.

Nei Paesi Bassi, la domanda in eccesso ha continuato a prevalere sino alla primavera del 1971. Si è cercato di mantenere in vigore la politica monetaria restrittiva, soprattutto mediante l'imposizione di limiti quantitativi al credito congiuntamente a controlli valutarî sui prestiti concessi dall'estero a settori non bancari. Tuttavia, le restrizioni creditizie sono state, in ampia misura, neutralizzate da spostamenti nei termini di pagamento rispetto a non residenti e da afflussi di capitali esteri, stimolati, in parte, dall'attrattiva esercitata da attività, stilate in fiorini, ad elevato rendimento. La Svizzera ha presentato una situazione alquanto analoga; in questo paese la politica monetaria restrittiva, perseguita durante il 1970, si è basata su limiti quantitativi applicati al credito e controlli sulle emissioni di titoli. Durante l'anno, i saggi d'interesse a breve e a lungo termine sono rimasti assai stabili, sebbene al disotto dei livelli internazionali. Nell'autunno del 1970, la riduzione dei saggi all'estero, anche se seguita, in una certa misura, da una diminuzione dei saggi interni, ha condotto ad un rimpatrio di attività svizzere e, conseguentemente, ad un certo indebolimento delle restrizioni creditizie.

In Germania, durante il 1970, la domanda in eccesso ha gradualmente ceduto il passo all'inflazione indotta dai costi. La politica monetaria è tuttavia rimasta restrittiva. Da gennaio ad ottobre i saggi a tre mesi per i depositi interbancari hanno oscillato fra il 9 e il 10% e successivamente, fino al primo trimestre del 1971, si sono ridotti soltanto moderatamente in confronto di altri paesi. Nel 1970 e nei primi mesi del 1971 si sono pertanto verificati massicci afflussi di fondi dall'estero che hanno liberamente contribuito ad espandere in misura crescente la liquidità interna.

Nel 1970, le autorità britanniche hanno perseguito una politica monetaria abbastanza restrittiva, sebbene essa sia stata giustificata più dall'inflazione indotta dai salari che da quella provocata dalla domanda. Ciononostante, dalle punte toccate verso la fine del 1969 si è lasciato che i saggi a breve diminuissero di pari passo con i saggi per l'eurodollaro sino alla fine del novembre 1970. Poichè le anticipazioni bancarie in sterline erano sottoposte a limitazioni e i saggi d'interesse a lungo termine erano rimasti elevati, le società britanniche hanno contratto cospicui debiti all'estero per utilizzarli all'interno del paese. I rendimenti a lunga scadenza hanno raggiunto punte senza precedenti nel giugno 1970; nella seconda metà dell'anno le condizioni prevalenti sul mercato sono diventate alquanto meno tese, ma i saggi erano ancora elevati rispetto a quelli esteri. Da dicembre 1970 a fine marzo 1971 le autorità, come parte dello sforzo compiuto per contenere la spirale dei salari, hanno contrastato la caduta dei saggi, mantenendo il saggio ufficiale di sconto al 7% e vendendo notevoli quantità di titoli di prim'ordine.

All'inizio di aprile 1971, diversi paesi europei e gli Stati Uniti hanno adottato misure per ridurre gli scarti fra i saggi d'interesse a breve. La Bundesbank e la Banca d'Inghilterra hanno ribassato i loro saggi di sconto di un punto, portandoli, rispettivamente, al 5 e 6%, mentre la Nederlandsche Bank e la Banca d'Italia li hanno ridotti di mezzo punto, rispettivamente, al 5,5 e 5%. Nei primi tre casi la manovra è stata, in ampia misura, ispirata da considerazioni di carattere esterno, ma la Banca d'Italia voleva anche stimolare la ripresa degli investimenti interni.

Le autorità americane avevano intanto dato inizio ad un'altra "operazione mista" diretta a sostenere i saggi a breve ed a deprimere i rendimenti a lunga scadenza. Questa politica, che consiste essenzialmente in acquisti di obbligazioni sul mercato aperto, combinati con vendite od acquisti ridotti di buoni del Tesoro, ha lo scopo di frenare l'uscita di capitali a breve, riducendo nello stesso tempo la congestione sul mercato obbligazionario e favorendo la caduta dei saggi ipotecari.

Movimenti di capitali e crisi valutarie.

Dall'inizio del 1970 i massicci movimenti di capitali e fondi bancari hanno, ancora una volta, costituito una caratteristica preminente della scena monetaria internazionale. A prescindere dall'afflusso di fondi nel Canada, in parte di natura speculativa, e per alcuni effetti degli allineamenti dei cambi, effettuati nel 1969 e protrattisi fino ai primi mesi del 1970, i movimenti stessi sono da attribuire essenzialmente alle notevoli divergenze fra le politiche monetarie e agli scarti fra i saggi d'interesse descritti nella sezione precedente. Nella crisi valutaria del maggio 1971 la situazione è stata, naturalmente, dominata da considerazioni di natura speculativa e di copertura.

In linea generale, l'ampio flusso di fondi bancari dall'Europa verso gli Stati Uniti registrato nel 1969, ha invertito la sua tendenza nel 1970-71. Dalla fine del 1968 alla metà di novembre 1969, cioè durante il periodo della stretta monetaria in essere negli Stati Uniti, le banche americane prelevarono circa \$9 miliardi dal mercato dell'eurodollaro attraverso le loro filiali estere. Poi, dalla metà di novembre 1969 alla metà di maggio 1971 i fondi da esse assorbiti si sono ridotti di oltre \$13 miliardi. Il deflusso ha pertanto superato di molto l'afflusso registrato nel 1969 e in misura più ampia di quanto gli importi sopra citati lascerebbero supporre, perchè circa \$4 miliardi dell'afflusso del 1969 rappresentarono semplicemente un movimento circolare attraverso il mercato dell'eurodollaro di fondi provenienti dagli Stati Uniti.

Nei primi quattro mesi del 1971, le autorità SU hanno provveduto ad assorbire una parte notevole dei dollari che stavano affluendo al mercato dell'eurodollaro e alle riserve di altri paesi. Lo hanno fatto vendendo alle filiali estere di banche SU carta a breve per \$3 miliardi, emessa specialmente per questo scopo. Conseguentemente, mentre le passività delle sedi centrali verso le filiali estere hanno subito una flessione di \$5,5 miliardi durante i mesi menzionati, il deflusso netto verso altri paesi si è ridotto a \$2,5 miliardi.

Per quanto riguarda l'Europa, il paese verso il quale si è diretta la maggiore quantità di fondi è la Germania, verso la quale, nel 1970, sono affluiti capitali a breve per circa \$6,5 miliardi. Si calcola che, grosso modo, due terzi di questo importo siano stati assorbiti direttamente dalle società tedesche, in parte, attraverso crediti a breve contratti all'estero e, in parte, attraverso variazioni nei termini di pagamento, mentre \$2,2 miliardi sono affluiti tramite le banche commerciali tedesche. Sul totale per tutto l'anno, \$5,3 miliardi sono affluiti fra maggio e novembre 1970; durante questo periodo i saggi sui depositi a tre mesi di eurodollari sono passati dall'8,75 al 7,25%, mentre i rendimenti dei depositi interbancari in Germania toccavano il 9-9,5%. L'afflusso è stato basso, per ragioni stagionali, in gennaio 1971, ma poi ha ripreso ad aumentare, intensificando il suo ritmo fino alla crisi valutaria di maggio.

Il paese che occupa il secondo posto per l'entità dei fondi affluiti è il Regno Unito, il quale, per il 1970, ha totalizzato l'importo di \$ 1,6 miliardi. Questo ammontare comprende, tuttavia, un aumento di circa \$ 850 milioni nei saldi in sterline dell'area di questa moneta, derivato oltre che da considerazioni inerenti ai saggi d'interesse, dal saldo attivo della bilancia dei pagamenti dell'area e dalla garanzia di cambio in dollari prevista dal Regno Unito in connessione con il secondo Accordo di Gruppo di Basilea. La componente singola più rilevante dei fondi affluiti al Regno Unito, che può essere attribuita semplicemente a differenze nelle condizioni monetarie, è costituita da un incremento di \$ 730 milioni nelle passività valutarie nette delle banche britanniche, connesso soprattutto a debiti in valute estere a breve contratti dalle società britanniche. Oltre metà dell'afflusso si è verificato nell'ultimo trimestre del 1970, inducendo le autorità, nel gennaio 1971, a stabilire che simili crediti, per poter essere utilizzati all'interno del paese, avrebbero dovuto avere la durata di cinque o più anni. Nel primo trimestre del 1971, gli afflussi di fondi erano tuttavia ancora cospicui, per effetto dei prestiti esteri precedentemente approvati e a causa di un previsto ribasso dei saggi d'interesse britannici.

Anche altri paesi europei sono stati colpiti dalla flessione nei saggi d'interesse relativi al dollaro. Nei Paesi Bassi l'afflusso di capitali a lungo termine (acquisti di titoli olandesi da parte di non residenti e prestiti sottoscritti all'estero da residenti olandesi) è approssimativamente raddoppiato nel 1970, raggiungendo il livello di poco meno di \$ 1 miliardo. E' stato inoltre registrato un afflusso di fondi a breve alle banche olandesi, compreso un incremento di più di \$ 300 milioni nelle passività in fiorini da parte delle banche verso non residenti. Sebbene questi movimenti siano soprattutto stati provocati da scarti nei saggi d'interesse, i non residenti hanno anche aumentato i loro averi in fiorini per ragioni di fiducia.

In Italia, dal 1969 al 1970, l'uscita netta di capitali, escluse le variazioni nelle posizioni sull'estero delle banche, si è ridotta da \$ 3,5 miliardi a poco meno di \$ 0,5 miliardi. Dato che in questo caso hanno avuto una parte importante fattori diversi da quelli costituiti dagli scarti nei saggi d'interesse, sono stati registrati un incremento da \$ 0,2 a 2 miliardi nei prestiti esteri contratti da imprese italiane, nonché una sensibile flessione nel deflusso di biglietti di banca.

In Svezia, paese nel quale durante tutto il 1970 hanno prevalso condizioni monetarie tese, il conto capitali della bilancia dei pagamenti è passato da un deflusso netto di \$ 0,1 miliardo nel 1969 ad un afflusso netto di oltre \$ 0,4 miliardi. Questa variazione ha rispecchiato in ampia misura l'afflusso di crediti commerciali, dovuto alla stretta creditizia interna e all'andamento sfavorevole della bilancia commerciale. In Svizzera, i rendimenti internazionali decrescenti rispetto a quelli interni hanno fatto sì che fondi collocati nel 1969 sul mercato delle eurodivise siano stati rimpatriati a partire dalla fine del 1970.

Francia e Belgio hanno seguito i movimenti dei saggi d'interesse sul mercato delle eurodivise più da vicino che gli altri paesi europei. E, in Belgio, il conto capitali è passato, dal 1969 al 1970, da un afflusso netto ad un deflusso netto. Nel settore bancario, tuttavia, è stato registrato, nel 1970, un afflusso di circa \$ 250 milioni, ivi compresi tanto una certa accumulazione di saldi in franchi di non residenti, quanto un certo ammontare di crediti ricevuti dall'estero. In Francia, d'altra parte, gli afflussi

di capitali ed i movimenti di fondi bancari hanno svolto una funzione importante nel miglioramento della posizione delle riserve che, durante il 1970, è ammontato a netti \$1,8 miliardi. Questi afflussi devono aver rappresentato, in ampia misura, un movimento di "ritorno alla normalità", sia a breve che a lungo termine, con il consolidarsi della fiducia nel franco. Durante il secondo trimestre del 1970 peraltro, quando gli afflussi di fondi a breve hanno raggiunto l'importo di \$370 milioni, vi è stato anche da parte delle imprese francesi un notevole indebitamento a breve in valute estere per sfuggire ai limiti massimi imposti al credito interno. Conseguentemente, nel luglio 1970, le autorità hanno stabilito che simili crediti avrebbero potuto essere utilizzati in Francia soltanto se la loro durata minima non fosse stata inferiore ad un anno, misura che ha condotto a rimborsi effettuati più avanti nell'anno.

In Giappone, i mutati rapporti tra i saggi d'interesse interni e quelli del dollaro hanno dato luogo nel 1970 ad un afflusso netto di fondi a breve per \$0,6 miliardi contro un deflusso di \$1,2 miliardi l'anno precedente. Nel settore bancario il deflusso netto è diminuito tra i due anni da \$1,5 a 0,4 miliardi, mentre nel settore non bancario (compresi errori ed omissioni) l'afflusso netto è salito da \$0,3 miliardi a poco più di \$1 miliardo.

Nel Canada, un saldo commerciale eccezionalmente favorevole combinato con gli effetti di più bassi saggi d'interesse SU ha fatto registrare, nei primi cinque mesi dello scorso anno, un cospicuo saldo attivo nella bilancia dei pagamenti. Inoltre, parte dei \$1,2 miliardi di acquisti di valute a pronti e a termine effettuati dalle autorità in quel periodo hanno rappresentato afflussi di fondi di natura speculativa. Più avanti nell'anno, quando alla fine di maggio il cambio della moneta è stato lasciato fluttuare e i saggi d'interesse a breve canadesi sono scesi allineandosi con quelli degli Stati Uniti, si sono verificati notevoli deflussi di fondi attraverso le banche canadesi.

Questi movimenti di capitali sono stati i precursori della crisi monetaria che è scoppiata all'inizio di maggio. Ma vi sono stati diversi altri fattori che hanno contribuito alla mancanza di fiducia nella stabilità della struttura dei tassi di cambio. Alla base di tutto sta il persistente saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e la riconosciuta inesistenza di qualsiasi programma per procedere ad una correzione della situazione di fondo, a meno che la teoria, secondo la quale le altre monete dovrebbero adeguarsi al dollaro, possa essere chiamata un programma. Inoltre, si era molto parlato della necessità di riformare il sistema monetario internazionale con una maggiore flessibilità dei tassi di cambio, ad essi conferita attraverso accorgimenti quali "cambi mobili", "bande di oscillazione più ampie" e "fluttuazioni temporanee". Oltre e al disopra di tutte le polemiche, il DM era stato effettivamente rivalutato nell'ottobre 1969 e il dollaro canadese lasciato fluttuare da fine maggio 1970. Non sorprende, quindi, che il mercato fosse pronto ad agire rapidamente alla minaccia di ulteriori variazioni.

La crisi ha preso di mira il DM. Sebbene l'afflusso di valute estere fosse massiccio dall'inizio del 1970, quando i saggi d'interesse tedeschi furono aumentati improvvisamente, il volume dei fondi è balzato a poco più di \$800 milioni nel febbraio 1971 e ad oltre \$900 milioni tanto in marzo che in aprile. Che la tensione stesse crescendo era inoltre evidente nel fatto che la Bundesbank si sentì obbligata a vendere sul mercato DM a termine su vasta scala.

Le cause immediate della crisi sono state due: in primo luogo, si è saputo che il Consiglio ministeriale della CEE stava discutendo l'argomento della maggiore flessibilità delle monete del Mercato comune rispetto al dollaro e, secondariamente, gli istituti tedeschi privati per lo studio della congiuntura hanno pubblicamente affermato di essere favorevoli a lasciar fluttuare il DM. Il 4 maggio la Bundesbank è stata costretta ad acquistare circa \$1 miliardo sul mercato e durante la prima ora di operazioni del 5 maggio circa un altro miliardo. Data questa inondazione, le autorità hanno cessato di intervenire e hanno chiuso il mercato. Le autorità di Austria, Belgio, Paesi Bassi e Svizzera hanno seguito l'esempio della Germania, ponendo termine anch'esse agli interventi sul mercato.

Durante il "week-end" il Consiglio ministeriale del Mercato comune, dopo una riunione durata tutta la notte, ha convenuto che non vi era alcuna ragione per modificare le parità di cambio dei paesi membri, ma ha riconosciuto che i cambi fluttuanti potevano essere necessari temporaneamente per alcune monete sottoposte a forte pressione. Germania e Paesi Bassi hanno deciso di far fluttuare le rispettive valute, mentre il Belgio ha conservato il sistema del doppio mercato dei cambi, pur separandoli nettamente, e incanalando così tutti i movimenti di capitali verso il mercato finanziario, allo scopo di evitare qualsiasi aumento di riserve provocato da afflussi di fondi.

All'esterno della CEE, l'Austria ha rivalutato la sua moneta del 5,05% e la Svizzera del 7,07.

L'espansione delle riserve globali.

I movimenti di fondi descritti più sopra, in concomitanza col disavanzo della bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti e con l'introduzione dei diritti speciali di prelievo (DSP), hanno provocato, nel 1970, un'espansione senza precedenti delle riserve ufficiali globali. Gli averi in oro, valute estere, posizioni di riserva nel FMI e DSP sono passati da \$79,2 a 93,5 miliardi, ossia sono cresciuti di circa il 18%. Ove si escludano gli Stati Uniti, paese nel quale le riserve lorde si sono contratte, l'incremento delle riserve è ancora più imponente, essendo ammontato a \$16,8 miliardi, cioè al 27%. Su questo totale, agli altri paesi del Gruppo dei dieci sono affluiti \$13 miliardi e, cioè, \$6,5 miliardi alla Germania, oltre \$1 miliardo ciascuno a Canada, Francia e Giappone e \$0,7 miliardi tanto ai Paesi Bassi che alla Svizzera.

Lo scorso anno sono cresciute notevolmente anche le riserve di paesi non appartenenti al Gruppo dei dieci. Quelle di "Altri paesi sviluppati" hanno subito un incremento di oltre \$1,2 miliardi, nonostante una riduzione di quasi \$0,4 miliardi nelle riserve del Sud Africa. I "Paesi in via di sviluppo", specialmente quelli dell'America latina e dell'Africa, hanno realizzato un'espansione senza precedenti nelle loro riserve, di \$2,6 miliardi.

Oltre all'aumento in termini di volume, nel 1970 si è verificata una sensibile variazione nella composizione delle riserve. In primo luogo, l'introduzione dei DSP. Secondariamente, le riserve auree dei paesi si sono ridotte di \$1,9 miliardi, soprattutto in seguito a trasferimenti netti di oro al FMI. In terzo luogo, le posizioni di riserva dei paesi nel Fondo sono migliorate di \$1 miliardo, compensando così par-

Variazioni nelle riserve globali.

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva nel FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari SU				
Tutti i paesi					
1968	- 570	+ 2.795	+ 740	-	+ 2.965
1969	+ 195	+ 235	+ 240	-	+ 670
1970	- 1.950	+ 12.170	+ 970	+ 3.125	+ 14.315
Gruppo dei dieci					
1968	- 2.060	+ 2.185	+ 485	-	+ 590
1969	+ 310	- 1.660	+ 135	-	- 1.215
1970	- 975	+ 8.595	+ 540	+ 2.335	+ 10.495
Altri paesi sviluppati					
1968	+ 965	+ 130	+ 180	-	+ 1.275
1969	- 145	+ 485	+ 85	-	+ 425
1970	- 805	+ 1.680	+ 60	+ 305	+ 1.240
Paesi in via di sviluppo					
1968	+ 525	+ 480	+ 95	-	+ 1.100
1969	+ 30	+ 1.410	+ 20	-	+ 1.460
1970	- 170	+ 1.895	+ 370	+ 485	+ 2.580
Tutti i paesi, esclusi Stati Uniti					
1968	+ 605	+ 1.610	- 130	-	+ 2.085
1969	- 775	+ 985	- 795	-	- 585
1970	- 1.165	+ 14.320	+ 1.360	+ 2.275	+ 16.790
Gruppo dei dieci, esclusi Stati Uniti					
1968	- 685	+ 1.000	- 405	-	- 290
1969	- 660	- 910	- 900	-	- 2.470
1970	- 190	+ 10.745	+ 930	+ 1.485	+ 12.970
Stati Uniti					
1968	- 1.175	+ 1.185	+ 870	-	+ 880
1969	+ 970	- 750	+ 1.035	-	+ 1.255
1970	- 785	- 2.150	- 390	+ 850	- 2.475

zialmente la contrazione nelle riserve auree dei paesi. Infine, elemento della massima importanza, le riserve valutarie lorde hanno subito un aumento imponente. In complesso esso è ammontato a \$12,2 miliardi e per i paesi, esclusi gli Stati Uniti, l'incremento è stato di \$14,3 miliardi, ossia del 47%. Per tutti i paesi, tranne gli Stati Uniti, l'aliquota delle riserve valutarie sul totale delle riserve è passata dal 49 al 57%, mentre gli averi in oro sono relativamente diminuiti, dal 44 al 33%.

In aggiunta al cospicuo incremento delle riserve valutarie globali, l'anno scorso Francia e Regno Unito hanno utilizzato entrate in valuta per rimborsare \$3,9 miliardi di assistenza finanziaria prestata da banche centrali: la Francia ha restituito \$1,1 miliardi e il Regno Unito \$2,8 miliardi. L'effetto statistico di queste operazioni sul totale delle riserve valutarie ha superato l'importo dei rimborsi relativi all'assistenza ricevuta, perchè quelli effettuati agli Stati Uniti, in contrasto con quelli ad altri paesi, riducono tanto le riserve del paese creditore quanto quelle del paese debitore. Siccome, lo scorso anno, la riduzione di \$2,1 miliardi negli averi ufficiali in valute estere detenuti dagli Stati Uniti è stata praticamente il risultato dei rimborsi di assistenza eseguiti da Regno Unito e Francia, l'effetto globale sulle riserve prodotto

da questi rimborsi agli Stati Uniti e ad altri paesi può essere calcolato in \$6 miliardi. Perciò, se non fosse stato per il rimborso di speciali operazioni ufficiali di credito, concluse in anni precedenti, nel 1970 le riserve valutarie globali avrebbero potuto, *ceteris paribus*, aumentare di \$18 miliardi.

Poichè l'assistenza prestata da banche centrali al Regno Unito e alla Francia aveva avuto luogo, per lo più, sotto forma di riporti di sterline e franchi francesi contro altre valute, i rimborsi effettuati lo scorso anno hanno provocato una notevole riduzione negli averi ufficiali in queste due monete. Le riserve globali in sterline si sono contratte di \$2 miliardi, nonostante un aumento di circa \$0,4 miliardi negli averi in sterline detenuti dalle autorità monetarie dell'area della sterlina e le riserve in franchi francesi sono calate di circa \$1 miliardo. D'altra parte, nel 1970, gli averi in DM sono cresciuti di circa \$1 miliardo. Ammesso che non si siano verificate altre importanti variazioni negli averi ufficiali in valute estere, diverse dai dollari SU, nel 1970 il totale delle riserve valutarie (escluso il dollaro SU) si è pertanto ridotto di circa \$1,2 miliardi. L'aumento delle riserve di dollari è stato quindi superiore a quello globale di tutte le valute estere, essendo ammontato a \$14,2 miliardi. I paesi hanno accresciuto i loro averi ufficiali in dollari, detenuti negli Stati Uniti, di \$7,8 miliardi; i saldi in dollari che le banche centrali depositano le une presso le altre fuori degli Stati Uniti sono diminuiti di parecchie centinaia di milioni di dollari, in seguito ai rimborsi britannici e francesi di assistenza; e gli averi ufficiali, diretti e indiretti, di dollari detenuti sul mercato dell'eurodollaro sono cresciuti di quasi \$7 miliardi.

Per comprendere l'importanza di questo ampio flusso di dollari occorre ricordare che, nel 1970, gli Stati Uniti hanno dovuto finanziare non soltanto il saldo passivo di fondo della bilancia dei pagamenti, accumulato nello scorso anno, ma anche un cospicuo deflusso di capitali a breve, avendo le banche SU rimborsato fondi presi a prestito l'anno prima sul mercato dell'eurodollaro. Nel 1970, perciò, sulla posizione di riserva degli Stati Uniti ha effettivamente gravato il finanziamento dei saldi passivi di fondo dei pagamenti per il 1969 e il 1970, nonché il rimborso dell'avanzo, piuttosto artificiale, del conto regolamenti ufficiali che era stato registrato nel 1969.

A prescindere dal saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, un altro fattore che lo scorso anno ha influito sull'espansione delle riserve globali di dollari è il collocamento sul mercato delle eurodivise di crescenti averi ufficiali in valute estere. Una volta collocati sul mercato, tali fondi sono stati spesso presi a prestito da residenti di paesi in cui le condizioni monetarie erano tese e convertiti in valuta nazionale tramite la banca centrale. Essi figurerebbero quindi non soltanto nelle riserve delle banche centrali, da cui provenivano, ma anche in quelle delle banche centrali che li avevano acquistati. Sebbene, lo scorso anno, questo meccanismo possa avere assunto un'ampiezza assai notevole, c'era da attendersi che i forti scarti esistenti fra i saggi d'interesse avrebbero in ogni caso provocato cospicui flussi di fondi attraverso il mercato dell'eurodollaro, come accadde nel 1969, quando l'attrazione magnetica venne dagli Stati Uniti.

L'imponente aumento delle riserve globali di dollari, registrato nel 1970, ha perciò rispecchiato, in primo luogo, la compressione eccezionale, in un solo anno, di un saldo passivo della bilancia dei pagamenti che altrimenti sarebbe stato ripartito

più equamente fra il 1969 e il 1970. Tuttavia, la persistenza di un cospicuo saldo passivo di fondo negli Stati Uniti è destinata a produrre considerevoli aumenti nelle riserve di dollari persino in circostanze normali. Uno degli obiettivi dell'introduzione dei DSP nel sistema monetario era appunto quello di ridurre la necessità per il sistema di dover fare affidamento sul dollaro per conseguire, con il tempo, un incremento adeguato delle riserve globali. L'introduzione dei DSP non fa però altro che consentire che ciò accada. La sua effettiva realizzazione dipenderà da una riduzione degli squilibri esistenti nei pagamenti attraverso il funzionamento del processo internazionale di aggiustamento.

Stati Uniti.

Le tendenze recessive manifestatesi nell'economia degli Stati Uniti nella seconda metà del 1969 hanno persistito fino ai primi mesi del 1971. La produzione si è ridotta e la disoccupazione è aumentata, ma gli effetti sul saggio dell'inflazione sono stati tardivi e deludenti, dato che i sindacati dei lavoratori hanno continuato a chiedere cospicui miglioramenti salariali.

Verso la fine del 1969 fu evidente che le misure fiscali e monetarie restrittive, mantenute in vigore nei dodici mesi precedenti, avevano posto termine al lungo periodo di "boom". Sebbene nel gennaio 1970 la disoccupazione fosse ancora inferiore al 4%, la produzione industriale era scesa del 2% rispetto al suo livello massimo e il prodotto nazionale lordo reale era pure diminuito.

In queste circostanze s'impondeva un'attenuazione delle misure adottate per ridurre la domanda. Il bilancio federale stava ormai per diventare passivo, soprattutto a causa dei maggiori pagamenti effettuati per la sicurezza sociale e dei minori introiti derivanti dalla sovrimposta sul reddito, la cui aliquota, dal 1° gennaio 1970, era stata dimezzata dal 10 al 5%. Tuttavia, con gli acquisti governativi di beni e servizi in diminuzione, in seguito al "taglio" apportato alle spese per la difesa, lo stimolo che il bilancio pubblico avrebbe dovuto imprimere alla domanda globale non poteva essere notevole. La politica monetaria fu pertanto modificata, passando da rigorose restrizioni a moderata larghezza. Le banche vennero rifornite, in misura più ampia, di riserve ed i mezzi di pagamento (moneta più depositi a vista), che erano rimasti press'a poco stabili nella seconda metà del 1969, furono lasciati crescere con un ritmo di espansione di circa il 5,5%. Inoltre, i limiti massimi degli interessi che possono essere corrisposti in base alla Disposizione Q vennero aumentati, allo scopo di consentire alle banche di compensare le perdite di depositi vincolati.

Da gennaio ad aprile i saggi d'interesse a breve si sono ridotti di circa un punto. I saggi a lungo termine sono rimasti invece elevati a causa della forte domanda di fondi, in quanto le società cercavano di consolidare i loro debiti a breve contratti nel 1969 e di ricostituire la loro liquidità per fronteggiare i costi crescenti e gli utili aziendali in diminuzione. Inoltre, il governo federale diventò un prenditore di prestiti su vasta scala, nel secondo trimestre dell'anno, quando il disavanzo di bilancio toccò rapidamente l'importo di \$14,2 miliardi, rapportato ad anno (sulla base dei conti nazionali). Sui mercati finanziari si è andata allora sviluppando un'atmosfera di apprensione che si è intensificata all'inizio di maggio con l'entrata delle forze americane nella Cambogia. Il rendimento delle obbligazioni AAA emesse dalle società è salito

ad oltre l'8,5 % e quello delle obbligazioni governative a lungo termine ad oltre il 7 %, mentre le quotazioni delle azioni sono cadute ad un minimo non raggiunto da sette anni.

Poi, il 19 giugno è stato reso noto che la Compagnia di trasporti "Penn Central", la sesta società degli Stati Uniti per ordine di grandezza, era insolvente. Poiché si trattava di un'insolvenza per circa \$82 milioni in carta commerciale, la Riserva federale agì rapidamente, allo scopo di impedire una possibile crisi di fiducia nel sistema finanziario. Furono rese disponibili riserve addizionali e facilitazioni di sconto e il limite massimo previsto dalla Disposizione Q venne sospeso per i certificati di deposito di notevole importo con scadenza da 30 a 89 giorni, mettendo così le banche in condizione di intervenire per soddisfare la domanda supplementare di credito.

Dopo questi provvedimenti, la situazione sui mercati monetario e dei capitali è diventata più calma. I saggi d'interesse a breve hanno ripreso il loro movimento discendente, mentre società e autorità statali e locali hanno continuato a contrarre debiti a lungo termine in misura senza precedenti. La diminuzione dei saggi si è accelerata durante l'autunno, quando le società hanno utilizzato parte dei ricavi delle emissioni di obbligazioni per rimborsare prestiti bancari. Dall'inizio di settembre 1970 a fine marzo 1971 il saggio delle banche per i crediti di prim'ordine è stato ridotto, in nove fasi, dall'8 al 5,25 % e il saggio ufficiale di sconto, in cinque fasi, dal 6 al 4,75 %. Anche i saggi a lungo termine sono diminuiti e, a fine marzo, il rendimento delle obbligazioni AAA si aggirava sul 7,25 % e quello della carta governativa a lungo termine sul 5,75 %.

Il miglioramento delle condizioni monetarie ha avuto un effetto piuttosto limitato sulla domanda globale. Il settore in cui si è fatto maggiormente sentire è quello dell'edilizia residenziale, nel quale la maggiore disponibilità di fondi ipotecari è riuscita ad arrestare, nel secondo trimestre, la riduzione dell'attività produttiva ed a invertire la tendenza durante l'autunno. Gli investimenti aziendali hanno tuttavia continuato a ridursi rispetto all'elevato livello raggiunto alla fine del 1969 e la spesa per i consumi è rimasta stazionaria, in termini reali, dopo il secondo trimestre del 1970, nonostante che dal 1° luglio fosse stata abolita la parte restante della sovrimposta sul reddito, nella misura del 5 %. Durante l'anno terminato alla fine di gennaio 1971 la consistenza del credito al consumo è cresciuta soltanto del 3,5 %, l'incremento più piccolo registrato in quasi un decennio, e il rapporto del risparmio personale è salito rapidamente al 7,5 %.

In complesso, nel 1970 il prodotto nazionale lordo reale ha fluttuato intorno ad un livello stazionario. La situazione è stata distorta da una diminuzione nella produzione, dovuta allo sciopero della General Motors in autunno; ma nei primi mesi del 1971 la ripresa di fondo è stata assai modesta. Nell'economia è andato formandosi un ampio margine di capacità produttiva non utilizzata; la disoccupazione è salita costantemente, raggiungendo il 6 % in dicembre, e nei primi mesi del 1971 si trovava all'incirca a questo livello.

L'aumento della disoccupazione non ha avuto alcuna ripercussione di qualche rilievo sui contratti di lavoro, che hanno continuato ad essere fortemente inflazionistici. Nel 1970 i salari e i benefici accessori per uomo-ora sono stati di quasi il 7 % più elevati che nel 1969, mentre la produzione per uomo-ora è cresciuta soltanto dell'1,5 %.

All'inizio dell'anno l'Amministrazione ha cercato di differire l'aumento degli stipendi programmato per gli impiegati federali, ma il tentativo non ha avuto successo; il risentimento che la decisione ha prodotto fra gli impiegati postali è sfociato in uno sciopero spontaneo ed illegale nella seconda metà di marzo. Il risultato fu un miglioramento generale del 6% nelle tabelle degli stipendi federali, il secondo in dodici mesi. In novembre, il contratto triennale, che ha posto fine allo sciopero della General Motors, prevedeva un incremento delle paghe del 12,5% nel primo anno di applicazione e del 3%, più la compensazione di qualsiasi aumento del costo della vita, in ciascuno dei due anni successivi. Accordi analoghi furono conclusi in altri rami dell'industria. I massicci miglioramenti richiesti per il primo anno di applicazione in questi contratti offrono qualche speranza che la spirale salariale possa attenuarsi dopo la conclusione degli attuali negoziati nell'industria dell'acciaio.

La persistenza di una forte inflazione indotta dai salari in un anno di recessione è stata probabilmente incoraggiata dal fatto che l'Amministrazione ha posto in grande rilievo la sua decisione di rinunciare alla politica dei redditi e all'eventuale controllo dei prezzi. Quando ci si è accorti che l'aumento della disoccupazione non provocava una riduzione nell'entità degli incrementi salariali, l'Amministrazione ha preso alcune misure per l'eventuale introduzione di una politica dei prezzi e dei salari. Nel giugno 1970 il Presidente annunciò l'istituzione di un Comitato per la revisione dei regolamenti e delle aggiudicazioni, con il compito di modificare le procedure governative che avrebbero potuto contribuire a intensificare l'inflazione. Successivamente si sono compiuti dei tentativi per contenere gli aumenti dei prezzi del petrolio, liberalizzando le importazioni dal Canada e aumentando la produzione del petrolio nelle acque territoriali su concessioni federali.

Misure più energiche furono tuttavia adottate per quanto concerne l'industria delle costruzioni, nella quale gli aumenti salariali erano completamente sfuggiti a ogni controllo; nel primo anno di applicazione dei nuovi contratti i miglioramenti ammontavano, in media, al 20%, nonostante gli elevati livelli di disoccupazione. Nel febbraio 1971 il Presidente sospese la legge Davis-Bacon, in base alla quale gli appaltatori di progetti federali o di costruzioni eseguite con contributi federali - circa un terzo di tutta l'attività edilizia negli Stati Uniti - erano obbligati a pagare i salari fissati dal sindacato locale. A distanza di un mese tale sospensione è stata sostituita con un sistema di direttive riguardanti salari e prezzi nel settore delle costruzioni. I miglioramenti salariali devono essere presi in esame da commissioni composte di rappresentanti dei sindacati e dei datori di lavoro alla luce di criteri stabiliti da un Comitato federale. I criteri stessi dovranno basarsi soprattutto sull'andamento della produttività e sulle variazioni nel costo della vita.

Nel preparare il bilancio per l'anno finanziario 1971-72, scopo dell'Amministrazione era far sì che esso potesse imprimere uno stimolo all'economia sufficiente per ridurre il margine di risorse non utilizzate, ma non abbastanza forte da creare nuove pressioni della domanda, le quali avrebbero peggiorato la spirale inflazionistica. Si prevedeva una notevole espansione della spesa per i consumi, soprattutto a causa dell'elevato rapporto di risparmio registrato nel 1970-71 e della ripresa verificatasi sul mercato azionario dall'autunno. Le prospettive per gli investimenti industriali erano deboli, ma ci si attendeva che l'edilizia residenziale e le spese delle autorità statali e locali sarebbero cresciute notevolmente. Date queste condizioni il bilancio

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti¹.

Voci	1968	1969	1970
	miliardi di dollari SU		
Saldo dei beni e servizi	2,5	1,9	3,7
Esportazioni nette di beni e servizi	5,6	5,2	7,0
Spese militari nette	- 3,1	- 3,3	- 3,3
Trasferimenti unilaterali	- 4,1	- 3,7	- 3,6
Donazioni e trasferimenti ² del governo SU	- 3,4	- 2,9	- 2,7
Trasferimenti privati	- 0,7	- 0,8	- 0,9
Totale I	- 1,6	- 1,8	0,1
Esportazioni di capitali SU	- 6,4	- 6,5	- 7,4
Ufficiali	- 1,0	- 1,3	- 1,1
Privati	- 5,4	- 5,2	- 6,3
Errori ed omissioni ³	- 0,5	- 2,8	- 1,3
Totale II	- 6,9	- 9,3	- 8,7
Totale I e II	- 8,5	- 11,1	- 8,6
Finanziati con:			
Capitali esteri (afflusso +)	9,4	12,3	5,2
Privati	6,3	4,9	4,5
Bancari	2,6	7,7	0,8
Banche commerciali	3,4	9,2	- 6,5
Organi ufficiali esteri	- 0,8	- 1,5	7,3
Altri capitali esteri	0,5	- 0,3	- 0,1
Riserve ufficiali (aumento -)	- 0,9	- 1,2	3,4 ⁴

¹ Modulo suggerito dal Prof. Robert Triffin. ² Compresi donazioni e crediti del governo rimborsabili in valute estere. ³ Gli errori e le omissioni sono ritenuti consistere principalmente in esportazioni di capitali SU verso il mercato dell'eurodollaro. ⁴ Esclusa l'assegnazione iniziale di DSP per \$887 milioni nel 1970.

non era improntato a conferire un grande stimolo. La spesa pubblica, a prezzi correnti, avrebbe dovuto aumentare dell'8%, in massima parte a titolo di trasferimenti. Con un'espansione prevista del 9% nel prodotto nazionale lordo nominale e del 4,5% nel prodotto nazionale lordo reale dal 1970 al 1971, il disavanzo di bilancio per l'anno finanziario 1971-72 è stato stimato a \$11,6 miliardi contro una stima riveduta di \$18,6 miliardi per l'esercizio precedente.

Il rallentamento dell'economia americana, in un momento in cui le risorse di altri paesi industriali erano sottoposte a continua pressione, ha fatto aumentare l'avanzo commerciale degli Stati Uniti da \$600 milioni nel 1968-69 a \$2,2 milioni nel 1970. L'avanzo complessivo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti si è accresciuto in misura corrispondente. Rispetto alla situazione ciclica il miglioramento non è notevole, in quanto le esportazioni sono state gonfiate soprattutto da maggiori vendite di prodotti agricoli e da consegne di aerei "jumbo". D'altra parte, due terzi dell'espansione nelle importazioni erano dovuti a prezzi più elevati e, nel 1970, le ragioni di scambio americane hanno subito un deterioramento del 2,5%. Questo andamento ha rispecchiato, in parte, il più rapido incremento dei costi per unità di lavoro in altri paesi industriali, indicando che la posizione competitiva degli Stati Uniti ha compiuto qualche progresso dopo il peggioramento registrato verso la fine degli anni sessanta.

L'andamento favorevole delle partite correnti nel 1970 è stato annullato dall'inversione di tendenza nei movimenti di capitali, dato che l'indirizzo non più restrit-

tivo della politica monetaria ha indotto le banche americane a rimborsare i cospicui fondi che l'anno precedente avevano preso a prestito sul mercato dell'eurodollaro. Inoltre, gli stranieri hanno acquistato, nel 1970, minori quantità di azioni SU, mentre le società americane hanno trasferito all'estero fondi più ampi destinati agli investimenti diretti. In complesso, la bilancia dei pagamenti, sulla base dei regolamenti ufficiali, dopo aver registrato un saldo attivo di \$2,7 miliardi nel 1969, ha conseguito un saldo passivo di non meno di \$10,7 miliardi nel 1970 e nel primo trimestre del 1971 il ritmo, con cui il saldo passivo è cresciuto, è stato ancora più rapido.

La tabella che precede indica le variazioni subite dal finanziamento del disavanzo delle partite correnti più le esportazioni di fondi SU. Sebbene questo disavanzo sia stato alquanto più cospicuo di quello verificatosi precedentemente al 1968, negli ultimi tre anni esso è cambiato relativamente poco, ma il suo finanziamento è mutato radicalmente di anno in anno. Nel 1968, il disavanzo è stato compensato soprattutto da un'entrata di capitali privati non bancari, avendo i non residenti acquistato azioni SU, nonché obbligazioni emesse all'estero da società americane. Nel 1969 furono le banche a costituire la principale fonte di finanziamento, dato che, a causa della stretta creditizia, gli Stati Uniti assorbirono fondi attraverso il mercato dell'eurodollaro. Infine, nel 1970, essendo il deflusso di capitali dagli Stati Uniti andato ad aggiungersi al disavanzo di fondo seguito all'attenuazione della politica monetaria, le banche centrali estere hanno acquistato di buon grado i saldi in dollari offerti in sovrabbondanza sui mercati dei cambi.

Alla fine di novembre 1970 il Consiglio del Sistema della Riserva federale, compiendo un tentativo per limitare l'uscita di fondi, ha stabilito riserve legali più elevate sui futuri aumenti nell'indebitamento verso il mercato dell'eurodollaro da parte delle banche che avessero abbassato le loro europassività al disotto della base soggetta a riserve. Le banche hanno evidentemente constatato che era troppo dispendioso conservare le loro europassività, tanto che il movimento di fondi è continuato e si è persino accelerato. Sono state allora introdotte misure per assorbire parte dei fondi in uscita, mettendo a disposizione delle filiali estere delle banche SU speciali titoli a breve a saggi approssimativamente competitivi con quelli del mercato dell'eurodollaro. Dal gennaio all'aprile 1971 sono stati emessi complessivamente \$2 miliardi di questi titoli.

A prescindere dalle misure tecniche adottate per contenere il deflusso di fondi, l'Amministrazione non aveva alcun programma per eliminare il saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Nella loro relazione annuale, i Consiglieri economici hanno dichiarato che un'azione unilaterale da parte degli Stati Uniti non sarà in grado di rimuoverlo, fino a quando altri paesi insisteranno nell'accumulare saldi attivi superiori alle loro assegnazioni di DSP. Questo atteggiamento sembra piuttosto lontano dallo spirito — e dalla lettera — del sistema di Bretton Woods che i DSP dovrebbero invece preservare.

Germania.

Il "boom" in Germania ha perso di slancio a partire dalla primavera del 1970, ma l'inflazione salari/prezzi ha proseguito con rapidità inquietante. La domanda estera è rallentata verso la fine del 1969 quale immediata conseguenza della rivaluta-

zione avvenuta in ottobre. A causa dei costi del credito, giunti ad un livello senza precedenti, gli investimenti, che erano aumentati notevolmente per quasi tre anni, sono stati i primi elementi della domanda a ridursi. Questo andamento si è verificato in presenza di costi per salari fortemente crescenti e della compressione dei profitti. Le misure restrittive di politica fiscale non hanno evitato un peggioramento nei bilanci del settore pubblico.

Per quanto riguarda gli effetti della rivalutazione, le ordinazioni provenienti dall'estero sono rapidamente diminuite, in parte come reazione al loro "boom" anteriore in previsione dell'imminente apprezzamento. All'inizio del 1970, tuttavia, esse hanno ripreso con lieve tendenza ascendente. Il saggio di incremento delle esportazioni comprese le partite invisibili (sulla base dei conti nazionali) è sceso, in termini reali, dal 12,6% nel 1969 al 9% nel 1970. Le importazioni sono di nuovo aumentate complessivamente con un saggio di poco più del 16%. Pertanto, l'eccedenza delle esportazioni globali sulle importazioni globali si è contratta nel 1970 all'1,4% del prodotto nazionale lordo contro 3,8-3% nel triennio 1967-69. L'avanzo delle partite correnti (compresa un'espansione di DM 0,9 miliardi nei trasferimenti unilaterali) è passato da DM 6,2 a 2,4 miliardi. L'aggiustamento ha avuto luogo soprattutto nelle partite invisibili. Il fatto che l'avanzo commerciale (su base f.o.b.) abbia in effetti subito un lieve incremento a DM 21,1 miliardi ha rispecchiato le conseguenze della rivalutazione sulle ragioni di scambio nonché l'andamento ciclico che ha depresso particolarmente le importazioni di materie prime e di prodotti semilavorati.

Le ordinazioni interne per beni d'investimento hanno cominciato a diminuire all'inizio del 1970. Le imprese si sono trovate a dover fronteggiare costi del credito superiori al 10% e una ridotta capacità di autofinanziamento. A partire dalla metà dell'anno la sospensione, per sette mesi, delle quote degressive per deduzioni inerenti agli investimenti, può aver rallentato gli investimenti stessi. In complesso, nel 1970, gli investimenti reali lordi in attrezzature sono cresciuti di oltre il 15%, aliquota ben al disotto di quella del 22,6% registrata nel 1969. Gli investimenti fissi globali, compresa l'attività nel settore delle costruzioni, sono aumentati del 10,7% nel 1970 contro il 12,1% l'anno prima. I mutamenti nel clima economico si sono anche riflessi in una minore accumulazione di scorte. Gonfiati da salari e stipendi crescenti, i consumi privati hanno subito un incremento, in termini reali, del 7,3%, fornendo un importante sostegno alla domanda globale. L'espansione dei consumi pubblici, ammontante al 2,9% in termini reali, è stata assai modesta, ma in termini monetari è cresciuta del 12,8%.

Per quanto riguarda l'offerta, la produzione industriale ha registrato un aumento del 6,1% per l'anno in complesso, ma di fatto è rimasta stazionaria a partire dal secondo trimestre. Le tensioni sul mercato del lavoro si sono lievemente allentate ed il rapporto, rettificato per variazioni stagionali, fra posti vacanti ed il numero totale dei disoccupati si è ridotto da 5,9% nel secondo trimestre del 1970 a 4,9% nell'ultimo trimestre dell'anno. Il saggio d'incremento del prodotto nazionale lordo reale ha subito una flessione dall'8,1% nel 1969 al 4,9% nel 1970.

Il ritmo dell'inflazione è indicato dall'aumento del deflatore del prodotto nazionale lordo al 7,4% per il 1970 dal 3,5% l'anno prima. Quanto alle componenti, edilizia e consumi pubblici hanno subito incrementi di prezzi, rispettivamente, del 16 e del

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	1968	3,8	3,2	1,9	2,4	- 0,5	10,2	7,2	4,6
	1969	3,3	3,5	4,3	4,8	2,0	16,5	8,9	6,2
	1970	5,8	3,0	10,6	11,0	7,5	15,5	15,4	7,1
Belgio	1968	5,7	4,0	- 2,2	- 1,3	- 4,9	11,8	13,2	3,6
	1969	5,5	7,5	7,1	8,9	1,2	15,6	15,8	6,5
	1970	5,3	5,1	9,8	12,0	3,4	10,9	10,3	5,5
Canada	1968	4,5	3,8	- 0,1	- 2,9	13,5	12,1	9,4	4,9
	1969	5,6	3,2	4,5	2,7	12,1	7,6	11,1	5,1
	1970	2,0	9,6	1,1	4,2	-10,7	9,9	- 0,0	3,3
Danimarca	1968	0,9	4,3	- 0,5	1,9	- 9,5	9,0	4,7	3,7
	1969	8,6	7,8	16,1	14,1	25,0	9,1	14,6	7,7
	1970	5,5	5,4	4,8	.	.	5,4	6,5	3,7
Finlandia	1968	- 0,2	5,9	- 3,6	- 3,9	- 2,7	11,6	- 2,1	2,9
	1969	9,3	5,0	11,1	10,6	12,6	17,6	22,5	9,9
	1970	6,1	6,3	11,7	10,0	17,5	8,3	18,1	7,3
Francia	1968	5,6	5,6	6,6	7,0	5,4	10,3	12,8	4,8
	1969	7,2	3,6	10,1	10,1	10,0	14,9	18,2	7,9
	1970	4,2	2,0	7,3	7,1	7,9	14,1	6,5	5,8
Germania	1968	4,0	0,0	8,0	10,7	- 0,4	13,0	14,6	7,2
	1969	9,0	4,2	12,1	15,7	- 0,2	12,6	16,7	8,1
	1970	7,3	2,9	10,7	12,7	2,8	9,0	16,1	4,9
Giappone	1968	9,5	6,9	22,1	23,2	17,5	22,5	12,8	14,4
	1969	9,5	5,9	17,5	18,2	14,6	20,0	14,4	12,1
	1970	7,9	4,8	14,4	14,7	13,0	16,2	20,9	11,5
Italia	1968	4,7	4,1	7,7	6,6	10,3	15,4	7,5	6,0
	1969	6,3	3,3	8,0	5,1	14,8	13,8	20,6	5,9
	1970	8,0	3,2	3,8	8,4	- 6,1	6,0	17,2	5,1
Norvegia	1968	3,9	4,6	- 9,3	-11,9	8,1	10,9	0,0	4,0
	1969	7,8	6,5	- 3,9	- 5,4	4,0	6,7	5,4	5,5
	1970	2,0	3,8	15,5	17,2	7,8	1,5	13,1	2,9
Paesi Bassi	1968	5,9	1,2	11,6	12,3	8,8	12,3	13,2	6,7
	1969	4,0	1,7	0,6	2,1	- 3,8	15,6	14,5	5,1
	1970	7,5	4,0	7,5	9,0	1,0	12,5	14,5	6,0
Regno Unito	1968	2,3	0,3	5,5	5,7	5,0	10,7	7,9	3,2
	1969	0,4	- 1,0	- 2,7	- 0,8	-10,1	9,8	3,0	1,9
	1970	2,9	1,5	1,4	4,0	- 9,9	4,6	6,0	2,0
Spagna	1968	4,2	4,1	2,7	1,6	8,3	22,1	6,4	5,7
	1969	6,6	2,9	13,9	14,6	10,5	13,8	16,4	7,4
	1970	5,0	3,2	24,1	.	.	24,1	9,8	6,6
Stati Uniti	1968	5,2	6,3	5,1	3,1	13,9	8,6	16,4	4,7
	1969	3,4	0,5	3,4	4,1	0,8	6,1	7,6	2,8
	1970	2,0	- 3,8	- 4,4	- 2,6	-11,7	7,4	3,1	- 0,4
Svezia	1968	4,5	5,7	- 0,3	- 0,7	1,3	8,8	8,7	4,0
	1969	4,5	5,4	3,7	3,7	3,5	12,8	13,9	5,7
	1970	3,5	5,3	0,8	2,5	- 5,0	7,6	10,0	4,4
Svizzera	1968	3,2	0,8	4,3	4,4	3,9	10,8	8,1	4,2
	1969	4,9	4,9	7,8	6,9	11,1	12,9	13,0	5,9
	1970	5,1	4,1	8,8	8,0	11,5	7,4	13,3	4,3

9,6%. I costi dei beni strumentali sono saliti del 6,2% e i prezzi al consumo del 3,8%. Mentre la produttività dell'industria ha ristagnato durante tutto il 1970, i saggi salariali orari sono cresciuti del 18,5%, che ha fatto seguito ad un aumento del 10,7% nell'anno precedente.

In Germania, la politica economica ha finora cercato di debellare l'inflazione, frenando tanto la domanda estera che quella interna. La posizione di bilancio delle autorità pubbliche (esclusi gli enti delle assicurazioni sociali) era stata relativamente restrittiva nel 1969, ma lo è stato in misura minore nel 1970. Compresa la sovrimposta temporanea, il loro avanzo generale di cassa ha subito una variazione di circa DM 7 miliardi, sicché il deficit è ammontato a DM 4,5 miliardi. Per il governo federale, da solo, il saldo del bilancio è passato da un'eccedenza di DM 1,7 miliardi nel 1969 ad un disavanzo di DM 560 milioni, a causa del rallentamento delle entrate tributarie dovuto alla compressione dei profitti. A partire dal mese di luglio la domanda globale ha subito una riduzione, per effetto della modificazione nel sistema delle quote di deduzione per gli investimenti e della sovrimposta temporanea del 10% sulle società e sul reddito personale. I gettiti di queste sovrimposte, che a fine 1970 avevano raggiunto l'importo di DM 2,2 miliardi, sono stati depositati presso la Bundesbank; dovranno essere rimborsati non più tardi del marzo 1973. Inoltre, il governo federale e le autorità dei Länder hanno sterilizzato un totale complessivo di DM 2,5 miliardi in un fondo di riserva anticiclico.

La Bundesbank ha aumentato il costo del credito all'interno del paese, portando, nel marzo 1970, il saggio di sconto al 7,5% e il saggio sulle anticipazioni al 9,5%, ma queste misure hanno dato l'avvio all'afflusso di capitali. Dopo che, in luglio, erano state adottate altre disposizioni di natura fiscale, e dato che i saggi d'interesse all'estero avevano assunto una tendenza al ribasso, la Bundesbank ha ridotto i saggi menzionati di mezzo punto, ma allora gli afflussi avevano già incominciato ad accelerare. Per contribuire a compensare liquidità addizionale, le autorità hanno fatto, in ampia misura, affidamento su incrementi delle riserve minime obbligatorie. Verso la fine dell'anno la Bundesbank si è astenuta dallo sterilizzare tanti fondi come prima e, in novembre e dicembre, ha abbassato il saggio di sconto, in due fasi, al 6%, e quello sulle anticipazioni al 7,5%. Queste manovre, sebbene ancora dirette soprattutto a scoraggiare l'afflusso di capitali, erano considerate compatibili con il lieve miglioramento delle pressioni esercitate dalla domanda. Tuttavia, la divergenza fra condizioni monetarie interne ed estere ha continuato a stimolare i prenditori di prestiti tedeschi ad aggirare la politica restrittiva della Bundesbank contraendo debiti all'estero. Non soltanto le esportazioni di capitali a lungo termine si sono ridotte da DM 22,9 miliardi nel 1969 a DM 4,4 miliardi nel 1970, ma gli afflussi di fondi a breve, comprese le partite non registrate, sono ammontati a DM 23,9 miliardi, cioè ad un importo di poco superiore all'incremento che le riserve valutarie hanno realizzato nel 1970.

Durante i primi mesi del 1970 la domanda globale ha cessato di ridursi. Un inverno eccezionalmente mite, il ripristino, in febbraio, delle aliquote degressive per le deduzioni relative agli investimenti, l'espansione della spesa pubblica e dei consumi privati, sono tutti fattori che hanno contribuito ad una certa ripresa dell'attività economica. Le condizioni monetarie, sebbene abbiano continuato a migliorare di alquanto, sono tuttavia rimaste più tese che all'estero e il ritmo degli afflussi di valute si è andato accelerando, nonostante che il 1° aprile il saggio di sconto sia stato ridotto

dal 6 al 5%. Poiché le esportazioni stavano di nuovo espandendosi, non sembrava possibile che il livello previsto per la domanda globale fosse tale da aiutare a combattere l'inflazione dei costi. Nel primo trimestre del 1971 l'aumento dei costi unitari di lavoro è stato di circa il 10% rispetto all'anno prima. In aprile, i prezzi ingrosso e al consumo erano, rispettivamente, del 5,2 e 4,9% più alti che l'anno prima.

Data questa situazione, verso la fine di aprile le autorità hanno preso in esame nuove misure di stabilizzazione. Siccome le misure contemplate non sono state tenute segrete, la Germania è stata inondata da fondi esteri di natura speculativa, e ciò ha indotto le autorità, il 10 maggio, a consentire al DM di fluttuare all'insù. Per sostenere questa manovra è stato emanato il divieto di corrispondere interessi su depositi detenuti da non residenti; questi ultimi non potevano inoltre acquistare determinati strumenti del mercato monetario. Sono state previste una riduzione della spesa federale e la sterilizzazione di fondi pubblici presso la Bundesbank. Fino a quando il DM si manterrà al disopra del suo precedente livello, ciò dovrebbe contribuire a rallentare l'attività economica, sia, direttamente, attraverso il suo effetto sulla domanda estera netta, sia, indirettamente, consentendo una politica monetaria più autonoma.

Regno Unito.

Negli ultimi diciotto mesi il Regno Unito si è dibattuto nella stretta di una forte spirale inflazionistica, avviata e sostenuta dalla forza di contrattazione dei sindacati dei lavoratori. Quando, nell'autunno del 1969, ebbe inizio il movimento ascendente dei prezzi, non vi era alcuna pressione dal lato della domanda. All'interno del paese la spesa era rigidamente tenuta sotto controllo con misure fiscali e monetarie; e, sebbene le esportazioni fossero cresciute notevolmente, portando in attivo la bilancia dei pagamenti, nella seconda metà del 1969 il prodotto reale superò soltanto dell'1,8% quello di un anno prima. I posti di lavoro vacanti erano diminuiti e la disoccupazione stava crescendo.

Date queste circostanze, l'esplosione delle richieste di aumenti salariali ha rispecchiato, in parte, l'insoddisfazione per il modesto incremento dei salari reali rispetto all'anno precedente, quando le risorse erano state indirizzate a migliorare l'andamento della bilancia dei pagamenti. Ciò va in parte attribuito anche al malcontento, di più vecchia data, dovuto a tre anni di politica dei redditi, nonché al fatto che lo stesso venir meno di una tale politica rese possibile, se pure non ebbe a stimolare positivamente, richieste più ampie di aumenti. Verso la fine del 1969 furono concessi in parecchi casi aumenti salariali notevolmente superiori a quanto previsto dalle norme indicative; e nei primi mesi del 1970, fra ondate di scioperi, incrementi del 10-15% sono divenuti comuni, in contrasto con una media del 5-5,5% all'anno nel quinquennio precedente.

Anche a prescindere dalle imminenti elezioni generali, il clima che si era andato creando non era tale da consentire alle autorità di introdurre nuove ed efficaci restrizioni sui salari. Tuttavia, il bilancio pubblico, presentato in aprile, prevedeva soltanto una moderata attenuazione della politica fiscale e monetaria restrittiva, perché l'aumento dei salari, da solo, era già considerato un importante fattore di espansione della domanda futura. I conti del governo avrebbero dovuto rimanere globalmente in attivo e, nell'anno finanziario 1970-71, il credito interno non avrebbe dovuto

espandersi in misura superiore a £ 900 milioni. Ciononostante, si riteneva che dal primo semestre del 1970 a quello del 1971 la spesa totale sarebbe cresciuta del 4% in termini reali. Tenuto conto di una modesta accelerazione delle importazioni, era stato previsto un incremento del prodotto nazionale lordo del 3,5%, congiuntamente ad un persistente e notevole saldo attivo della bilancia dei pagamenti.

Dopo le elezioni generali, avvenute in giugno, il governo conservatore confermò le misure monetarie e fiscali restrittive, annunciando in pari tempo la sua intenzione di intraprendere riforme di più ampio respiro, soprattutto in materia di spesa pubblica, imposizione e relazioni industriali. Le direttive per il credito bancario, emanate al momento della presentazione del bilancio, stabilivano che durante l'anno finanziario il credito al settore privato concesso dalle banche affiliate alla stanza di compensazione (escluso quello alle esportazioni ed ai cantieri navali) avrebbe potuto, nell'ambito del prestabilito saggio a medio termine, espandersi gradatamente di non più del 5% durante l'anno finanziario. A metà luglio, già si era vicini al 4%, parte a causa del modesto ricorso dell'industria al mercato dei capitali a lungo termine e parte in conseguenza di un'espansione vivace dei prestiti personali. Le banche sono state pertanto invitate con urgenza a limitare la loro attività creditizia. Sebbene depositi obbligatori sulle importazioni siano stati ridotti dal 30 al 20% in settembre, ed aboliti del tutto in dicembre, verso la fine di ottobre, al fine di mantenere la stretta creditizia, le banche sono state di nuovo invitate ad effettuare depositi speciali. Contemporaneamente sono state annunciate riduzioni delle imposte sulle società e sul reddito, con decorrenza da gennaio e aprile 1971, ma esse avrebbero dovuto venire compensate integralmente con economie effettuate nella spesa pubblica, ivi compresi indennità di disoccupazione e di malattia, programmi di sostegno per l'agricoltura e l'industria e spese in conto capitali delle industrie nazionalizzate.

Per quanto riguarda il problema dei salari, all'inizio il nuovo governo dichiarò che non si sarebbe servito di una politica dei redditi di carattere cogente e procedette all'abolizione delle misure istituzionali ereditate dal suo predecessore. La facoltà di imporre un blocco trimestrale sugli aumenti di prezzi e salari fu lasciata scadere e il Comitato nazionale dei prezzi e dei redditi venne liquidato.

Grande importanza fu, tuttavia, attribuita ad un'approfondita riforma giuridica del sistema delle relazioni industriali e delle contrattazioni salariali collettive. Precedentemente, in Gran Bretagna, le disposizioni in materia facevano parte della legge sulle controversie commerciali del 1906, le quali, mentre scaricavano i sindacati di ogni responsabilità civile, consacrarono fondamentalmente il principio che le relazioni industriali non avevano nulla a che vedere con la legge. Il nuovo progetto di legge sulle relazioni industriali e quello del governo laburista differiscono su alcune grandi questioni di dettaglio. Vi è invece un'ampia convergenza di opinioni sulla necessità di una nuova soluzione. Entrambi i progetti hanno attinto, in ampia misura, al Rapporto della Commissione Donovan concernente "Sindacati dei lavoratori e Associazioni dei datori di lavoro" e tendono ad alleviare i caratteristici problemi britannici degli scioperi illegali, delle controversie di demarcazione e della continua scalata nelle richieste di miglioramenti salariali, conferendo forza giuridica ai contratti collettivi e in altri modi. In confronto con le leggi di altri paesi, l'attuale progetto non è di ampia portata, ma se integralmente posto in vigore rappresenterà un notevole passo avanti.

Durante l'autunno del 1970 e i primi mesi del 1971 è divenuto sempre più chiaro che la strategia del controllo restrittivo sulla domanda, abbinata ad un certo atteggiamento di indifferenza verso i negoziati salariali del settore privato, non riusciva a rallentare la spirale inflazionistica. Nonostante il notevole grado di decelerazione dell'attività economica, ben presto nel 1970 i guadagni superavano del 14% il livello dell'anno prima. In novembre, uno sciopero di sei settimane da parte dei lavoratori manuali delle autorità locali è terminato con la concessione ad opera di un comitato d'inchiesta di un aumento salariale del 15%. Questo fatto ha mutato l'atteggiamento del governo, il quale ha cominciato a sottolineare quanto sia importante resistere alle esorbitanti richieste di miglioramenti salariali e conseguire un graduale ridimensionamento dell'entità degli incrementi. In dicembre, le autorità hanno respinto le richieste di cospicui aumenti presentate dai lavoratori del settore dell'elettricità e, in marzo, da quelli delle poste; in entrambe le occasioni lo sciopero è stato prima proclamato e poi revocato in favore di un'indagine ufficiale che, in entrambi i casi, ha condotto ad un aumento del 9%. Nel settore privato, tuttavia, si sono avute parecchie trattative importanti, che hanno comportato incrementi di salario nell'ordine del 16-17%. La Compagnia Ford Motor è stata persino obbligata a concedere un aumento del 16% per due anni consecutivi. Dato che la Compagnia era preoccupata per la propria posizione concorrenziale, questo caso dimostra quanto sia difficile per un'industria privata resistere con esito favorevole ad uno sciopero senza aiuto attivo dal governo sotto forma di una politica dei redditi e forse in altri modi.

Un altro aspetto negativo della situazione fu che l'espansione del prodotto nazionale prevista al momento della compilazione del bilancio del 1970 non si materializzò. Tutte le principali componenti della spesa, con l'eccezione dell'accumulazione di scorte, sono state inferiori alle aspettative. Gli investimenti fissi globali sono cresciuti assai di poco e l'attività edilizia residenziale, sotto l'influenza delle restrizioni fiscali e monetarie, è in effetti diminuita dell'8% in termini reali tra il secondo semestre del 1969 e quello corrispondente del 1970. Negli stessi dodici mesi, le esportazioni di beni e servizi hanno subito soltanto un incremento dello 0,5% in volume, mentre le importazioni, in parte rispecchiando l'elevato livello dell'accumulazione di scorte verificatesi nella seconda metà del 1970, hanno presentato una cospicua espansione del 7,7%. I consumi pubblici hanno subito un modesto aumento e quelli privati hanno registrato un incremento del 3,3% contro il 4% previsto, soprattutto perchè il rapporto del risparmio personale è migliorato per il secondo anno consecutivo rispetto al basso livello toccato nel 1967-68. In complesso, il prodotto nazionale lordo è cresciuto soltanto dell'1,8% e il margine delle risorse non utilizzate nell'economia si è andato allargando. Questa tendenza si è protratta nel primo trimestre del 1971; gli investimenti nell'industria hanno presentato sintomi di debolezza e i fallimenti della "Rolls-Royce" e della "Vehicle and General Assurance" non hanno fatto altro che aumentare l'incertezza della situazione economica. In aprile, i disoccupati iscritti hanno raggiunto il numero di 800.000, pari al 3,3% delle forze lavorative, e i posti vacanti sono scesi a meno di 200.000.

L'andamento sfavorevole per quanto riguarda i volumi delle esportazioni e importazioni non ha provocato un corrispondente deterioramento nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e ciò perchè le ragioni di scambio del Regno Unito sono migliorate di non meno del 7% dal maggio 1970 al gennaio 1971, essendo i

prezzi all'importazione rimasti stabili dopo il primo trimestre del 1970, mentre è andato accelerando l'aumento di quelli all'esportazione. Sebbene la migliorata posizione competitiva, a datare dalla svalutazione del 1967, avesse lasciato un certo margine per un movimento di questo genere, il suo protrarsi avrebbe inevitabilmente fatto riemergere la vecchia debolezza di fondo della bilancia dei pagamenti. Per il 1970, l'avanzo delle partite correnti è ammontato a £631 milioni (contro £437 milioni nel 1969) e nel primo trimestre del 1971 si stava ancora mantenendo ad un saggio annuo vicino a £400 milioni.

In aggiunta a tutto ciò si è verificato un massiccio afflusso netto di fondi, dovuto, in parte, ai saldi attivi accumulati nelle bilance dei pagamenti dei paesi appartenenti al resto dell'area della sterlina e, in parte, al divario esistente nei saggi d'interesse e nella disponibilità di credito fra il Regno Unito e gli Stati Uniti. Nel Regno Unito, da settembre a marzo, il credito in sterline concesso al settore privato dalle banche affiliate alla stanza di compensazione non soltanto ha cessato di espandersi, ma si è effettivamente ridotto di alquanto, dato che le società britanniche hanno fatto ricorso a crediti in valute estere. In gennaio, le autorità hanno emanato il divieto di contrarre prestiti in valuta estera, per utilizzo all'interno, di durata inferiore a cinque anni, nonché di ricevere crediti in sterline da residenti in paesi non appartenenti all'area di questa moneta. Con tali misure si voleva sia rafforzare la stretta creditizia, sia ridurre l'elemento instabile compreso nell'espansione delle riserve valutarie ufficiali. L'afflusso di fondi è tuttavia continuato con ritmo assai rapido, a causa dei crediti in euro-divise autorizzati precedentemente e, anche, perchè i non residenti hanno acquistato obbligazioni britanniche in previsione di una riduzione dei saggi d'interesse. Quando poi queste previsioni si sono andate consolidando, tanto all'interno del paese che all'estero, le autorità hanno potuto vendere quantità assai notevoli di titoli di prim'ordine con piccoli spostamenti nei prezzi.

In complesso, dal dicembre 1969 al marzo 1971 il saldo attivo della bilancia dei pagamenti ha consentito il rimborso di debiti esteri ufficiali per quasi £2 miliardi; rimangono ancora da rimborsare prelievi effettuati presso il FMI per £683 milioni.

Dato l'andamento favorevole della bilancia dei pagamenti e la notevole sottoccupazione nell'economia, le autorità hanno deciso di attenuare alquanto il controllo sulla domanda come mezzo per arrestare la spinta dei salari. Il bilancio pubblico per l'anno finanziario 1971-72 mira a imprimere un certo stimolo alla produzione ed a provocare il ritorno della fiducia nell'economia. Insieme alle riduzioni delle aliquote tributarie annunciate precedentemente, sono stati aumentati alcuni sgravi fiscali per le persone fisiche, l'imposta sulle società è stata diminuita di un ulteriore 2,5%, scendendo al 40%, e con decorrenza da luglio sono state dimezzate le aliquote dell'imposta selettiva sul livello dell'occupazione. In seguito a queste variazioni e alle correzioni rese necessarie dalle ripercussioni che lo sciopero postale ha avuto sulla distribuzione nel tempo delle entrate tributarie, si prevede che il saldo finanziario globale del governo passerà da un avanzo di £300 milioni nel 1970-71 ad un deficit di quasi £900 milioni nel 1971-72.

Anche le direttive per il credito bancario sono state alquanto attenuate. Tuttavia, la riduzione del saggio ufficiale di sconto di un punto, al 6%, decisa due giorni dopo la presentazione del bilancio, non aveva lo scopo di attenuare ulteriormente la politica

monetaria, ma, piuttosto, di contenere l'afflusso di fondi come la misura analoga adottata dalla Bundesbank.

Dal primo semestre 1971 a quello corrispondente del 1972 la spesa finale dovrebbe crescere del 4%, in termini reali, conseguenza dello stimolo prodotto dalle nuove misure. Si ritiene che l'espansione della spesa per i consumi ammonterà al 5,3%, che gli investimenti privati varieranno di poco e che le spese del settore pubblico per beni e servizi aumenteranno del 2%. Poichè si prevede che le importazioni si dilateranno più rapidamente della spesa finale, si calcola che il prodotto nazionale lordo subirà un incremento di poco più del 3%. Un simile saggio non comporterebbe una riduzione del margine di capacità non utilizzata dell'economia. Difatti, il governo ha dichiarato che se la spirale salari/prezzi non s'interromperà, è probabile che il livello di disoccupazione aumenti ulteriormente.

Francia.

L'allineamento delle parità del franco e del DM e le misure di stabilizzazione interna adottate nel 1969 hanno contribuito prontamente e decisamente a ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e a contenere le pressioni derivanti dalla domanda interna. All'inizio dello scorso anno il principale obiettivo è consistito nel consolidare questi miglioramenti e nel rallentare gli aumenti dei salari e dei prezzi.

Nella prima metà del 1970 le esportazioni hanno continuato a progredire rapidamente, aiutate dal fatto che produzione e prezzi erano in fase di espansione nei mercati dei paesi CEE. Gli investimenti privati, sebbene siano cresciuti meno che nel 1969, sono stati ancora elevati, stimolati dai cospicui incrementi dei costi per salari registrati dal 1968 e dalle continue pressioni sulla capacità produttiva. Inoltre, l'effetto delle restrizioni creditizie sembra essere stato mitigato dai crediti ricevuti dall'estero, nonché dai finanziamenti che le società si sono scambiati reciprocamente. La spesa pubblica è stata tenuta peraltro sotto controllo e, in seguito al rallentamento dei consumi privati, la domanda globale si è ridotta.

La lunga pausa nei consumi è stata alquanto inattesa, dato che i miglioramenti salariali, ad un saggio di oltre il 10% su base annuale, hanno gonfiato i redditi personali. Ma le restrizioni fiscali e creditizie sono state severe, l'attività economica è andata rallentando e l'anno prima si era avuto un "boom" della spesa. Può darsi vi abbiano pure contribuito incentivi più adeguati per stimolare il risparmio e, soprattutto, il mantenimento di alti saggi d'interesse sui depositi.

Considerato questo stato di cose, i controlli sul credito sono stati modificati con cautela. Da febbraio ad ottobre le restrizioni imposte sulle vendite rateali sono state liberalizzate selettivamente per gradi. Le limitazioni quantitative sul credito sono state attenuate nella primavera, dapprima per i crediti all'esportazione e poi per quelli a medio termine destinati agli investimenti. In giugno sono state abolite le restrizioni sulla maggior parte dei crediti a medio termine riscontabili concessi per l'acquisto di attrezzature e in ottobre quelle in vigore per tutte le altre categorie di crediti.

In considerazione delle persistenti pressioni derivanti da salari e prezzi, le autorità hanno tuttavia cercato di evitare forti riduzioni nei saggi d'interesse interni, non-

chè di limitare l'effetto sulla liquidità bancaria dei fondi a breve e a lungo termine affluiti nella primavera e nell'estate, aumentando, in primo luogo, il coefficiente degli averi minimi delle banche in carta a medio termine e, poi, le percentuali delle riserve obbligatorie. Il coefficiente applicabile ai saldi in dollari che le banche sono tenute a depositare presso la Banca di Francia, coefficiente introdotto all'inizio del 1969, è stato portato dal 100 al 50% della posizione creditoria netta di ciascuna banca in valute estere rispetto a non residenti; l'obbligo di deposito è stato abolito in luglio. In luglio, gli afflussi si sono ridotti, in seguito alle modificazioni apportate al controllo valutario, in base alle quali veniva limitata la possibilità, per le imprese nazionali, di fare ricorso all'estero per crediti a breve. Quando i saggi d'interesse all'estero sono diminuiti ulteriormente, la Banca di Francia ha abbassato il saggio di sconto dall'8 al 6,5%, in tre fasi e, precisamente, in agosto e ottobre 1970 e nel gennaio 1971.

Nel corso dell'anno la politica di bilancio ha continuato ad essere piuttosto restrittiva. Nell'estate, il governo ha rilasciato la prima di una serie di autorizzazioni concernenti progetti d'investimento rimasti bloccati durante il 1969 e l'inizio del 1970, ma ha avuto cura di mantenere in pareggio il bilancio 1970. Il bilancio pubblico per il 1971 è stato pure presentato in pareggio, sebbene ora sembri probabile che esso registrerà un modesto deficit.

Dopo la svalutazione, le esportazioni hanno dapprima subito una forte espansione in presenza di capacità produttiva insufficiente e di attività economica crescente all'estero. I prezzi in valute estere delle esportazioni francesi sono diminuiti assai poco e la loro redditività è notevolmente cresciuta. L'espansione delle esportazioni è peraltro rallentata nell'estate, in seguito, soprattutto, agli sviluppi ciclici all'estero. Il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti che, nel 1969, aveva superato \$ 2 miliardi, è stato eliminato, ma il saldo attivo realizzato lo scorso anno è stato modesto, rispecchiando anche una ripresa delle importazioni, dovuta principalmente alla ricostituzione delle scorte. I risultati degli scambi con l'estero per l'inizio del 1971 sono tuttavia ancora soddisfacenti e la posizione di fondo sembra sana. I controlli valutari sono stati attenuati in modo selettivo, specialmente quelli sugli investimenti esteri delle imprese francesi e sui viaggi all'estero.

A partire dall'autunno i consumi privati si sono alquanto accelerati con una ripresa delle spese per beni durevoli, ma la domanda globale è tuttavia cresciuta in misura modesta. Verso la fine del 1970 e all'inizio del 1971 le pressioni sulle risorse sono notevolmente diminuite, ma, dopo molti mesi di deterioramento, il livello dell'occupazione è di recente leggermente migliorato e in alcuni settori dell'industria si è lamentata una notevole scarsità di mano d'opera qualificata.

Il ritmo degli aumenti dei prezzi e dei salari ha reagito piuttosto lentamente alla minore tensione nelle condizioni della domanda. Nel primo trimestre del 1971 i saggi dei salari orari hanno subito un incremento di circa il 3%, passando ad oltre il 10% per il periodo di dodici mesi. Gli accordi salariali, intervenuti in settori chiave dell'amministrazione pubblica all'inizio del 1971, prevedono aumenti relativamente modesti, ma hanno introdotto le clausole del costo della vita e dell'adeguamento alla produttività. Nello scorso anno, il processo di adattamento alla svalutazione e l'andamento dei prezzi all'estero hanno generalmente reso più difficile il compito di dare stabilità ai prezzi, mentre i problemi di struttura e la persistenza della domanda in

eccesso in alcuni settori hanno contribuito ad alimentare l'inflazione. Gli aumenti dei prezzi sono tuttora soggetti al controllo del governo e sono state impiegate riduzioni selettive nell'imposta sul valore aggiunto allo scopo di contenere il movimento ascendente dei prezzi al consumo.

Nella primavera del 1971 la politica economica stava ancora perseguendo lo scopo di evitare un risveglio troppo vivace della domanda interna. La Banca di Francia ha contribuito a limitare l'afflusso di fondi, intervenendo sul mercato monetario con saggi inferiori al saggio di sconto ed in linea con i saggi dell'eurodollaro. In aprile sono state introdotte riserve obbligatorie sugli incrementi del credito in essere; esse sono state aumentate in maggio. Le percentuali delle riserve relative ai depositi interni ed esteri sono pure state alzate e il saggio di sconto è stato portato al 6,75 %.

Italia.

All'inizio del 1970 l'economia italiana si è trovata di fronte a tre grossi problemi: contenere la spirale salari/prezzi, riaggiustare la bilancia dei pagamenti, imprimendole un andamento sostenibile, nonché dare nuovo slancio alla produzione e produttività dopo le gravi perdite registrate dalla produzione stessa nella seconda metà del 1969 in seguito agli scioperi dell' "autunno caldo".

Nel primo trimestre, il ritmo crescente dell'inflazione ed il deterioramento del saldo complessivo della bilancia dei pagamenti sembravano indicare che queste erano le difficoltà più serie cui si sarebbe dovuto far fronte nel corso dell'anno, mentre l'attività industriale mostrava buoni sintomi di ripresa, essendo salita a nuovi livelli senza precedenti. Inizialmente, la politica monetaria fu pertanto moderatamente restrittiva, mentre vennero adottate adeguate misure tanto per evitare l'uscita di capitali, quanto per incoraggiare il ricorso all'estero per credito.

Tuttavia, a partire dalla primavera la situazione ha cominciato a cambiare. Da una parte, la produzione industriale ha cessato di espandersi per rimanere praticamente stazionaria per il resto dell'anno. Dall'altra, è andato esaurendosi il moto accelerato con cui i prezzi aumentavano ed è stato conseguito un andamento più favorevole della bilancia dei pagamenti, nel senso che un minore avanzo delle partite correnti è stato accompagnato da un sensibile miglioramento del saldo dei flussi di capitali, in ampia misura indotto da provvedimenti di politica economica.

Da principio, il ristagno della produzione non era dovuto alla scarsa vivacità della domanda globale, ma ad una reattività estremamente debole da parte dell'economia e, più specificamente, ad un sensibile rallentamento nell'aumento della produttività. Poiché l'incremento dei prezzi alla produzione era stato abbastanza contenuto, gli elevatissimi miglioramenti salariali - in giugno i saggi dei salari orari superavano di quasi il 21 % il livello dell'anno precedente - ed i cospicui aumenti nei costi delle materie prime sono stati assorbiti dalle imprese che hanno accettato margini di profitto più modesti. Ciò ha implicato una ridotta capacità di autofinanziamento e il ridimensionamento su scala minore dei programmi d'investimento; quest'ultimo è in parte da attribuire anche alle limitate disponibilità e agli alti costi del finanziamento esterno. In questo stato di cose, sebbene la politica monetaria restrittiva adottata avesse probabilmente avuto un notevole effetto sulla bilancia dei pagamenti e sull'evo-

luzione di prezzi e salari, è diventato chiaro che s'imponesse un intervento più articolato da parte delle autorità, non da ultimo per il fatto che il disavanzo del settore pubblico minacciava di assumere proporzioni insostenibili. L'inatteso rallentamento nel ritmo di espansione aveva incominciato a provocare riduzioni delle entrate tributarie, mentre il già elevato livello della spesa avrebbe dovuto essere dilatato per finanziare le riforme strutturali di determinati settori chiave.

Alla fine di agosto, sono state introdotte misure fiscali, consistenti soprattutto in aumenti di imposte indirette e dei contributi per la previdenza sociale. Questi provvedimenti fiscali che avrebbero dovuto dare un gettito globale pari a circa l'1% del prodotto nazionale lordo, miravano ad influire sulla ripartizione della spesa globale, cioè a limitare i consumi privati ed a fare posto alle spese destinate a consumi sociali. Nello stesso tempo si è proceduto a rendere meno restrittiva la politica monetaria, una manovra giustificata anche da ragioni esterne. Dopo una breve ondata di speculazione sulla lira in luglio, che ha spinto la sua quotazione a pronti al punto inferiore di intervento e dato vita ad uno sconto a termine del 17% (su base annuale) nei confronti del dollaro, la bilancia dei pagamenti ha continuato a migliorare in seguito a massicci afflussi di capitali. Così, con i saggi d'interesse in fase discendente sui mercati finanziari internazionali, è stato possibile lasciare che i saggi interni si riducessero gradualmente, pur mantenendo uno scarto atto a stimolare gli afflussi ed a scoraggiare le uscite di fondi.

Alla fine del terzo trimestre ci si attendeva, in linea generale, una notevole accelerazione nel ritmo dell'attività economica con conseguenti aumenti della produttività. In settembre, le fonti d'informazione ufficiali prevedevano ancora un'espansione globale per il 1970 di quasi il 7% nel prodotto nazionale lordo reale. Occorre rilevare che già questo risultato sarebbe stato soltanto moderatamente soddisfacente, essendo basato su un confronto con il 1969, anno in cui l'economia dovette sopportare perdite nella produzione stimate, in termini reali, al 2% del prodotto nazionale lordo. Tuttavia, i dati per l'ultimo trimestre e, quindi, per l'anno in complesso, sono stati inferiori alle previsioni. Il ritmo delle spese destinate agli investimenti non ha manifestato miglioramento e la produzione industriale, dopo essersi all'inizio dell'anno ripresa dagli scioperi, è praticamente rimasta allo stesso livello. In particolare, l'espansione del prodotto nazionale lordo è stata soltanto del 5,1% in termini reali. Nei primi mesi del 1971 la produzione industriale si è in effetti contratta e in marzo è stata di circa il 3% al disotto del livello toccato l'anno prima.

Due importanti fattori sembrano aver ostacolato l'incremento della produzione e della produttività a partire dal primo trimestre del 1970. Le difficoltà dovute al fattore lavoro occupano il primo posto. Da una parte, scioperi intermittenti, agitazioni generali e assenteismo hanno rappresentato una caratteristica tipica degli eventi economici verificatisi nel 1970 e nei primi mesi del 1971; dall'altra, la riduzione delle ore lavorative e la pratica eliminazione del lavoro straordinario a partire dalla fine degli scioperi del 1969 hanno notevolmente diminuito il potenziale produttivo a breve dell'economia. Il secondo elemento è dato dal fatto che dalla fine del 1970 la situazione si è gradualmente evoluta verso un rallentamento della domanda globale, in cui la spesa per i consumi e, soprattutto, gli investimenti produttivi hanno perduto di slancio e l'edilizia residenziale ha continuato nella sua fase recessiva.

E' appena il caso di dire che occorre migliorare le relazioni con le forze lavorative, stimolare l'espansione della produzione e della produttività, nonchè quella delle spese in conto capitali. Difatti, soltanto se l'economia riprenderà a progredire in modo soddisfacente sarà possibile effettuare il costoso programma di riforme sociali che costituisce l'impegno del governo.

Giappone.

Dopo aver registrato un saggio medio di espansione reale del 12,5 % per il quadriennio 1966-69, l'economia giapponese è finalmente entrata in crisi - stile giapponese - nell'ultimo trimestre del 1970. Il saggio d'incremento è sceso all'8,3 %! Ciò non di meno, per l'anno in complesso l'economia ha progredito di oltre l'11,5 %.

Nell'autunno del 1969 erano state adottate misure monetarie restrittive per smorzare l'economia surriscaldata, ma per altri sei mesi il "boom" ha proseguito con impeto immutato. Dalla primavera del 1970 gli effetti delle misure hanno tuttavia incominciato a farsi sentire e, nell'autunno, sono stati notati sintomi evidenti di rallentamento dell'attività economica. Gli investimenti in impianti e attrezzature si sono ridotti e le vendite di alcuni beni di consumo durevole, soprattutto automobili e apparecchi elettrodomestici, sono diminuite. La produzione industriale che fino a luglio era aumentata con il ritmo di quasi il 18 %, su base annuale, non ha presentato alcun progresso per il resto dell'anno e, nel quarto trimestre, è effettivamente diminuita.

Sebbene, per il 1970 in complesso, la maggior parte delle fonti di domanda sia stata più debole dell'anno precedente, le esportazioni e le spese per impianti e attrezzature hanno continuato a imprimere un forte impulso espansionistico; entrambi questi elementi sono cresciuti, in termini reali, di circa il 15 % contro il 20 % l'anno prima. Anche l'edilizia residenziale ha conseguito un incremento del 13 %, pochissimo meno che nell'anno precedente, mentre l'espansione dei consumi privati si è ridotta all'8 % rispetto al 10 % del 1969. Le scorte sono cresciute notevolmente, rispecchiando il rallentamento delle vendite di prodotti finiti nella seconda metà dell'anno.

Nel 1970 sono stati compiuti scarsi progressi nel contenere la spirale inflazionistica di prezzi e salari che si era avviata l'anno prima. Vero è che l'aumento dei prezzi ingrosso si è esaurito, ma nessuna tendenza analoga ha potuto essere riscontrata nell'andamento dei prezzi al consumo. Alla fine del 1970 essi superavano dell'8 % il livello dell'anno prima. I salari, che nel 1969 erano cresciuti del 16,5 %, nel 1970 sono saliti del 17,5 %. Nell'ultimo trimestre si sono, tuttavia, notati sintomi di rallentamento nel loro saggio d'incremento, e può darsi che nei primi mesi del corrente anno questa tendenza abbia incominciato a contenere l'aumento dei prezzi al consumo.

Visto che la decelerazione dell'attività economica era più forte di quanto ci si aspettava, nell'autunno del 1970 le autorità hanno adottato energiche misure per migliorare la situazione monetaria. Il limite massimo all'espansione del credito da parte delle grandi banche, che era gradualmente aumentato durante l'anno, ha subito un ulteriore incremento nell'ultimo trimestre e all'inizio del 1971 è stato abolito; il saggio di sconto è stato ridotto due volte, per mezzo punto complessivamente, e la politica della spesa pubblica è stata improntata a maggiore flessibilità, grazie ad emissioni addizionali di obbligazioni, per neutralizzare, se del caso, qualsiasi persistente tendenza

recessiva. Il bilancio pubblico per l'anno finanziario 1971-72, sebbene fondamentalemente neutrale, prevede un incremento del 18,5 % nelle spese generali contro un aumento, stimato del 15 %, nel prodotto nazionale lordo nominale.

In un anno di attività economica decrescente una delle preoccupazioni delle autorità è stata quella di impedire un'espansione del già cospicuo saldo attivo della bilancia dei pagamenti. E difatti, esso è sceso da \$ 2,3 miliardi nel 1969 a \$ 1,4 miliardi lo scorso anno. La variazione più importante ha avuto luogo nel conto capitali a lungo termine: un deflusso netto di soltanto \$ 0,2 miliardi nel 1969 è salito, con l'aiuto di misure ufficiali, a \$ 1,6 miliardi lo scorso anno. Le partite correnti, il cui andamento era effettivamente migliorato durante il "boom" inflazionistico del 1969, sono rimaste ampiamente in attivo durante il 1970, manifestando una tendenza ascendente quando la pressione della domanda interna si è attenuata. Nonostante le misure prese per smorzare le esportazioni e stimolare le importazioni, l'avanzo commerciale è passato da \$ 3,7 miliardi ad oltre \$ 4 miliardi. Le esportazioni, dopo essere cresciute del 23 % nel 1969, sono aumentate di un ulteriore 21 % nel 1970, mentre le importazioni, che nel 1969 si erano dilatate del 17 %, hanno subito un incremento del 25 % lo scorso anno. Tuttavia, in seguito alla flessione nell'attività economica interna durante il secondo semestre dell'anno, il saggio d'espansione delle importazioni è notevolmente rallentato, mentre quello delle esportazioni è andato accelerando.

Le riserve ufficiali, che nel 1969 erano aumentate di \$ 0,8 miliardi, lo scorso anno sono cresciute di \$ 1 miliardo e, includendo la prima assegnazione di DSP, alla fine dell'anno avevano raggiunto il livello di \$ 4,8 miliardi. Esse sarebbero state ancora più cospicue, se la Banca del Giappone, a metà dell'anno, non avesse incoraggiato il rimborso di crediti esteri, concedendo prestiti in yen alle banche a saggi favorevoli. Con i saggi d'interesse all'estero e sul mercato dell'eurodollaro in fase discendente, la posizione netta delle banche sull'estero, che nel 1969 era migliorata di \$ 1,5 miliardi, è aumentata soltanto di ulteriori \$ 0,4 miliardi nel 1970.

Si spera che l'abolizione delle restrizioni creditizie dall'inizio del 1971 stimoli l'economia ad assumere un ritmo di espansione più rapido. Nel primo trimestre del corrente anno si sono notati peraltro scarsi segni di ripresa. I prestiti bancari sono andati accelerando, mentre le esportazioni hanno continuato ad aumentare. Ma una brusca caduta di quasi il 25 % nelle nuove ordinazioni per macchinari, verificatasi nell'ultimo trimestre del 1970, non lascia intravedere alcuna rapida ripresa degli investimenti in attrezzature da parte delle imprese; questo andamento è confermato dalle indagini circa le intenzioni degli imprenditori relative agli investimenti, soprattutto nel campo dei veicoli a motore, macchinari elettrici e industrie metallurgiche. Un indebito ritardo nella reazione dell'economia alle misure espansionistiche finora adottate accrescerebbe ulteriormente il già cospicuo avanzo delle partite correnti; ma, in tal caso, le autorità prenderanno probabilmente altre misure per stimolare l'economia. Grazie ai controlli valutari e al fermo atteggiamento delle autorità, contrarie alla rivalutazione, il Giappone non ha registrato apprezzabili afflussi di fondi di natura speculativa.

Canada.

All'inizio del 1970, nonostante un certo rallentamento nel ritmo dell'inflazione, le autorità canadesi stavano ancora seguendo con priorità assoluta una politica diretta

a contenere la spirale prezzi/salari. Tuttavia, dato che la disoccupazione cresceva rapidamente, le misure restrittive di politica monetaria e fiscale sono state gradualmente attenuate, dapprima per impedire che si verificasse una vera e propria recessione, ma, successivamente, quando il controllo sulla situazione dei prezzi è andato notevolmente migliorando, per adeguare nuovamente l'espansione dell'economia al suo potenziale produttivo.

Verso la fine del primo trimestre del 1970 la politica monetaria è stata gradualmente resa meno restrittiva e, a partire da aprile, gli aggregati monetari hanno incominciato a registrare saggi d'incremento assai più elevati. Tuttavia, a causa di una domanda globale per fondi relativamente debole, i saggi d'interesse avevano già preso a flettersi in gennaio, e il movimento in discesa è poi continuato a tutto il primo trimestre del 1971. Nonostante il loro ribasso, durante il primo trimestre del 1970 i saggi canadesi a breve sono rimasti superiori ai corrispondenti saggi SU, contenendo le uscite di capitali a breve. Contemporaneamente un cospicuo volume di nuove emissioni obbligazionarie all'estero ha fatto crescere ulteriormente il già imponente afflusso di capitali a lungo termine. In pari tempo, e alquanto inaspettatamente, le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato un notevole miglioramento. Il dollaro canadese si è avvicinato al punto superiore di intervento e le autorità hanno dovuto procedere a cospicui acquisti di valute estere. Questo movimento si è protratto nel secondo trimestre, quando si sono verificati imponenti afflussi di capitali a breve e il saldo delle partite correnti si è ulteriormente consolidato. La conseguente espansione delle riserve ha creato seri problemi per il governo della moneta all'interno del paese, perchè si riteneva che essa comportasse un incremento della liquidità interna che, in quel momento, era considerato inopportuno. Alla fine di maggio le autorità canadesi hanno pertanto deciso di lasciare fluttuare la loro moneta. Nello stesso tempo hanno ridotto il saggio ufficiale di sconto, allo scopo, soprattutto, di scoraggiare afflussi di fondi di natura speculativa e, quindi, di evitare incertezze nel cambio. Il dollaro è migliorato ben presto di circa il 4% rispetto alla precedente parità ufficiale e ha continuato a consolidarsi lentamente, raggiungendo la quasi parità con il dollaro SU verso la fine del primo trimestre del 1971.

Lo spostamento verso una politica economica di espansione, che ha avuto luogo nel 1970, si è chiaramente rispecchiato nelle misure fiscali. Già nel primo trimestre la spesa pubblica, in termini nominali e reali, ha subito una considerevole espansione rispetto al livello raggiunto nello stesso periodo dell'anno precedente ed è rimasta elevata durante tutto l'anno, a seguito, in parte, delle misure espansionistiche inserite nel bilancio presentato in marzo. Il bilancio federale, sulla base dei conti nazionali, è passato da un avanzo di \$775 milioni nel 1969 ad una situazione praticamente di pareggio nel 1970. Difatti, l'alto livello della spesa pubblica è stato uno dei due fattori principali, i quali hanno impedito che, nel 1970, si verificasse una grave recessione; l'altro elemento è dato dall'impulso esercitato dalla domanda estera. Dal bilancio supplementare presentato nel dicembre 1970 si è potuto rilevare che, nel 1971, l'espansione proseguirà, nonostante l'applicazione sino alla fine dell'anno di una sovrimposta sul reddito personale e sulle entrate delle società.

La perdita d'impeto da parte dell'attività economica nella prima metà del 1970 si è rispecchiata, soprattutto, in un elevato e crescente livello della disoccupazione.

Il saggio di disoccupazione rettificato per variazioni stagionali che, all'inizio del 1970, era del 4,7%, è cresciuto regolarmente fino a settembre toccando la punta del 6,8%, per poi diminuire gradualmente al 6,2% nel gennaio 1971.

Nonostante la notevole sottoccupazione delle forze lavorative, per il 1970 in complesso l'incremento reale del prodotto nazionale lordo è ammontato al 3,3%, cioè è stato relativamente elevato ed è accelerato nella seconda metà dell'anno. Il saggio di espansione, su base annuale, fu dell'1,7% fra il quarto trimestre del 1969 e il secondo trimestre del 1970. Nel terzo trimestre del 1970 il prodotto nazionale lordo reale ha subito un'espansione, su base annuale, del 2% e, nel quarto trimestre dell'anno, il saggio d'incremento è salito al 6%, nonostante le ripercussioni dello sciopero nell'industria automobilistica che, nel Canada, è durato persino più a lungo che negli Stati Uniti.

Nel 1970 sono stati, in effetti, conseguiti alcuni successi nella lotta contro l'inflazione. Lo si rileva chiaramente dall'andamento dell'indice dei prezzi al consumo che, dopo essere aumentato fortemente dal febbraio all'agosto 1969, è cresciuto del 3% fino al luglio del 1970 e, infine, ha registrato una flessione di oltre l'1%, su base annuale, fra luglio e dicembre 1970. Vero è che il sorprendente andamento di questo indice è stato influenzato da fattori particolarmente favorevoli, che hanno riguardato soprattutto i prezzi dei generi alimentari. Anche altri indicatori dei prezzi hanno, tuttavia, presentato netti sintomi di decelerazione durante l'anno. Dal secondo al quarto trimestre del 1970, il deflatore del prodotto nazionale lordo è cresciuto, per esempio, soltanto dell'1,8% su base annuale; l'incremento si è verificato quasi esclusivamente nel terzo trimestre.

Preoccupazione deve invece essere espressa per gli aumenti salariali. Durante l'anno essi sono stati, in media, dell'8%, rimanendo così ben al di sopra dei miglioramenti nella produttività, e non hanno presentato sintomi di rallentamento, nonostante l'elevato e crescente livello della disoccupazione e i tentativi compiuti dalla Commissione dei prezzi e dei redditi di abbassare tali aumenti. La Commissione era stata istituita alla fine del 1969, nell'intento di introdurre una politica dei prezzi e dei redditi. Essa ha conseguito qualche successo, nel 1970, sul fronte dei prezzi, assicurandosi la cooperazione degli operatori nel moderare gli aumenti dei prezzi, ma non è riuscita ad ottenere la collaborazione dei sindacati, nel far accettare direttive per i miglioramenti salariali. Verso la fine del 1970 il movimento a forbice dei prezzi e salari ha indotto gli operatori economici a ritirare il loro sostegno alla Commissione, sicché l'esperimento di introdurre una politica dei redditi è più o meno abortito. Gli aumenti nella produttività — di solito sostenuti nella fase di ripresa che segue ad un rallentamento dell'attività economica — compenseranno probabilmente, in parte, i miglioramenti salariali nel prossimo futuro. Ciò non di meno, la necessità di moderare gradualmente gli incrementi salariali sembra essere una premessa al conseguimento di un progresso sostenibile ed equilibrato tanto nel Canada che in altri paesi.

Nella primavera del 1971, sebbene il ritmo di sviluppo economico sembri essersi alquanto consolidato, con la domanda globale ravvivata dalle spese governative, nonché da quelle per l'edilizia ed i consumi, la disoccupazione ha ancora costituito motivo di seria preoccupazione, mentre i prezzi hanno nuovamente manifestato una spiccata tendenza al rialzo.

Belgio.

In seguito ad una forte ripresa ciclica nel 1969, la quale ha spinto l'economia belga ad una fase di surriscaldamento, l'espansione della domanda globale è continuata lo scorso anno, sebbene con ritmo meno rapido. Contemporaneamente, le condizioni per il soddisfacimento di questa domanda sono diventate più facili, per cui, nel 1970, il Belgio ha potuto realizzare quasi tutti i principali obiettivi della sua politica economica. Sul piano nazionale, il saggio di espansione del prodotto nazionale lordo, a prezzi costanti, è rimasto sostenuto ed è stato raggiunto un livello soddisfacente di occupazione, mentre sul fronte dei prezzi il movimento ascendente è rallentato, di modo che, a questo riguardo, il Belgio ha conseguito, se non una stabilità vera e propria, almeno una posizione che lo pone fra i paesi meno colpiti dall'inflazione. Sul piano internazionale, la bilancia dei pagamenti si è avvicinata maggiormente all'equilibrio, dato che lo scorso anno il saldo attivo si è ridotto a circa \$100 milioni.

Il moderato raffreddamento della temperatura economica ad un livello più normale si è rispecchiato in una riduzione del saggio di espansione del prodotto nazionale lordo reale dal 6,5 % nel 1969 al 5,5 % nel 1970. L'espansione ha tuttavia ricevuto un impulso ancora più forte di prima dagli investimenti in capitali fissi, che, in termini reali, sono cresciuti di quasi il 10 %. Durante il primo semestre del 1970 i consumi privati sono aumentati soltanto in misura modesta. Questo andamento è dovuto in gran parte all'effetto ritardato di acquisti effettuati in anticipo in vista dell'introduzione, il 1° gennaio 1970, dell'imposta sul valore aggiunto; effettivamente l'entrata in vigore dell'imposta è stata rimandata di un anno. Dopo la metà dell'anno i consumi privati sono accelerati, in seguito all'incremento del reddito disponibile nonché di nuovo in previsione dell'applicazione dell'imposta sul valore aggiunto.

Il fatto dell'imminente introduzione della predetta imposta si è pure ripercosso sulle scorte di prodotti finiti: dopo aver manifestato la tendenza a crescere durante i primi tre trimestri dell'anno, le scorte sono generalmente diminuite nell'ultimo trimestre del 1970, tanto nell'industria che in determinati rami del commercio. Complessivamente, l'incremento delle scorte è ammontato, lo scorso anno, soltanto a circa la metà di quello dell'anno precedente. Altri due fattori hanno contribuito a ridurre le condizioni di "boom" esistenti nel Belgio. Da una parte, i consumi pubblici sono cresciuti meno sensibilmente che nel 1969. Dall'altra, la domanda estera, che aveva svolto una funzione decisiva nella ripresa economica del 1969, l'anno successivo è aumentata più lentamente.

La produzione industriale (esclusa l'edilizia) ha cominciato a ristagnare nel secondo trimestre del 1970. Conseguentemente, il suo saggio d'incremento rispetto all'anno prima è passato dall'11 % nel primo trimestre a circa il 5,5 % nel terzo. Verso la fine dell'anno si sono però notati sintomi di ripresa. Il grado medio di utilizzo della capacità produttiva si è ridotto soltanto in misura trascurabile e le ordinazioni hanno continuato ad affluire in buon numero, raggiungendo, alla fine del gennaio 1971, il livello di 4,3 mesi di produzione. Nel corso dell'anno l'attività nel settore edilizio è stata assai vivace.

Il movimento discendente nel livello dell'occupazione si è arrestato all'inizio del 1970 quando ha raggiunto un punto molto basso ma, nel gennaio 1971, è stata registrata un'ulteriore modesta flessione. L'attuale livello della disoccupazione è in

ampia misura di tipo strutturale. I posti vacanti, dopo aver toccato una punta nel primo trimestre dello scorso anno, sono rimasti stazionari su di un alto livello sino alla fine di luglio e hanno manifestato una lieve e graduale tendenza a flettersi nei mesi successivi. A causa della situazione tesa esistente sul mercato del lavoro e dell'elevato ritmo dell'attività economica, l'aumento dei salari si è andato accelerando. Dal dicembre 1969 al dicembre 1970 i guadagni orari dei lavoratori dell'industria sono cresciuti dell'11,2%. Il rapido aumento dei costi salariali e dei prezzi dei combustibili ha ridotto sensibilmente i margini di profitto dell'industria, senza trovare completa compensazione nel modesto miglioramento della produttività.

A partire dall'inizio del secondo trimestre del 1970 si è notata una graduale decelerazione dell'aumento dei prezzi ingrosso dei prodotti industriali: il loro saggio d'incremento rispetto a quello dell'anno prima è sceso dal 6,6% nel primo trimestre al 4,3% nel quarto trimestre. Una tendenza analoga ha potuto essere osservata nell'andamento dei prezzi al consumo, il cui saggio d'incremento si è ridotto nello stesso periodo citato dal 4,3 al 3,3%. Finora l'imposta sul valore aggiunto, introdotta il 1° gennaio 1971, ha influito soltanto in misura limitata sui prezzi al consumo, a causa delle misure preventive adottate dal governo verso la fine del 1970. In aprile 1971 i prezzi al consumo avevano superato del 3,9% il livello dell'anno precedente.

Siccome il rallentamento dell'espansione economica non poteva essere interpretato come il primo sintomo di un'inversione nella tendenza economica di base, la banca centrale non ha mutato, fino all'autunno del 1970, le direttive generali della politica restrittiva da essa adottata nel 1969. Ma, durante gli ultimi mesi del 1970, la banca si è orientata verso una politica più permissiva, considerati il clima economico più moderato all'interno del paese e il movimento discendente dei saggi d'interesse a breve all'estero. Le restrizioni quantitative imposte sul credito sono state attenuate e il saggio di sconto è stato ridotto, in due fasi, dal 7,5 al 6,5%. Durante il primo semestre del 1970 i saggi d'interesse a breve sono rimasti abbastanza elevati; in seguito sono diminuiti quando una più abbondante offerta di fondi sul mercato interno ha cominciato a superare la domanda. Il movimento ascendente dei saggi d'interesse a lungo termine si è protratto fino a ottobre, mese nel quale hanno raggiunto una punta di oltre l'8%. Poi sono diminuiti parallelamente all'andamento verificatosi all'estero.

Con il passaggio al regime dell'imposta sul valore aggiunto e tenuto conto del pericolo che l'aumento dei costi diventasse più acuto, non era da escludere che un più rapido incremento dei prezzi potesse compromettere l'equilibrio dell'economia. Verso la fine del 1970 è stato pertanto deciso di mantenere in vigore sino alla fine di marzo 1971 le restrizioni quantitative sul credito per quei tipi di prestiti che avrebbero facilmente potuto essere utilizzati per il finanziamento della costituzione di scorte e dei consumi. Il 25 marzo 1971 la banca centrale ha di nuovo diminuito il saggio di sconto, di mezzo punto, al 6%, allo scopo di scoraggiare l'afflusso di fondi esteri e, in pari tempo, ha prorogato a settembre il limite imposto all'espansione del credito. All'inizio di aprile, sono state pure in generale prorogate le misure del governo, adottate alla fine dello scorso anno in connessione con il passaggio al regime dell'imposta sul valore aggiunto, e soprattutto le restrizioni imposte agli aumenti dei prezzi. Durante la crisi valutaria del maggio 1971 le autorità hanno modificato il sistema del doppio mercato dei cambi, già in vigore da molti anni, piuttosto che consentire al franco di oscillare liberamente sul mercato ufficiale. Con effetto dal 10 maggio i due

mercati valutari sono stati completamente separati: quello ufficiale è stato riservato alle transazioni in conto partite correnti e quello libero ad ogni altro tipo di operazione. Misure addizionali annunciate il medesimo giorno hanno previsto il divieto per le banche all'interno di aprire al nome di non residenti conti di deposito i cui saldi siano convertibili sul mercato ufficiale, e la proibizione di corrispondere interessi sui conti convertibili a vista di non residenti.

Paesi Bassi.

Nonostante una politica fiscale e monetaria più rigorosa, lo scorso anno l'inflazione è stata di nuovo la caratteristica predominante nell'andamento dell'economia nei Paesi Bassi. Rispetto al 1969 si sono tuttavia notate alcune importanti variazioni nelle forze di fondo. Nel 1969, il rapido aumento dei prezzi interni fu provocato dall'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto; e il movimento venne aggravato da successivi incrementi salariali. In aggiunta a salari crescenti, nel 1970 le pressioni inflazionistiche sono state consolidate da un cospicuo incremento dei prezzi all'importazione e dalla notevole espansione della domanda interna.

L'espansione accelerata della domanda trova la sua origine tanto nel settore delle famiglie che in quello delle imprese. Un continuo incremento dei redditi salariali di circa il 10%, abbinato a sempre maggiori introiti a titolo della sicurezza sociale, ha consentito alle famiglie, lo scorso anno, di accrescere i propri consumi di oltre il 10% in termini nominali. Per quanto riguarda il settore delle imprese, un andamento favorevole dei profitti — anteriore alla fase dell'aumento accelerato dei salari — nonché la pressione della stessa domanda, spiegano l'incremento del 20% registrato nella domanda per beni d'investimento. Anche la domanda estera ha presentato di nuovo una tendenza espansionistica, mentre l'edilizia residenziale e gli investimenti del governo sono stati contenuti da misure restrittive. In complesso, nel 1970, la domanda interna globale ha superato notevolmente l'offerta di beni e servizi, sebbene la produzione nazionale abbia dimostrato di essere sorprendentemente elastica. Il prodotto nazionale lordo reale, dopo essere cresciuto di oltre il 5% all'anno nel triennio 1967-69, ha subito lo scorso anno di nuovo un'espansione del 6%, sebbene la pressione sulle risorse, soprattutto sulle forze lavorative, si fosse già andata determinando all'inizio del 1969. Con il progredire dell'anno, la produzione è tuttavia cresciuta con maggiore lentezza.

A prescindere dall'espansione della produzione, gli approvvigionamenti sono stati dilatati da un notevole incremento delle importazioni che ha superato quello contemporaneo delle esportazioni. Come risultato, le partite correnti della bilancia dei pagamenti sono sensibilmente deteriorate, registrando, sulla base delle transazioni, un disavanzo di fiorini 1.660 milioni contro quasi un pareggio nel 1969.

Nei Paesi Bassi, durante l'anno scorso all'incirca, gli incrementi degli indici dei prezzi non hanno più rispecchiato esattamente l'intensità reale delle forze inflazionistiche interne. Da una parte, prezzi all'importazione notevolmente più elevati hanno un grande peso negli indici. Dall'altra, la pressione all'insù esercitata sui prezzi di origine interna non si riflette interamente, in quanto i regolamenti per il controllo sui prezzi stabiliscono che soltanto determinati costi "esterni" possono essere trasferiti nei prezzi e non, in principio, gli aumenti salariali. Ciò non di meno, lo scorso

anno il costo della vita è cresciuto del 5,5% e a partire dall'estate ha mostrato netti sintomi di accelerazione. In queste condizioni, e in vista di un incremento programmato dell'aliquota più frequentemente applicata dell'imposta sul valore aggiunto, dal 12 al 14%, nel gennaio 1971, il controllo sui prezzi è stato inasprito in novembre e prorogato fino al marzo 1971. Questa misura è stata integrata, in dicembre, da un'altra, in base alla quale, nei sei mesi successivi alla scadenza dei contratti di lavoro, i nuovi aumenti salariali non potranno superare il 4%.

Oltre a questa azione diretta, nel gennaio 1971 sono state aumentate le imposte sul reddito e sui consumi e si è provveduto al ridimensionamento della spesa pubblica. Poi sono state inasprite le condizioni del credito al consumo e limitate le garanzie del governo nel campo del credito.

Nel settore monetario, si è continuato nella politica restrittiva e la concessione di credito a breve al settore privato è rimasta assoggettata a limiti che, per l'anno in complesso, hanno consentito un'espansione del 9,5%, ossia poco meno di quella dell'anno precedente. Le banche non hanno superato i limiti massimi per esse fissati; il limite imposto al credito ha tuttavia perduto gran parte del suo potere frenante, a causa dell'imponente afflusso di fondi esteri. L'entrata di capitali è ammontata a fiorini 3,7 miliardi (contro fiorini 0,6 miliardi nel 1969), cioè a due volte il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, contribuendo così notevolmente all'aumento della massa monetaria. Il finanziamento dei disavanzi delle autorità locali ha avuto, ancora una volta, effetto espansionistico, mentre il governo ha potuto rimborsare una parte del suo debito a breve, riducendo perciò gli impulsi inflazionistici provenienti dal settore pubblico.

In vista delle persistenti pressioni dovute all'inflazione, i limiti del credito per i primi quattro mesi del 1971 sono stati di nuovo fissati alquanto al disotto degli importi stabiliti per lo scorso anno. Tuttavia, se si vuole arrivare a porre sotto controllo l'inflazione, occorre che il bilancio adotti misure restrittive addizionali rispetto a quelle prese in gennaio. Per aiutare a contenere le domande di aumenti salariali, recentemente il governo ha prorogato il controllo sui prezzi per un periodo indefinito.

La riduzione del saggio di sconto dal 6 al 5,5%, decisa all'inizio di aprile, è stata praticamente dettata dagli sviluppi internazionali. Ma, poichè questa riduzione prometteva di essere efficace nel contenere l'afflusso di fondi ed era sostenuta dall'imposizione di limiti al credito all'interno del paese, essa è sembrata adeguata anche come misura di politica antinflazionistica. Sebbene in contrasto con quelle che sarebbero state le necessità delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, la decisione, presa all'inizio di maggio, di lasciare fluttuare il fiorino, in analogia con quanto ha avuto luogo in Germania, dovrebbe contribuire a ridurre gli afflussi di capitali e le pressioni inflazionistiche interne.

Svezia.

In Svezia fanno spicco diversi fattori. Verso la fine della primavera del 1970 le pressioni della domanda globale hanno toccato una punta e poi hanno gradualmente cominciato ad attenuarsi. I problemi connessi con i pagamenti verso l'estero sono apparsi un po' meno urgenti e le riserve valutarie sono andate progressivamente ricostituendosi. D'altra parte, l'inflazione dei salari si è intensificata e vi è stata un'ondata di agitazioni nell'industria.

Nel primo semestre del 1970 la maggior parte delle componenti della domanda globale si trovava ad un livello elevato. Il "boom" è stato, peraltro, contrassegnato da un'accumulazione di scorte insolitamente intensa, che ha provocato una ripresa delle importazioni prima che, verso la fine della primavera, la tendenza si invertisse. L'espansione delle esportazioni è stata contenuta, in parte, dalla scarsità di capacità produttiva, gli investimenti in impianti e attrezzature sono cresciuti lentamente, mentre l'attività nel settore dell'edilizia residenziale, che in Svezia è in ampia misura determinata dalle decisioni del governo, si è ridotta. Perciò, nel 1970, l'espansione del prodotto nazionale lordo reale è rallentata al 4,4% contro il 5,7% nel 1969.

A causa della precedente ripresa, la politica creditizia era stata inasprita notevolmente con una serie di misure dirette a ridurre la liquidità bancaria; nello scorso anno la più parte di esse sono rimaste in vigore. Per integrare l'effetto dei saggi d'interesse più elevati dovuti a due incrementi del saggio di sconto, decisi nel 1969, nell'anno successivo l'espansione del credito bancario, escluso quello destinato all'edilizia residenziale, è stata assoggettata ad un limite del 4%. A seguito di queste misure, la concessione del credito bancario è stata rigorosamente contenuta sin verso la fine dell'anno. A quel momento l'espansione della produzione si era rallentata e, dall'inizio del 1971, le autorità hanno cercato di stimolare gli investimenti nell'industria manifatturiera. Le banche sono state invitate a dare la priorità ai crediti destinati a questo scopo e il limite imposto al credito è stato abolito. Per poter conservare le riserve valutarie, la Riksbank ha tuttavia mantenuto il saggio di sconto al 7%.

Durante lo scorso anno la lieve attenuazione delle misure di politica monetaria è stata facilitata dal passaggio ad una politica fiscale restrittiva. L'aliquota del 10% dell'imposta sul valore aggiunto precedentemente in vigore è stata portata, nel febbraio 1970, al 14%, soprattutto per le automobili, e, in novembre, al 15%, per automobili e apparecchi elettrodomestici; nel gennaio 1971 è stata estesa anche ad altri beni. Parte dell'incremento avrebbe dovuto compensare le perdite nelle entrate pubbliche sopportate in seguito ad una riduzione dell'imposta sulle categorie di redditi più bassi, che sarebbe entrata in vigore dal 1971. In aggiunta, il governo ha cercato, nello scorso anno, di rallentare la propria spesa e ha differito alcune ordinazioni al settore privato. Un'imposta del 25% è stata applicata alle costruzioni non prioritarie incominciate tra maggio 1970 e luglio 1971, la quale ha quasi del tutto arrestato tale attività. In ottobre sono state annunciate ulteriori misure restrittive, fra cui aumenti dell'imposta su benzina, bevande alcoliche e vini, nonché, con decorrenza dal gennaio 1971, un incremento dall'1 al 2% dell'imposta su stipendi e salari. Il disavanzo del bilancio pubblico, stimato a circa cor.sv. 2 miliardi per l'anno che si chiude a giugno 1971, dovrebbe essere praticamente eliminato nel 1971-72.

Il rallentamento dell'attività economica verificatosi durante l'anno è stato accompagnato da una flessione nelle importazioni nell'estate; siccome le esportazioni hanno continuato ancora a progredire, il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è andato progressivamente riducendosi e nell'ultimo trimestre del 1970 è stato sostituito da un avanzo. Il precedente movimento sfavorevole nei termini di pagamenti ha invertito la tendenza e, con l'aiuto dell'afflusso di crediti commerciali indotto dalla stretta creditizia interna, all'inizio del 1971 le riserve valutarie sono ritornate ai livelli registrati anteriormente alle perdite subite nel 1969. Si sta tentando di

consolidare il miglioramento, sottraendo forze lavorative e investimenti ai consumi pubblici ed all'edilizia in favore degli investimenti industriali. Le nuove misure annunciate in gennaio comprendono un accantonamento esente da imposta del 10% sugli investimenti che saranno effettuati, nel 1971, in macchinari e attrezzature.

Il credito per investimenti è stato reso più prontamente disponibile nella primavera di quest'anno, ma i saggi d'interesse sono rimasti elevati. Quando gli sviluppi internazionali lo hanno reso possibile, la Riksbank, allo scopo di stimolare il ribasso dei saggi sui prestiti, ha ridotto il saggio di sconto dal 7 al 6,5% in marzo e poi dal 6,5 al 6% in aprile.

Lo scorso anno, tanto gli sviluppi interni quanto gli incrementi dei prezzi all'estero hanno contribuito all'inflazione. I crescenti prezzi all'esportazione hanno gonfiato i profitti e indebolito la resistenza contro gli aumenti salariali, sebbene le pressioni della domanda globale si siano alleggerite. Per l'anno in complesso, i guadagni orari sono cresciuti, in media, del 10,6%, e i costi crescenti sono diventati la principale forza inflazionistica.

Oltre ad inasprire la politica fiscale, il governo ha adottato dirette misure per interrompere la spirale salari/prezzi, assumendo un atteggiamento più energico nelle trattative salariali. Allo scopo, dapprima, di impedire incrementi dei prezzi in previsione dell'aumento dell'imposta sul valore aggiunto e di provvedere una base stabile per i negoziati salariali, esso ha introdotto, in agosto, un blocco dei prezzi dei generi alimentari, estendendolo a tutti i beni e servizi in ottobre.

Il compito di rallentare gli aumenti salariali è stato reso più difficile dallo scoppio di scioperi illegali. Questo andamento è stato in ampia misura una reazione contro gli aumenti dei prezzi e un'imposizione più gravosa. All'inizio del 1971 i dipendenti statali hanno scioperato lungamente a sostegno di richieste di cospicui miglioramenti salariali. Il governo ha proclamato la serrata e poi emanato un divieto di scioperare per la durata di sei settimane, al fine di impedire regolamenti che avrebbero potuto dare l'avvio ad un'esplosione generale dei salari.

Svizzera.

L'espansione della domanda, che si era andata accelerando nella seconda parte del 1969, ha continuato con questa tendenza nella prima metà del 1970. Ma il peso delle forze espansionistiche si è gradualmente spostato dalle esportazioni alla domanda interna per investimenti, proveniente tanto dal settore industriale che da quello dell'edilizia. Un'accelerazione dei consumi privati e pubblici ha pure contribuito all'espansione della domanda globale che ha chiaramente superato il potenziale produttivo dell'economia. Poiché l'economia stava già praticamente lavorando a piena capacità dalla fine del 1969, le possibilità di aumentare ulteriormente la produzione nel 1970 sono state piuttosto limitate, tenuto conto specialmente della rigorosa applicazione del divieto dell'entrata in Svizzera di altri lavoratori stranieri, deliberato nel marzo 1970.

Dall'estate dello scorso anno, tuttavia, l'espansione della domanda è alquanto decelerata: le esportazioni si sono ridotte e gli investimenti programmati sembrano essere stati ridimensionati: ciò è indicato dalla flessione nella concessione delle licenze

di costruzione e dal livellamento nell'afflusso di ordinazioni all'industria metalmeccanica. Ciò non di meno, per l'anno in complesso, la domanda nominale globale è stata del 12% superiore - per gli investimenti fissi persino del 21% - al livello del 1969, che aveva oltrepassato dell'11% quello dell'anno prima. D'altra parte, lo scorso anno, l'incremento del prodotto nazionale lordo reale è stato soltanto di circa il 4,3% contro il 5,9 nel 1969. Il crescente divario fra domanda ed offerta ha portato all'accumulazione di forze inflazionistiche e ad un sensibile aumento delle importazioni che ha superato, in ampia misura, quello delle esportazioni. Per cui, nel 1970, il disavanzo commerciale si è raddoppiato, raggiungendo il livello di fr.sv. 5,7 miliardi, e prezzi e costi hanno registrato il loro maggiore incremento postbellico. I prezzi al consumo, avendo presentato netti sintomi di accelerazione dopo l'estate, sono cresciuti del 5,5% nei dodici mesi fino allo scorso dicembre, rispecchiando tuttavia, in parte, prezzi all'importazione notevolmente più alti. Ove si confrontino il quarto trimestre del 1969 con quello dell'anno successivo, si può osservare che l'incremento dei saggi salariali corrisposti nell'industria è passato dal 4,1% nel 1969 all'8,2% nel 1970. Ma, anche in questo caso, nell'aumento è compreso un elemento "esterno": l'influenza degli aumenti salariali assai più elevati concessi in paesi vicini. Particolarmente importanti sono stati quelli accordati in Italia, la maggior fonte di mano d'opera straniera per la Svizzera.

Sebbene una simile situazione richiedesse l'adozione di misure restrittive, dopo la primavera del 1970 le autorità non hanno preso alcun nuovo provvedimento. Il loro atteggiamento ha rispecchiato, in una certa qual misura, il parere che il momento più propizio per contenere il "boom" era passato; ma è anche da attribuire al fatto che non si disponeva di adeguati strumenti di politica economica. Date queste circostanze, il governo sta ora sviluppando una base costituzionale per una serie più appropriata di strumenti di politica monetaria e fiscale. Per quanto riguarda la politica della Banca nazionale, risultati apprezzabili sono stati conseguiti con i limiti quantitativi imposti alla concessione di credito da parte delle banche, i quali sono stati introdotti sulla base di un accordo volontario stipulato nel settembre 1969. Nel dicembre 1970, il saggio annuale di espansione del credito concesso all'interno del paese era sceso al 7,4% (approssimativamente il limite) contro il 12,6% nell'agosto 1969. La banca centrale mirava, inoltre, a mantenere uno scarto nei saggi d'interesse rispetto alle valute di altri paesi, allo scopo di stimolare le esportazioni di fondi. Questa politica ha, tuttavia, urtato contro crescenti difficoltà dal secondo semestre del 1970, quando il ribasso dei saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro ha spinto alcuni saggi giù quasi al livello di quelli svizzeri. I residenti svizzeri non bancari hanno incominciato a rimpatriare fondi su scala più vasta per trarre vantaggio dai rendimenti elevati (per il metro svizzero) delle obbligazioni nazionali. Ma siccome questi fondi sono stati in ampia misura ricanalizzati verso l'estero dalle banche è stato evitato un aumento non opportuno dei mezzi di pagamento.

In considerazione dei rischi derivanti da influenze monetarie perturbatrici provenienti dall'estero e della persistenza di forti pressioni inflazionistiche interne, in febbraio la Banca nazionale, d'accordo con l'Associazione dei banchieri, ha prorogato i controlli quantitativi sul credito per un altro anno, fino al luglio 1972.

In aprile, come primo passo verso l'aggiornamento della legislazione che riguarda la politica economica, è entrata in vigore una legge monetaria riveduta. Scopo

principale era quello di eliminare la situazione anacronistica, per la quale una decisione sulla parità del franco svizzero doveva essere presa dal parlamento, con possibilità di essere sottoposta a referendum entro un periodo di tre mesi. In base alla nuova legge, questa facoltà è stata trasferita al governo che ora può, dopo essersi consultato con la Banca nazionale, prendere, se necessario, una rapida decisione. L'occasione non si è fatta attendere. Il monito precursore è stato un imponente afflusso di dollari in Svizzera prima della chiusura di diversi mercati dei cambi, seguita dalla decisione delle Germania di lasciar fluttuare all'insù il DM. Inoltre, non essendo stata in condizione di seguire la rivalutazione del DM dell'ottobre 1969, la Svizzera aveva ora motivi per agire più decisamente, sicchè il 9 maggio il franco è stato rivalutato del 7,07%. La misura dovrebbe aiutare a consolidare il controllo monetario e ad attenuare l'effetto all'interno degli aumenti dei prezzi all'estero.

Austria.

Nel 1970 il progresso economico dell'Austria ha toccato il livello più elevato registrato in dieci anni. Inoltre, l'inflazione dei prezzi e salari è stata più debole che nella maggior parte degli altri paesi e la bilancia dei pagamenti ha continuato a realizzare un saldo attivo soddisfacente. Il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto del 7,1%, dopo un saggio del 6,2% nel 1969 e l'incremento dei prezzi è ammontato al 4,5%.

La rapida espansione economica conseguita per due anni consecutivi può essere attribuita soprattutto agli aumenti nella produttività industriale per uomo-ora dell'8,3% nel 1969 e del 7,6% nel 1970. La disoccupazione non ha mai raggiunto un livello così basso e la scarsità di mano d'opera ha costituito la strozzatura più comune. Per alleviare la tensione sul mercato del lavoro, la quota di lavoratori stranieri è stata aumentata di quasi il 40%, a 75.000 unità, corrispondenti al 3% delle forze lavorative.

Per il 1970 in complesso, i saggi salariali orari sono cresciuti, in media, del 10,1%; si è tuttavia notata una rapida corsa dei salari di fatto verso livelli più alti. I costi unitari di lavoro hanno subito un incremento del 4%, dopo essere diminuiti nei due anni precedenti, ma i profitti si sono mantenuti elevati. All'inizio dell'anno l'andamento dei prezzi è stato sensibilmente influenzato dai crescenti prezzi all'importazione, sebbene dopo la rivalutazione del DM fossero state adottate misure tariffarie selettive; nel marzo 1970, i valori unitari per le importazioni superavano del 15% quelli dell'anno precedente. Rispetto all'anno prima il saggio d'incremento dei prezzi ingrosso ha toccato il 5,8% in maggio ed è sceso al 4,2% alla fine del 1970; ma nel marzo 1971 non era inferiore al 6,1%. Per il 1970, in media, e, anche nel marzo 1971, i prezzi al consumo sono aumentati del 4,4% nei confronti di un anno prima.

In seguito ad una domanda interna attiva, le importazioni di beni e servizi sono cresciute di oltre il 15%, in termini reali, contro il 9% dell'anno precedente. Nonostante che all'estero il ciclo economico fosse in fase discendente, l'espansione delle esportazioni sul conto merci e partite invisibili è diminuita soltanto in misura modesta, al 15,5%, essendo esse sostenute da cospicui introiti dal turismo. Il disavanzo del conto merci è cresciuto di oltre la metà, toccando l'importo di scellini 18,8 miliardi, ma le partite correnti hanno variato assai meno e, cioè, da un avanzo di scellini 2,6 miliardi ad un disavanzo di entità trascurabile; questo andamento e un modesto disa-

vanzo in conto capitali sono stati più che compensati da afflussi non registrati, per cui il saldo attivo della bilancia dei pagamenti, esclusa l'assegnazione di DSP, è ammontato a scellini 1,7 miliardi e cioè a circa scellini 1 miliardo meno rispetto al 1969.

Con la bilancia dei pagamenti in attivo e condizioni di "boom" all'interno del paese, l'Austria è emersa dalla crisi valutaria del maggio 1971 apprezzando del 5,05 % il valore di parità dello scellino; essa ha inoltre deciso di fare pieno uso, nel futuro, del margine di fluttuazione dell'1 % su entrambi i lati della parità consentito dagli Articoli del FMI. La rivalutazione mira più a prevenire un ulteriore incremento dei prezzi all'importazione che a ridurre le esportazioni (importazioni di merci da Svizzera, Germania e Paesi Bassi contribuiscono per oltre il 50 % alle importazioni globali dell'Austria). Era anche importante evitare un drenaggio di forze lavorative, soprattutto verso la Germania meridionale. Qualora si dovesse materializzare un movimento ciclico discendente, il bilancio pubblico del 1971 ha già previsto spese di contingenza che aumenterebbero dal 9 al 12,5 % il saggio d'espansione delle spese statali.

Spagna.

Se il conseguimento di obiettivi di politica economica costituisce un criterio di giudizio, il 1970 deve essere considerato un anno favorevole per la Spagna. L'economia sembra aver fornito una bella prova di come passare da una situazione di progresso troppo rapido e da un andamento poco favorevole della bilancia dei pagamenti a una forte posizione sull'estero senza deprimere indebitamente la domanda interna.

Verso la fine del 1969 e nei primi mesi del 1970 vennero adottate misure correttive di politica monetaria e fiscale. Poiché l'effetto di queste misure è consistito, in ampia misura, nel ridurre la liquidità, l'attività economica si è rapidamente moderata e la bilancia dei pagamenti ha assunto un andamento favorevole. La produzione industriale ha continuato ad espandersi vigorosamente fino a metà anno, con un ritmo, su base annuale, del 10 %, sebbene inferiore a quello medio del 13 % registrato nel 1969. Nella seconda metà dell'anno, quando le misure restrittive hanno incominciato a produrre i loro effetti, l'incremento della produzione è peraltro rallentato notevolmente e, nell'ultimo trimestre, è ammontato soltanto al 5 %. Per l'anno in complesso il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto del 6,5 % contro il 7,5 % nel 1969. L'espansione degli investimenti lordi ha subito la maggior flessione, essendo passata dal 13,5 al 5,5 %, ma si sono ridotti anche i consumi privati. La domanda globale è stata tuttavia sostenuta da un incremento nelle esportazioni del 24 %.

Nonostante il rallentamento della domanda interna, prezzi e salari sono fortemente aumentati. I salari che, nel 1969, erano saliti, in media, del 12 %, hanno mantenuto questo saggio d'incremento nella prima metà del 1970, ma sono balzati all'insù nel terzo trimestre, registrando un aumento del 20 % rispetto al livello dell'anno precedente. L'andamento del costo della vita è stato analogo: essendo cresciuto soltanto di poco più del 2 % nel 1969, lo scorso anno ha presentato un aumento medio del 5,5 % e nell'ultimo trimestre il suo livello superava del 7,5 % quello dell'anno prima. Causa principale di questi movimenti è il fatto che nel 1969 era stato avviato, e nel 1970 è stato proseguito, il processo di allentamento dell'ampio sistema di controlli su salari e prezzi introdotto con la svalutazione del novembre 1967.

Nel 1970 le partite correnti e il conto capitali della bilancia dei pagamenti sono migliorati in misura imponente. Sebbene il disavanzo commerciale si sia ridotto soltanto di poco, l'avanzo dei servizi e trasferimenti è aumentato notevolmente, in seguito ai maggiori proventi derivanti dal turismo e dalle rimesse degli emigrati, sicchè le partite correnti sono migliorate di \$730 milioni. L'afflusso netto di capitali a lungo termine ha superato quello del 1969 e il deflusso di capitali a breve, registrato in quest'ultimo anno, è stato sostituito, nel 1970, da un modesto afflusso, che ha rispecchiato saggi d'interesse spagnoli più elevati e la stretta della liquidità all'interno del paese. Ne consegue che la bilancia dei pagamenti è passata da un saldo passivo di \$220 milioni nel 1969 ad un saldo attivo di \$820 milioni e le attività ufficiali nette sono raddoppiate, essendo cresciute da \$885 milioni a \$1.750 milioni, esclusa l'assegnazione iniziale di DSP.

Poichè alla fine del 1970 l'economia ha ancora mostrato sintomi di contrazione, all'inizio del 1971 la politica economica ufficiale è stata decisamente improntata all'espansione. Le spese pubbliche differite nel febbraio precedente erano già state autorizzate alla metà del 1970. Contemporaneamente, l'effetto di liquidità, prodotto da un sistema di depositi sulle importazioni che era stato introdotto all'inizio dell'anno, ha cominciato a perdere ogni consistenza quando i nuovi depositi sono stati eguagliati dai rimborsi e, dall'inizio del 1971, in considerazione dell'andamento favorevole della bilancia dei pagamenti, l'aliquota dei depositi è stata dimezzata. Allo scopo di neutralizzare in parte questo aumento di liquidità, le banche commerciali sono state invitate ad osservare, a partire dal 1° marzo 1971, un rapporto minimo di cassa del 7,5 %, che non avrebbe probabilmente molto ridotto la loro capacità creditizia. Il saggio di sconto è stato diminuito due volte, in gennaio e aprile, e sono state introdotte altre misure espansionistiche, fra cui un'attenuazione delle condizioni relative alle vendite rateali. Nella primavera del 1971 la situazione era quindi matura per una certa accelerazione del ritmo di espansione economica in presenza di una perdurante posizione esterna soddisfacente.

Paesi dell'Europa orientale.

L'Unione sovietica ha non solo registrato raccolti molto soddisfacenti, ma anche un ampio aumento nella produzione per uomo dell'industria ed un incremento nell'attività edilizia; come risultato, la crescita del reddito nazionale è progredita a quasi l'8,5 dal 4,8 % del 1969. L'espansione degli investimenti fissi si è ripresa dal 3,5 al 9%. La priorità assegnata, specialmente nel 1969, al completamento dei programmi di investimento vale anche a spiegare l'accelerazione della produzione industriale all'8,3 % nel 1970; l'incremento dell'1,2 % dell'occupazione presso l'industria si è soltanto ragguagliato a metà di quello registrato negli anni precedenti. La riorganizzazione dell'industria delle costruzioni all'inizio del 1970, comprendente un mutamento nel sistema di gestione, ha sortito buoni risultati. Il commercio con l'estero è aumentato in termini di valore di circa l'11 %, e quindi un po' più che nel 1969. L'incremento del reddito reale pro capite si è riportato intorno al 5 %.

Circa lo stesso saggio di sviluppo del reddito pro capite dell'Unione sovietica ha conseguito anche la *Bulgaria*, i cui sforzi per contenere la domanda interna si sono concentrati negli investimenti fissi ai quali, tanto nel 1969 quanto nel 1970, non è stato consentito alcun aumento dopo la sproporzionata espansione degli anni prece-

denti. Altro obiettivo è stato quello di consolidare i conti con l'estero. In effetti, un modesto avanzo era già stato conseguito nel 1969, e nel 1970, con le esportazioni e le importazioni cresciute rispettivamente del 12 e 14%, il saldo attivo è salito a quasi \$200 milioni. L'incremento della produzione industriale è marginalmente diminuito, di concerto con la produttività, al 9,3%. L'espansione del reddito nazionale prodotto è stata del 7%, rispetto al 7,9% del 1969.

In *Polonia*, lo sviluppo del 6% nel reddito nazionale regge bene il confronto con il 2,9% del 1969. Con un aumento dell'1,5% nel livello di occupazione, l'incremento della produzione per uomo occupato è risultato ben superiore alla precedente media, soprattutto nell'industria. La produzione industriale globale è salita dell'8,3%. Nel settore dei beni strumentali si è avuto un progresso del 9%; d'altra parte, la produzione dei beni di consumo è aumentata del 7%, mentre la lavorazione dei prodotti alimentari è salita soltanto dell'1,6%, soprattutto a causa dello stato di depressione della produzione agricola, cresciuta dell'1,9% dopo essere diminuita nel 1969. Nel 1970, una parte notevole della espansione nella produzione globale è stata assorbita dalle esportazioni e dagli investimenti. L'aumento delle esportazioni è accelerato dal 10% nel 1969 al 13% nel 1970 - grazie specialmente alle vendite all'Europa occidentale ed a quelle di prodotti alimentari - mentre l'incremento delle importazioni è rimasto invariato ad oltre il 12%. Gli investimenti lordi si sono sviluppati dell'11%, e circa metà dell'aumento è dovuto all'accumulazione di scorte. I consumi pubblici e privati, in complesso, sono progrediti del 4%, e quelli privati, da soli, del 3,5%. Il reddito reale per lavoratore è aumentato soltanto dell'1,2%, per cui l'accumulazione di depositi a risparmio e, soprattutto, di saldi liquidi, è sensibilmente rallentata. Per superare difficoltà strutturali in agricoltura, nella primavera del 1971 sono stati introdotti incentivi per metodi di coltivazione più efficienti.

Nel 1970 l'espansione economica globale è rimasta, nella *Germania orientale*, praticamente invariata, pari cioè al 5,2%. L'analisi delle componenti dell'offerta e della domanda rivela tuttavia tensioni che sono andate accumulandosi negli ultimi anni. La produzione è rallentata da un incremento del 7% nel 1969 al 6,4%; l'aumento nella produttività è stato il più basso registrato in tutti i paesi dell'Europa orientale. Come in Polonia, l'agricoltura ha conseguito risultati sfavorevoli per il secondo anno consecutivo. Le costruzioni sono state influenzate dalle cattive condizioni atmosferiche, ma anche da strozzature negli approvvigionamenti. Il progresso degli investimenti fissi, che è ammontato al 7%, è stato all'incirca metà di quello realizzato l'anno prima. L'aumento delle vendite al minuto è sceso dal 6 al 4,2%, ma è stato superiore a quello dei redditi monetari. Gli avanzi commerciali di \$400 milioni e \$200 milioni, conseguiti, rispettivamente, nel 1968 e 1969, sono stati sostituiti da un disavanzo di \$150 milioni.

Nel 1970, la *Cecoslovacchia* è riuscita a ristabilire l'equilibrio interno, mantenendo in pari tempo all'incirca in pareggio i conti commerciali. All'inizio del 1970 è stato introdotto un blocco dei prezzi ed i redditi sono stati tenuti sotto rigoroso controllo; di conseguenza, i salari nominali sono cresciuti di non più del 2,6% dopo un incremento del 7,4% l'anno prima. I salari reali ed i consumi privati hanno presentato un aumento dell'1% contro, rispettivamente, il 6,1 e 7,5% nel 1969. Il coefficiente del risparmio è migliorato per la prima volta in tre anni, mentre l'espansione degli investimenti fissi, altra fonte d'inflazione negli anni passati, è stata ridotta di oltre metà,

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

Paesi	Reddito nazionale prodotto ¹			Produzione industriale globale			Produzione agricola globale		
	1968	1969	1970	1968	1969	1970	1968	1969	1970
aumenti annuali reali, in percento									
Albania	11,0	11,0	6,0	19,0	11,0	7,7	2,5	10,0	5,0
Bulgaria	6,4	7,9	7,0	10,2	9,9	9,3	-7,3	2,2	4,0
Cecoslovacchia	8,4	6,5	5,0	5,5	5,2	7,7	5,5	1,0	1,3
Germania orientale	5,3	5,1	5,2	6,1 ²	7,0 ²	6,4 ²	1,0	-6,3	.
Polonia	9,0	2,9	6,0	9,4	8,9	8,3	4,4	-4,7	1,9
Romania	6,8	7,9	6,6	11,6	10,8	11,8	-3,6	3,1	-5,4
Ungheria	5,0	7,2	5,0	5,3	3,0	7,4	0,5	5,2	-5,0
URSS.	8,3	4,8	8,5 ²	8,3	7,1	8,3	4,5	-3,3	8,7

¹ Prodotto materiale netto. ² Esclusi i prodotti in corso di lavorazione. ³ Reddito nazionale distribuito all'interno del paese.

Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1970*.

al 6%, in parte mediante una politica creditizia più restrittiva. In conseguenza di maggiori incrementi nella produttività, il progresso della produzione industriale lorda è accelerato, sebbene le consegne finali si siano ridotte da un aumento dell'8,9% nel 1979 ad uno del 7% nel 1970. La produzione agricola è rimasta depressa, avendo superato il livello dell'anno precedente dell'1,3%, e lo sviluppo del reddito nazionale prodotto è passato dal 6,5% nel 1969 al 5% lo scorso anno.

Allo scopo di stimolare la produttività e dopo due anni di rapido incremento del livello dell'occupazione nell'industria, l'Ungheria ha introdotto un'imposta su stipendi e salari, da applicarsi alla mano d'opera assunta all'inizio del 1970. Come conseguenza, nel 1970 il livello dell'occupazione nell'industria è cresciuto di non più dello 0,6%. Nello stesso tempo, l'espansione della produzione industriale è accelerata dal 3 al 7,4%. Essa ha così fornito un forte sostegno all'incremento del reddito nazionale, che si è ridotto soltanto dal 7,2 al 5%, nonostante che la produzione agricola abbia registrato una contrazione del 5%, scendendo press'a poco al suo livello del 1968. Soprattutto la produzione di grano è stata duramente colpita in seguito alle cattive condizioni atmosferiche e alle inondazioni, mentre la produzione di bestiame ha mantenuto un buon livello. In complesso, la produzione interna ha seguito l'andamento della domanda interna ed esterna ed è stata integrata da un'espansione nelle importazioni, che in termini di valore è ammontata al 30%. In pari tempo, il progresso delle esportazioni è rallentato e il conto merci ha subito una variazione di \$350 milioni, registrando un disavanzo di \$190 milioni; i proventi valutari derivanti dal turismo hanno continuato a svilupparsi in modo soddisfacente. I redditi ed i consumi personali sono cresciuti con ritmo più rapido che l'anno prima: i consumi pro capite sono aumentati del 6%. Le scorte che si erano andate esaurendo nel 1969 sono state ricostituite e lo sviluppo degli investimenti fissi è più che raddoppiato, avendo toccato il 15%. Per finanziare gli investimenti, le industrie interessate agli scambi internazionali hanno fatto ricorso ai mercati creditizi esteri. All'inizio del 1971 sono state adottate nuove misure fiscali per incoraggiare ulteriormente lo sviluppo economico e, per quanto riguarda la politica creditizia, il credito deve essere concesso soprattutto alle imprese i cui prodotti conseguano i maggiori profitti, alle industrie del settore dei beni d'investimento ed a quelle che lavorano per l'esportazione.

Anche in *Romania* gli sviluppi economici hanno rispecchiato le avverse condizioni atmosferiche prevalse nel 1970. La produzione agricola si è ridotta del 5,4%, dopo tre anni consecutivi di quasi completo ristagno. La produzione industriale, invece, è cresciuta di poco meno del 12%, in conseguenza del più alto incremento nella produttività registrato fra i paesi dell'Europa orientale, dovuto in parte ad un alto saggio di completamento degli investimenti. L'espansione degli investimenti fissi è stata del 9,3%, ossia ha superato di un terzo quella dell'anno prima. L'incremento delle importazioni è accelerato dall'8,2 al 12%, mentre quello delle esportazioni è salito al 13,5%. Il disavanzo commerciale ha subito una lieve flessione, scendendo a circa \$96 milioni. Recentemente è stata avviata una riforma dell'organizzazione del commercio estero. In linea di principio, i produttori dovranno stringere legami più stretti con i mercati delle esportazioni, mentre le importazioni dovranno essere esaminate più attentamente dal punto di vista del loro impatto sull'efficienza dell'economia interna. Inoltre, è prevista la cooperazione fra imprese residenti e non residenti in Romania e all'estero.

Nel 1970, in *Albania* l'espansione economica si è ridotta al 6% del prodotto materiale netto contro un saggio dell'11% in ciascuno dei due anni precedenti.

In *Jugoslavia* l'inflazione dei prezzi è proseguita nel 1970 in seguito ad un forte aumento nei costi di lavoro verificatosi anteriormente. Essendosi sviluppata una domanda eccessiva, anche il conto merci è deteriorato. Le spese per investimenti, di un terzo superiori a quelle dell'anno prima, ed i consumi privati, gonfiati da un incremento di un quarto nei redditi delle famiglie, nonché un'espansione eccessiva del credito al consumo, hanno aiutato a far traboccare la domanda. In pari tempo, l'aumento dell'offerta interna si è indebolito. L'incremento del 9% nella produzione industriale sostiene il confronto con uno dell'11% l'anno prima, e la contrazione nella produzione agricola, dovuta in ampia misura alle inondazioni, ha contribuito alla flessione dal 9,8 al 5,5% nell'incremento del prodotto nazionale lordo. Per far fronte alla situazione, le autorità hanno limitato l'espansione del credito e, in luglio, hanno introdotto un'imposta speciale sulle importazioni. In ottobre queste misure sono state seguite da un blocco dei prezzi, un inasprimento delle condizioni relative alle vendite rateali e l'applicazione di un sistema di depositi sulle importazioni. Poi, in dicembre, è stato imposto un limite ai miglioramenti salariali. Durante il 1970 l'aumento del costo della vita si è aggirato sull'11%. Siccome, nel 1970, le importazioni sono cresciute del 35% e le esportazioni del 14%, il deficit commerciale è quasi raddoppiato, essendo salito a \$1,2 miliardi, sicché, nonostante un rapidissimo aumento degli introiti derivanti dalle partite invisibili (rimesse dei lavoratori e proventi dal turismo, da soli, hanno totalizzato \$775 milioni) la posizione netta sull'estero della Banca nazionale è peggiorata e l'indebitamento verso l'estero delle banche ha registrato un notevole incremento.

Nel gennaio 1971 il dinaro è stato svalutato del 16,7%. Successivamente è stato abolito lo schema di depositi sulle importazioni e ridotta l'imposta sulle merci importate. La svalutazione è stata appoggiata da un inasprimento della politica creditizia e dal blocco dei fondi di bilancio. Nella primavera del 1971 è stata messa allo studio una serie di misure di stabilizzazione a più lungo termine. Durante questo periodo l'inflazione dei prezzi è continuata ed il deficit commerciale è ulteriormente aumentato.

II. MONETA, CREDITO E MERCATI DEI CAPITALI.

A partire dall'ultimo periodo del 1969, quando l'inflazione della domanda fu arrestata o indebolita in una serie successiva di paesi, le forze che contribuiscono all'inflazione dei costi hanno continuato a manifestare molto vigore. La funzione stabilizzatrice della politica di bilancio è stata assai diversa da paese a paese, mentre quella propria della politica dei redditi ha trovato applicazione soltanto in alcuni casi. Dal punto di vista monetario sono pertanto emerse ampie differenze nel peso attribuito a considerazioni di politica economica interna o esterna. A causa della loro economia in fase di ristagno, gli Stati Uniti hanno guidato il movimento verso saggi d'interesse più bassi, ma questi saggi erano manifestamente incompatibili con le necessità date dalla posizione del paese verso l'estero. Nell'Europa occidentale e in Giappone tale movimento è stato accolto in misura diversa e spesso con molta riluttanza. Questi atteggiamenti hanno rispecchiato profonde differenze non soltanto nelle situazioni interne ed esterne, ma anche nel grado di autonomia monetaria che l'Parlamentario della politica di ciascun paese in questo campo garantisce. I contrasti fra le diverse politiche economiche si sono andati estendendo nel primo trimestre del 1971, quando l'attenuazione delle misure monetarie negli Stati Uniti è stata accelerata e la flessione nei saggi d'interesse si è intensificata.

All'inizio della primavera del 1971 gli scarti fra i saggi d'interesse hanno tuttavia ripreso a ridursi. Le autorità monetarie americane hanno operato sui saggi a breve per farli aumentare, prendendo anche limitate misure per compensare il deflusso di fondi. Nei paesi dell'Europa occidentale, verso la fine di marzo ha avuto inizio una nuova serie di riduzioni del saggio di sconto, compresi ribassi di un punto in Germania, nel Regno Unito e in Svezia, di mezzo punto in Belgio, nei Paesi Bassi, in Italia e in Danimarca e di un quarto di punto in Spagna. Queste misure non sono state tuttavia sufficienti ad evitare i sempre più imponenti afflussi di capitali che, all'inizio di maggio, sono culminati nella crisi valutaria. Quali che siano gli altri meriti di essi, gli allineamenti dei cambi che ne sono scaturiti dovrebbero contribuire a consolidare l'autonomia monetaria interna dei paesi interessati. In un quadro più ampio, poichè nella maggior parte dei paesi le prospettive per costi e prezzi sono tuttora poco rosee, è possibile che le recenti tendenze verso una politica meno restrittiva debbano venire alquanto frenate o addirittura invertite.

Formazione di attività liquide e credito bancario.

Gli sviluppi dello scorso anno mostrano quanto può essere difficile tenere sotto controllo la situazione monetaria e creditizia in presenza di notevoli perturbazioni interne od esterne. Con l'eccezione dell'America del Nord, le restrizioni creditizie hanno continuato ad essere applicate per la massima parte dell'anno praticamente in tutti i paesi. Ma l'inflazione persistente dei costi ha reso inevitabilmente necessaria un'espansione di moneta e quasi moneta (cioè, depositi vincolati e a risparmio) maggiore che nell'anno precedente. In simili condizioni, misure monetarie rigorosamente restrittive avrebbero non soltanto sottoposto a pressione la solvibilità delle aziende,

Sistema bancario: Situazione monetaria.

Paesi	Anni	Variazioni annuali nelle principali attività					Variazioni nella moneta e quasi moneta ¹	PNL	
		attività			passività			variazioni nel volume	deflatore dei prezzi
		Attività estere nette	Credito al settore pubblico	Credito al settore privato	Moneta	Quasi moneta			
miliardi di unità monetarie nazionali							in percento		
Austria	1968	4,12	3,45	11,16	3,87	11,99	9,8	4,6	1,4
	1969	3,26	3,90	19,74	4,69	16,59	12,0	6,2	3,6
	1970	3,45	3,53	23,65	4,29	20,66	12,5	7,1	4,6
Belgio	1968	- 11,00	31,60	27,30	26,00	18,30	15,7	3,6	2,4
	1969	7,50	28,50	16,10	9,80	29,50	27,9	6,5	3,6
	1970	11,10	20,70	12,80	32,40	13,10	8,0	5,5	4,3
Canada	1968	0,33 ²	0,83	2,08	1,64	1,86	14,8	4,9	3,5
	1969	0,07 ²	- 0,69	2,05	- 0,69	1,41	2,6	5,1	4,7
	1970	1,48 ²	0,38	1,08	1,66	1,59	11,6	3,3	4,1
Danimarca	1968	- 0,04	0,94	6,11	3,59	2,42	14,2	3,7	5,4
	1969	- 0,61	- 1,00	6,76	3,05	1,96	10,4	7,7	5,6
	1970	0,29	- 1,26	3,88	- 0,34	2,28	3,6	3,7	.
Finlandia ³	1968	1,006	- 419	911	486	1.178	12,4	2,3	10,7
	1969	204	- 50	2.098	472	1.478	13,0	9,9	3,2
	1970	340	- 109	2.682	818	1.962	16,4	7,3	3,1
Francia	1968	- 15,72	3,26	35,95	15,84	13,77	11,6	4,8	4,6
	1969	- 9,35	3,51	22,99	0,76	16,64	6,1	7,9	7,0
	1970	13,71	- 1,33	44,13	23,41	21,62	15,0	5,8	5,4
Germania	1968	10,70	11,17	30,90	5,53	34,56	17,1	7,2	1,6
	1969	- 2,98	1,59	51,22	5,96	33,76	10,1	8,1	3,5
	1970	14,65	6,97	44,04	8,79	31,26	9,3	4,9	7,4
Giappone	1968	403	759	5.094	1.786	3.270	14,8	14,4	3,7
	1969	802	500	7.336	3.128	4.119	18,5	12,1	4,1
	1970	389	185	8.790	3.077	4.761	16,9	11,5	6,3
Italia	1968	346	1.484	2.902	2.282	1.736	12,1	6,0	1,5
	1969	- 756	1.186	4.278	3.382	1.104	12,1	5,9	4,1
	1970	305	2.467	4.138	6.802	- 518	15,1	5,1	6,2
Norvegia	1968	1,03	1,32	1,96	1,86	2,14	12,2	4,0	3,2
	1969	- 0,38	1,27	3,17	1,15	2,57	10,1	5,5	3,7
	1970	1,12	2,73	3,03	1,94	4,28	15,4	2,9	12,0
Paesi Bassi	1968	- 0,31	1,25	2,40	2,17	2,00	14,1	6,7	3,8
	1969	0,85	0,58	2,66	1,57	2,19	11,1	5,1	6,0
	1970	2,02	0,23	2,63	2,70	- 0,12	6,9	6,0	4,6
Regno Unito ⁴	1968	- 1.089	1.406	685	1.052	-	-	3,2	3,9
	1969	642	- 761	553	445	-	-	1,9	5,0
	1970	722	- 146	1.355	1.495	-	-	2,0	7,3
Spagna	1968	4,88	28,82	219,73	66,30	159,54	18,8	5,7	4,6
	1969	- 17,21	16,97	271,02	89,41	176,98	18,8	7,4	3,5
	1970	46,47	28,22	226,73	41,24	214,49	15,1	6,6	5,6
Stati Uniti	1968	0,90 ²	13,80	30,40	11,90	20,60	8,9	4,7	4,0
	1969	1,30 ²	- 5,70	19,30	7,80	- 12,40	- 1,2	2,8	4,7
	1970	- 2,50 ²	25,50	13,40	8,10	44,60	13,4	- 0,4	5,3
Svezia	1968	- 0,07	1,83	5,26	2,30	4,55	15,1	4,0	2,3
	1969	- 1,77	0,36	1,48	- 0,64	1,26	1,2	5,7	3,2
	1970	0,66	0,31	2,00	1,48	1,40	5,5	4,4	6,1
Svizzera	1968	2,55 ⁴	0,95	8,10	4,08	5,64	13,4	4,2	3,5
	1969	0,57 ⁴	1,42	11,20	4,30	11,53	19,3	5,9	2,7
	1970	3,04 ⁴	0,61	8,87	4,57	8,85	13,7	4,3	4,6

¹ Da dicembre a dicembre. ² Soltanto autorità monetarie. ³ Milioni di unità monetarie nazionali. ⁴ Soltanto la Banca nazionale.

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

ma avrebbero, in linea più generale, avuto serie conseguenze politiche e sociali. In parecchi casi, poi, quando sono andati diffondendosi timori di una crisi generale della liquidità, si è dovuto dare la priorità, almeno per un certo tempo, al mantenimento di ordinate condizioni sui mercati del credito. Infine, ed elemento non dei meno importanti, i massicci flussi di capitali, registrati nell'anno scorso, hanno spesso ingrandito enormemente i problemi del governo della moneta.

Il quasi generale andamento in diminuzione dell'espansione reale nel prodotto nazionale lordo e di accelerazione negli aumenti dei prezzi e nell'incremento dei mezzi di pagamento è messo chiaramente in evidenza dalla tabella alla pagina precedente. I mezzi di pagamento, in senso stretto, sono cresciuti con ritmo più rapido in tutti i paesi con l'eccezione di Austria, Danimarca, Giappone e Spagna, dove, nell'anno precedente, il loro incremento era stato considerevole. L'andamento è stato meno pronunciato per le passività in quasi moneta del sistema bancario, sulle quali influiscono fortemente le variazioni nella struttura dei saggi d'interesse. In Germania e nei Paesi Bassi, il rallentamento nella formazione di quasi moneta è stato accompagnato da uno spostamento verso strumenti di mercato recanti saggi d'interesse più elevati. Un fenomeno analogo si è verificato in Belgio, ove i saggi d'interesse su cospicui depositi vincolati, che costituiscono praticamente l'unica attività finanziaria a breve a disposizione di non residenti, sono stati adeguati all'ingiù, come mezzo per regolare l'afflusso di fondi. In Italia, lo spostamento ha avuto luogo dal risparmio ai depositi a vista e la quasi moneta si è effettivamente ridotta. In altri paesi peraltro la quasi moneta è cresciuta assai rapidamente, rispecchiando spesso la costituzione di liquidità nel settore personale in un anno d'incertezza nella spesa da parte dei consumatori. Negli Stati Uniti un fattore importante è stato l'allentamento delle limitazioni sui saggi d'interesse corrisposti su cospicui depositi vincolati, ciò che ha nuovamente reso possibile alle banche di essere competitive nel raccogliere fondi.

Lo scorso anno, in molti paesi l'obiettivo immediato delle restrizioni creditizie è stato la riduzione del credito al settore privato, ed è in questo campo che sono stati conseguiti i risultati più degni di nota. Negli Stati Uniti e nel Canada peraltro, l'indebolimento della domanda per credito bancario aveva già incominciato a rispecchiare la flessione nell'attività economica, mentre nel Belgio questo andamento si è verificato congiuntamente ad afflussi di valute estere. Ma in Danimarca, Germania, Norvegia, Paesi Bassi e Svizzera le misure restrittive hanno costituito un importante fattore nel lento incremento dei crediti bancari verso il settore privato. Anche in altri paesi misure di questo tipo hanno contribuito a contenere entro limiti ragionevoli l'espansione del credito al settore privato. Difatti, in quasi tutti i paesi dell'Europa occidentale (con l'eccezione soprattutto di Germania ed Italia) e in Giappone tale credito è stato assoggettato a limiti quantitativi per tutto, o quasi tutto, il 1970. Nel Regno Unito, dove i prestiti in sterline da parte delle banche sono stati limitati mediante direttive emanate dalle autorità, l'aumento registrato nel totale del credito concesso a detto settore ha rispecchiato, in ampia misura, i crediti in valute estere contratti tramite le banche. In Svezia l'espansione di tale credito è stata un riflesso non tanto dei prestiti accordati all'economia, che sono cresciuti assai lentamente, bensì delle sottoscrizioni, da parte delle banche, di obbligazioni immobiliari allo scopo di soddisfare gli obblighi delle riserve legali. In Francia, la notevole espansione nel credito bancario al settore privato ha rappresentato, in parte, la sostituzione di credito

bancario a credito proveniente da altra fonte, dopo che, in ottobre, sono stati aboliti i limiti quantitativi sui prestiti bancari. In Finlandia le misure creditizie sono state alquanto allentate quando il peso maggiore delle restrizioni ha assunto la forma di depositi bloccati presso la banca centrale per ragioni anticicliche.

Nella maggior parte dei paesi, il credito del sistema bancario al settore pubblico è cresciuto lo scorso anno più lentamente, o si è ridotto più rapidamente, che nel 1969. La variazione più importante si è verificata in Francia, paese nel quale le restrizioni imposte sulla spesa hanno aiutato il governo a conseguire un avanzo finanziario. Sebbene nel Regno Unito il settore pubblico in complesso abbia registrato per il terzo anno consecutivo un notevole miglioramento nella sua posizione finanziaria netta, nel 1970 la riduzione netta dell'indebitamento verso il sistema bancario è stata minore che nell'anno precedente. In Danimarca l'avanzo di cassa del governo è cresciuto notevolmente ed è stato utilizzato soprattutto per migliorare la sua posizione netta presso la banca centrale. In Belgio, Finlandia, Giappone, Paesi Bassi e Svezia la variazione ha rispecchiato, in grado diverso, una riduzione nel ricorso al credito da parte del governo dovuta anche alle maggiori entrate tributarie gonfiate dall'inflazione, ma in molti casi anche all'introduzione, spesso tardiva, di aumenti tributari e restrizioni sulla spesa pubblica. In Italia il governo ha accumulato un più cospicuo disavanzo che, in una certa qual misura, è stato il risultato del differimento di pagamenti e perdite di entrate in conseguenza degli scioperi dell'ultima parte del 1969; esso è stato finanziato quasi interamente dalla banca centrale. In Germania, il fabbisogno finanziario del governo centrale e di quelli locali è stato insolitamente ampio, ma l'aumento a quasi DM 7 miliardi nei fondi ricevuti in prestito dal sistema bancario va osservato alla luce dell'incremento di quasi DM 4,1 miliardi nei depositi del settore pubblico presso la banca centrale, consistenti soprattutto nei proventi temporaneamente bloccati di una sovrimposta sul reddito rimborsabile e di un fondo di riserva anticiclico. Negli Stati Uniti e nel Canada l'espansione del credito bancario al settore pubblico ha rispecchiato non soltanto un deterioramento del bilancio pubblico, ma anche la ricostituzione, da parte delle banche, dei portafogli di titoli governativi quando la domanda privata di credito è andata indebolendosi. In Norvegia le banche hanno acquistato cospicui importi di titoli governativi, allo scopo di soddisfare più elevate percentuali di riserve obbligatorie.

Tanto nel Belgio che nei Paesi Bassi il minore fabbisogno finanziario del governo è stato accompagnato da un notevole ricorso per credito al mercato dei capitali interno; in Belgio la differenza è stata utilizzata per effettuare rimborsi di debiti precedentemente contratti all'estero tramite le banche e nei Paesi Bassi per consolidare la posizione netta del governo rispetto alla banca centrale. Nel Regno Unito le autorità hanno dovuto compiere, nel marzo-settembre 1970, acquisti netti di titoli governativi da privati non bancari, ma più avanti nell'anno è stato dato l'avvio a vendite nette.

Lo scorso anno, mentre l'espansione del credito all'interno dei singoli paesi era generalmente sottoposta a restrizioni, si sono sviluppati, in parte, congiuntamente con il miglioramento delle condizioni monetarie negli Stati Uniti, saldi attivi verso l'estero che hanno contribuito notevolmente alla formazione di liquidità in quasi tutti gli altri paesi. Mentre, nel 1969, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Norvegia, Spagna e Svezia avevano registrato una contrazione nelle attività nette sull'estero del sistema bancario, questo movimento si è nettamente invertito nel 1970. E Austria,

Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1969.

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		Paesi Bassi	
26 ottobre 1967	3%	13 novembre 1968	6	20 dicembre 1968	5
11 settembre 1969	4%	14 giugno 1969	7	9 aprile 1969	5½
22 gennaio 1970	5	9 ottobre 1969	8	4 agosto 1969	6
		27 agosto 1970	7½	5 aprile 1971	5½
		20 ottobre 1970	7		
Belgio		8 gennaio 1971	6½	Portogallo	
19 dicembre 1968	4½	13 maggio 1971	6%	1° settembre 1965	3
6 marzo 1969	5			25 aprile 1970	3½
10 aprile 1969	5½	Germania		6 febbraio 1971	3%
29 maggio 1969	6	12 maggio 1967	3		
3 luglio 1969	7	18 aprile 1969	4	Regno Unito	
18 settembre 1969	7½	20 giugno 1969	5	19 settembre 1968	7
22 ottobre 1970	7	11 settembre 1969	6	27 febbraio 1969	8
10 dicembre 1970	6½	9 marzo 1970	7½	5 marzo 1970	7½
25 marzo 1971	6	16 luglio 1970	7	15 aprile 1970	7
		18 novembre 1970	6½	1° aprile 1971	6
		3 dicembre 1970	6		
Canada		1° aprile 1971	5	Spagna	
18 dicembre 1968	6½			27 novembre 1967	4%
3 marzo 1969	7	Giappone		22 luglio 1969	5½
11 giugno 1969	7½	7 agosto 1968	5,84	23 marzo 1970	6½
16 luglio 1969	8	1° settembre 1969	6,25	22 gennaio 1971	6%
12 maggio 1970	7½	28 ottobre 1970	6	5 aprile 1971	6
1° giugno 1970	7	20 gennaio 1971	5%		
1° settembre 1970	6½	8 maggio 1971	5%	Stati Uniti	
12 novembre 1970	6			18 dicembre 1968	5½
15 febbraio 1971	5%	Grecia		4 aprile 1969	6
24 febbraio 1971	5%	25 giugno 1968	5	13 novembre 1970	5%
		1° febbraio 1969	5½	4 dicembre 1970	5%
		1° luglio 1969	6	8 gennaio 1971	5½
		15 settembre 1969	6½	22 gennaio 1971	5
				19 febbraio 1971	4%
Danimarca		Italia		Svezia	
29 agosto 1968	6	7 giugno 1958	3½	11 ottobre 1968	5
31 marzo 1969	7	14 agosto 1969	4	28 febbraio 1969	6
12 maggio 1969	9	9 marzo 1970	5½	11 luglio 1969	7
20 gennaio 1971	8	5 aprile 1971	5	19 marzo 1971	6½
15 aprile 1971	7½			23 aprile 1971	6
		Norvegia		Svizzera	
Finlandia		14 febbraio 1955	3½	10 luglio 1967	3
28 aprile 1962	7	27 settembre 1969	4½	15 settembre 1969	3%
1° giugno 1971	8½				

Belgio, Canada, Finlandia, Giappone, Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera che, nel 1969, avevano conseguito incrementi, nel 1970 hanno continuato ad accumulare attività sull'estero (con l'eccezione del Giappone) in misura talvolta assai superiore che nel 1969. L'atteggiamento verso questi afflussi di valute estere è variato da un paese all'altro, ma per alcuni - soprattutto Germania, Paesi Bassi e Svizzera - il governo della moneta è stato reso nettamente più difficile.

Mercati nazionali dei capitali.

Nel 1970, il quadro dell'attività nel campo delle nuove emissioni di titoli ha presentato forti contrasti. Negli Stati Uniti e nel Canada il ritorno a condizioni monetarie improntate a maggiore larghezza è stato accompagnato da un cospicuo volume di emissioni obbligazionarie effettuate da imprese ed autorità pubbliche. Per quanto

Mercati dei capitali: Emissioni (al netto).

Paesi	Anni	Settore pubblico		Settore privato		Emis- sioni obbliga- zionarie estere	Totale	Settore privato ed emisioni estere	Totale
		Governo	Auto- rità locali e organi pub- blici	Azioni	Obbli- gazioni				
		miliardi di unità monetarie nazionali								in percento del PNL
Belgio	1968	18,56	24,75	22,27	30,59	0,93	97,10	5,2	9,4
	1969	17,46	26,60	20,11	24,07	2,12	90,36	4,0	7,9
	1970	11,11	37,47	19,52	39,26	.	107,36	4,7	6,5
Canada	1968	0,91	1,32	0,52	0,57	0,01 ¹	3,32	1,5	4,7
	1969	0,25	1,22	0,79	0,56	—	2,82	1,7	3,6
	1970	1,22	1,90	0,31	1,22	—	4,65	1,8	5,5
Danimarca	1968	-0,12	.	0,13	6,85	—	6,86	7,6	7,4
	1969	-0,14	.	0,32	8,20	—	8,38	8,1	8,0
	1970	-0,10	.	0,26	6,83	—	6,99	6,0	5,9
Francia	1968	-0,94	0,84	3,63	5,90	—	9,33	1,5	1,5
	1969	-1,00	0,58	7,54	6,97	—	14,09	2,0	1,9
	1970	-1,05	1,13	8,68	10,40	—	19,16	2,4	2,4
Germania	1968	1,24 ²	2,46	3,15	13,85	5,16 ³	25,85	4,1	4,8
	1969	0,06 ²	0,27	2,80	12,15	6,18 ³	21,46	3,5	3,6
	1970	0,36 ²	1,42	3,59	12,09	2,50 ³	19,96	2,7	2,9
Giappone	1968	581	163	478	1.536	—	2.758	3,9	5,4
	1969	372	173	547	1.769	—	2.861	3,9	4,8
	1970	351	183	1.027	1.936	—	3.497	3,8	4,6
Italia	1968	554	660 ⁴	473	1.835	44	3.565	5,0	7,5
	1969	353	1.113 ⁴	681	1.865	12	4.024	4,9	7,7
	1970	245	619 ⁴	1.011	1.738	— 2	3.612	4,7	6,2
Paesi Bassi	1968	0,26	0,71	0,24	0,39	0,03 ¹	1,64	0,7	1,8
	1969	0,63	0,64	0,20	0,30	—	1,97	0,5	1,9
	1970	0,68	0,63	0,17	0,78	0,02 ¹	2,28	0,9	2,0
Regno Unito	1968	-0,51 ⁷	0,12	0,36	0,27	-0,04	0,21	1,4	0,5
	1969	0,18 ⁷	0,07	0,21	0,41	-0,01	0,87	1,3	1,9
	1970	-0,27 ⁷	0,10	0,09	0,19	-0,01	0,09	0,5	0,2
Stati Uniti ⁸	1968	12,50 ⁹	9,40	4,00	14,00	1,90 ¹	41,80	2,3	4,8
	1969	-4,00 ⁹	5,00	10,40	13,80	1,30 ¹	26,50	2,7	2,8
	1970	15,00 ⁹	8,00	9,80	23,40	1,40 ¹	57,60	3,5	5,9
Svezia	1968	2,15	0,38	0,49	6,27	0,05	9,34	5,1	7,0
	1969	1,71	0,35	0,84	7,83	—	10,73	5,9	7,3
	1970	0,73	0,18	0,45	7,23	—	8,59	4,7	5,3
Svizzera	1968	0,16	0,61 ⁴	0,49	2,05 ⁵	0,82 ⁶	4,13	4,5	5,6
	1969	0,19	0,44 ⁵	0,81	1,90 ⁵	0,74 ⁶	4,08	4,3	5,1
	1970	0,03 ⁵	0,71 ⁵	0,52	2,36 ⁵	0,45 ⁶	4,07	3,8	4,6

¹ Al lordo. ² Variazioni negli averi del mercato in prestiti obbligazionari e titoli a medio termine. ³ Emis-
sioni estere (al lordo) più la parte delle emissioni internazionali trattate da banche nazionali. ⁴ Incluso il ricorso
indiretto al credito da parte del Tesoro. ⁵ Compresa le emissioni collocate privatamente. ⁶ Compresa parte
delle emissioni internazionali trattate da banche nazionali. 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
partecipazione.

riguarda le imprese, questo andamento è da attribuire soprattutto all'urgente neces-
sità di consolidare l'indebitamento a breve e ricostituire le attività liquide. Tuttavia,
l'ampio ricorso al mercato, nonostante la flessione piuttosto moderata nei saggi a lungo
termine, fa pensare che le aspettative inflazionistiche abbiano pure influito sul com-
portamento dei prenditori di prestiti. Il pronunciato incremento nelle emissioni di
obbligazioni da parte delle autorità locali ha costituito in entrambi i paesi la reazione

al modesto volume di emissioni effettuate durante la fase di restrizioni. Negli Stati Uniti, l'attività di emissione nel settore del governo ha rispecchiato un costante e cospicuo volume di indebitamento da parte di organi di credito operanti sotto l'egida del governo federale, a sostegno di prestiti ipotecari concessi per l'edilizia residenziale, mentre quella nel Canada è scaturita in ampia misura dalla necessità di finanziare l'espansione delle riserve valutarie.

Le nuove emissioni sono state anche notevolmente più consistenti in Belgio, Francia, Giappone e Paesi Bassi. Nei primi tre paesi questo andamento è stato agevolato, durante il 1970, dalle più facili condizioni monetarie che hanno accompagnato il miglioramento dei bilanci pubblici. In Francia e Giappone l'aumento delle emissioni di obbligazioni e azioni è da ascrivere alle imprese private, mentre in Belgio ha prevalso l'indebitamento da parte di istituti di credito pubblici e semipubblici. Nei Paesi Bassi sono rimaste in vigore le restrizioni relative al credito bancario, ma il mercato olandese dei capitali ha attirato un cospicuo volume di fondi dall'estero. Quantunque questi siano stati assorbiti soprattutto da emissioni effettuate dal settore privato, il governo, nonostante il minor fabbisogno di crediti, ha emesso obbligazioni su vasta scala per drenare liquidità.

In Svizzera le emissioni di capitali sono ammontate all'incirca allo stesso importo netto dell'anno precedente, mentre in Germania si sono ridotte notevolmente. In entrambi questi paesi le emissioni estere sono state deliberatamente "tagliate" per un certo tempo, allo scopo di alleviare le tensioni sui mercati nazionali dei capitali. Questo movimento ha lasciato un più ampio margine per l'emissione di obbligazioni da parte di imprese nazionali e settore pubblico. Le emissioni di azioni sono cresciute notevolmente in Germania, ma hanno subito una flessione in Svizzera.

In Danimarca, Italia, Svezia e Regno Unito le nuove emissioni sono state nettamente inferiori nel 1970. La maggiore contrazione è occorsa nel Regno Unito, paese in cui l'alto livello dei saggi d'interesse a lungo termine e la debolezza del mercato azionario hanno fortemente scoraggiato l'emissione di azioni da parte delle società. Nel settore pubblico la riduzione netta nei titoli governativi si spiega con le cospicue vendite nette effettuate dal settore bancario, che invece ha compiuto massicci acquisti di buoni del Tesoro, in previsione di una flessione nei saggi a breve. In Italia, nei dodici mesi decorsi fino alla metà del 1970 la pronunciata contrazione nelle nuove emissioni si è verificata congiuntamente ad un forte adeguamento all'insù dei saggi interni a lungo termine ai livelli internazionali. In queste condizioni, i prenditori di prestiti italiani del settore pubblico e privato hanno assorbito sui mercati dei capitali esteri ed internazionali quasi lire 1.100 miliardi contro poco più di lire 100 miliardi nel 1969. Ma, come nel 1969, la Banca d'Italia ha dovuto acquistare l'equivalente di circa due quinti dei titoli a reddito fisso emessi sul mercato nazionale.

In Danimarca la riduzione registrata lo scorso anno nelle nuove emissioni è stata, in ampia misura, la conseguenza di un cospicuo volume di nuove emissioni effettuate nel 1969, in seguito alle modificazioni apportate alle norme che regolano il mercato obbligazionario. La Banca nazionale non è più stata una forte acquirente netta di titoli, come nei due anni precedenti, mentre il governo ha di nuovo utilizzato in parte il suo avanzo di cassa per ridurre la consistenza dei titoli già emessi. In Svezia la flessione nelle emissioni di obbligazioni governative ha provocato una imponente contrazione nel loro totale complessivo.

Emissioni di obbligazioni estere ed internazionali.

Lo scorso anno, il totale delle emissioni di obbligazioni estere ed internazionali è ammontato a \$4,8 miliardi, ossia è stato del 10% inferiore all'importo raggiunto nel 1969 ed è rimasto di ben il 25% al disotto dell'importo, eccezionalmente elevato, registrato nel 1968. Rispetto al 1969 la flessione può essere attribuita in parti eguali alle emissioni tradizionali "estere" sui singoli mercati nazionali e alle emissioni "internazionali" collocate simultaneamente su un certo numero di mercati. Così, la quota delle emissioni internazionali sul totale si è mantenuta, lo scorso anno, sui tre quinti, dopo essere cresciuta rapidamente dal 1963 al 1969. Nella prima metà del 1970 le emissioni sono ammontate soltanto a \$1.850 milioni, quando il tono sui mercati dei capitali è stato piuttosto debole, ma sono balzate a \$2.915 milioni nella seconda metà, accelerando ulteriormente all'inizio del 1971.

Emissioni estere. Nello scorso anno la riduzione di \$250 milioni nelle emissioni estere, al livello di \$1,9 miliardi, è da ascrivere agli sviluppi verificatisi nell'Europa occidentale, dove le emissioni sono scese a \$520 milioni da \$820 milioni l'anno prima. In Germania i titoli emessi sono calati a \$150 milioni dopo aver toccato l'importo medio di \$465 milioni per i due anni precedenti. Allo scopo di alleviare le tensioni sul mercato dei capitali nazionale, all'inizio del 1970 le emissioni estere sono state sospese per circa quattro mesi e poi riprese su scala modesta. Anche in Svizzera le pressioni sul mercato dei capitali hanno indotto le autorità, verso la fine della primavera, a sospendere brevemente le emissioni estere. Tuttavia, le autorizzazioni per nuove emissioni sono state accordate con maggiore larghezza più avanti nell'anno, quando un non desiderato rimpatrio di fondi ha fatto aumentare la domanda per obbligazioni.

Negli Stati Uniti, il più importante mercato per emissioni di obbligazioni estere, l'importo di esse ha quasi raggiunto \$1,4 miliardi. Una riduzione nell'indebitamento del Canada è stata più che compensata da due emissioni di istituzioni internazionali che l'anno prima non si erano presentate sul mercato SU. In Giappone è stata autorizzata per la prima volta un'emissione estera (per conto della Banca per lo Sviluppo dell'Asia).

Emissioni internazionali. Nel 1970 le emissioni internazionali si sono ridotte di circa \$300 milioni, scendendo a \$2,8 miliardi. E' stata registrata una sensibile flessione nelle emissioni di Stati Uniti, Canada e Giappone, ma questo andamento è stato in parte compensato da un incremento nell'indebitamento di paesi ed istituzioni dell'Europa occidentale. La quota con cui tali paesi ed istituzioni hanno partecipato al totale delle emissioni, dopo essere scesa al 25% nel 1968, quando gli Stati Uniti hanno fatto ricorso in misura eccezionalmente ampia all'estero per credito, è salita lo scorso anno al 56%, reggendo favorevolmente il confronto con circa il 50% di tre anni prima.

La riduzione nelle emissioni effettuate da società americane e rispettive affiliate, nonchè da prenditori di prestiti canadesi è, in parte, da attribuirsi al miglioramento delle condizioni monetarie in patria. Molte aziende SU, per effettuare investimenti esteri, hanno potuto rivolgersi di nuovo a fonti nazionali di finanziamento a causa dei margini accumulati in base alle norme stabilite dal programma per la bilancia dei

Emissioni estere e internazionali di obbligazioni: Offerte pubbliche e collocamenti privati.¹

Debitori (paesi o aree)	Anni	Emissioni estere su mercati nazionali					Stati Uniti	Totale	Emissioni inter-nazionali	Totale emissioni all'estero
		Europa				Totale				
		Ger-mania ²	Sviz-zerà ³	Altri paesi	Totale					
milioni di dollari SU										
Europa occidentale	1967	—	77	5	82	—	82	937	1.019	
	1968	99	104	14	217	—	217	792	1.009	
	1969	69	123	6	197	3	201	1.317	1.517	
	1970	—	111	12	123	—	123	1.471	1.594	
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	
	1970	—	14	—	14	890	904	142	1.046	
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	
	1970	—	98	—	98	—	98	742	840	
Giappone	1967	—	—	—	—	15	15	—	15	
	1968	—	14	—	14	—	14	180	193	
	1969	—	—	—	—	9	9	246	255	
	1970	—	12	—	12	—	12	108	120	
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	
	1970	—	37	12	49	199	248	229	478	
Istituzioni internazionali	1967	—	14	100	114	510	624	120	744	
	1968	218	50	138	405	470	931 ⁴	40	971	
	1969	207	14	30	251	—	251	40	291	
	1970	150	17	57	224	300	541 ⁴	143	684	
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 ⁴	3.368	6.359	
	1969	419	298	102	819	1.355	2.174	3.110	5.284	
	1970	150	289	81	520	1.390	1.926 ⁴	2.836	4.762	

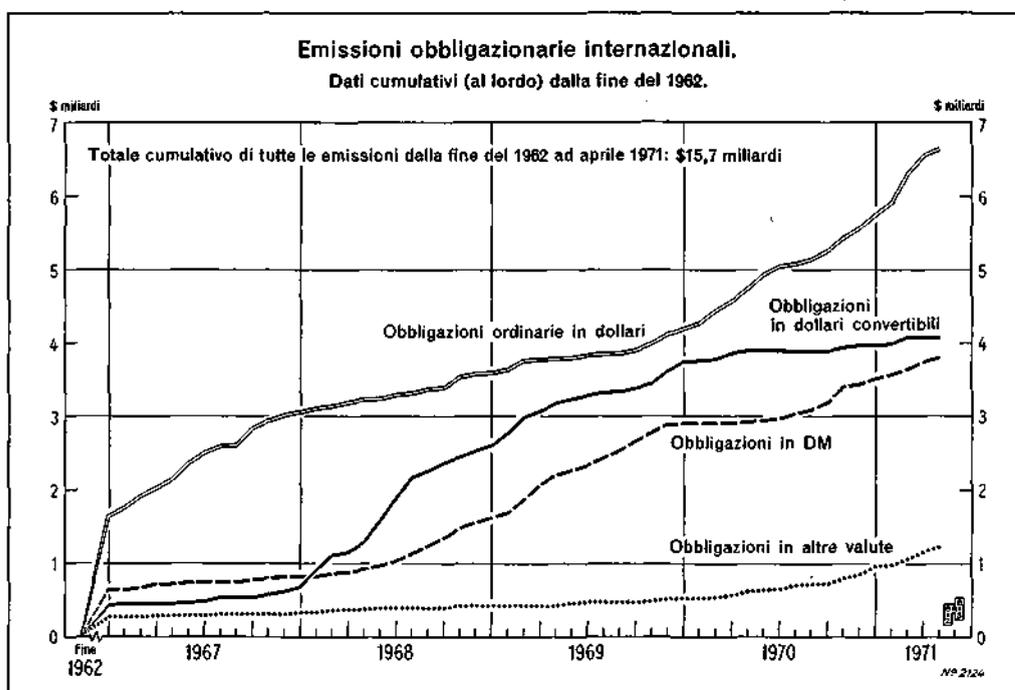
¹ Compresi obbligazioni e titoli con scadenze medie di cinque o più anni, ma esclusi prestiti e crediti con possibilità di rinnovo ottenuti dalle banche. L'indebitamento di società attraverso loro associate all'estero è di norma compreso in quello del paese in cui ha sede la società madre. ² Esclusi i prestiti garantiti da certificati di indebitamento ("Schuldscheindarlehen") collocati privatamente. ³ Comprese le emissioni di "holding" finanziarie estere domiciliate in Svizzera. ⁴ Compresi modesti importi collocati in altre aree.

pagamenti. Sembra anche che i prenditori dei prestiti SU e canadesi - nonché altri - abbiano potuto ottenere, nel 1970, un volume assai maggiore di finanziamenti mediante crediti bancari a medio termine in eurodollari. D'altra parte, la contrazione nelle emissioni giapponesi può essere stata provocata non tanto dalle condizioni monetarie interne, quanto dalla politica di contenere il saldo attivo della bilancia dei pagamenti. A partire dalla primavera del 1971 i prestiti esteri devono essere autorizzati soltanto se si vuole utilizzare il loro ricavo all'estero.

Nei paesi dell'Europa occidentale la persistenza di condizioni monetarie relativamente tese, per tutto o quasi il 1970, ha indotto i prenditori di prestiti ad avvalersi in più ampia misura delle emissioni internazionali. Ciò sembra essere stato il caso del Regno Unito, che ha emesso prestiti per \$ 230 milioni, nonché di un altro importante prenditore di prestiti, la Francia, con \$ 245 milioni. In Italia, le cui emissioni di obbligazioni sono più che raddoppiate (raggiungendo l'importo di \$ 340 milioni), ha

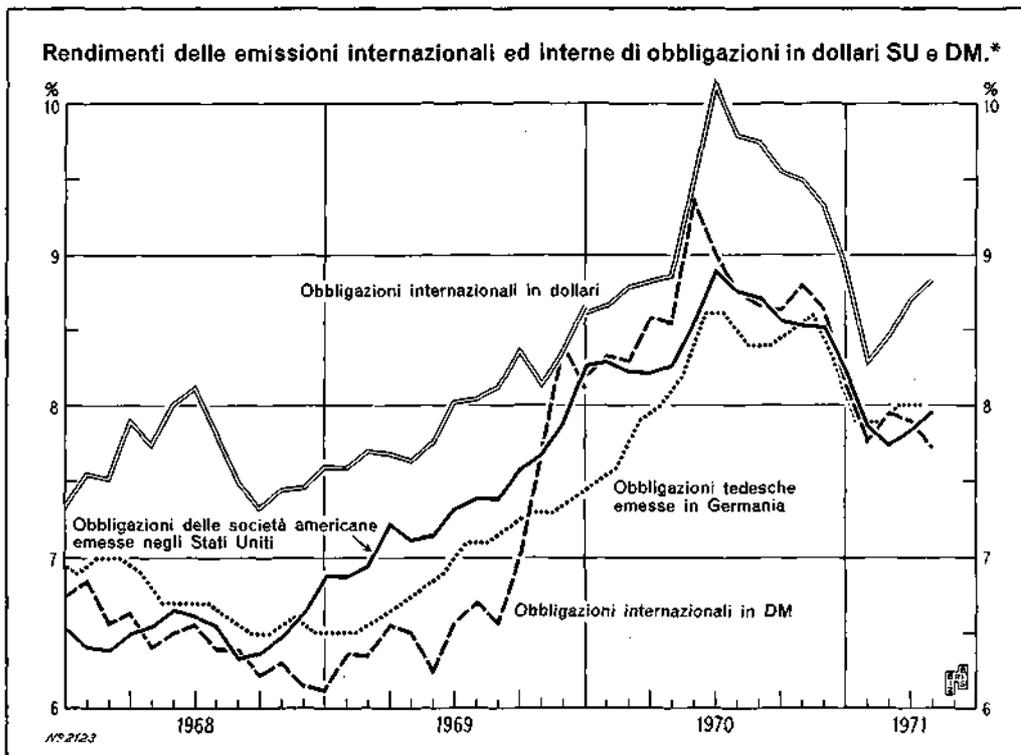
svolto una funzione l'incoraggiamento non ufficiale delle autorità. (Ove si includano crediti e prestiti a medio e lungo termine ricevuti da banche, lo scorso anno l'Italia ha ottenuto credito dall'estero per quasi \$ 2 miliardi.) Seguono in ordine di importanza Paesi Bassi e Germania (rispettivamente \$ 170 e 120 milioni), i quattro paesi scandinavi e l'Irlanda (con importi che variano da \$ 40 a 90 milioni). Le emissioni effettuate da istituzioni europee, che hanno rappresentato \$ 125 milioni su \$ 145 milioni collocati da tutte le istituzioni internazionali, sono state assai superiori al loro livello del 1969.

Le statistiche relative alle bilance dei pagamenti mettono in evidenza che gli acquisti di obbligazioni internazionali da parte di residenti italiani sono stati alquanto inferiori e gli acquisti da parte di residenti tedeschi assai più ridotti nel 1970 che nel 1969. D'altra parte, la flessione dei saggi a breve sulle eurodivise ha probabilmente indotto i risparmiatori di numerosi paesi a spostarsi verso le euro-obbligazioni.



Volgendoci ad esaminare i tipi di emissioni, si può osservare che la prolungata flessione in atto sul mercato azionario SU dall'inizio del 1969 fino alla primavera del 1970 ha contribuito a ridurre sensibilmente le emissioni convertibili in dollari. Dalla loro punta di oltre \$ 1,9 miliardi nel 1968, sono scese a \$ 1,1 miliardi nel 1969 e soltanto a \$ 220 milioni lo scorso anno. Per contro, le obbligazioni ordinarie in dollari, che erano ritornate in auge dopo la rivalutazione del DM, sono aumentate in misura notevole. In pari tempo, per alcuni mesi dopo l'ottobre 1969 cessarono praticamente le emissioni in DM, ma hanno incominciato a riapparire nella primavera del 1970 e, per l'anno in complesso, sono ammontate a \$ 590 milioni, ossia al 23 % delle emissioni di obbligazioni ordinarie. In aggiunta, le banche olandesi hanno proceduto all'emissione di circa \$ 320 milioni di titoli quinquennali, stilati in fiorini, i quali, dato che

potevano essere venduti soltanto a non residenti per utilizzarne il ricavo all'estero, ha aiutato a ridurre i cospicui afflussi di fondi al mercato nazionale. Nel 1970 l'interesse dei risparmiatori nelle obbligazioni ordinarie sembra essere stato consolidato da diversi fattori speciali e, cioè, dalla crescente importanza della domanda di reinvestimenti connessa al riacquisto di emissioni più vecchie, dal più ampio utilizzo di titoli denominati in fiorini e dall'introduzione di obbligazioni ad interesse variabile e di obbligazioni stilate in unità monetarie europee. Un'altra caratteristica degli anni recenti è data dall'apparizione di emissioni internazionali di azioni, ma queste sono diminuite da \$ 515 milioni nel 1969 a soltanto \$ 125 milioni lo scorso anno, soprattutto perchè i fondi d'investimento hanno praticamente sospeso la loro attività di emissione.



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

Dall'autunno del 1968 alla primavera del 1970 i rendimenti delle obbligazioni internazionali in dollari sono cresciuti abbastanza regolarmente, di pari passo con quelli delle obbligazioni emesse dalle società SU sul mercato nazionale. Nella primavera del 1970, essendosi diffusi timori circa la liquidità, i rendimenti delle emissioni internazionali sono notevolmente aumentati, ad oltre il 10%, e il margine nei confronti delle obbligazioni emesse sul mercato nazionale si è andato ampliando. Successivamente, i rendimenti internazionali si sono rapidamente ridotti, soprattutto intorno al volgere dell'anno e lo scarto fra questi rendimenti e quelli delle obbligazioni interne si è ridotto. I rendimenti delle obbligazioni internazionali in DM, che erano cresciuti sensibilmente dopo la rivalutazione del DM, hanno raggiunto la loro punta nella primavera del 1970, periodo in cui si sono avvicinati ai rendimenti delle similari obbligazioni in dollari. Dopo quel momento, peraltro, fra rendimenti delle ob-

bligazioni internazionali in DM e quelli delle obbligazioni in dollari si è di nuovo creato uno scarto, di entità analoga, ma inferiore, a quello esistente prima della rivalutazione. Verso la fine del 1970 e all'inizio del 1971 i rendimenti delle obbligazioni internazionali in DM e delle obbligazioni interne emesse in Germania si sono allineati e poi hanno proceduto strettamente di conserva.

Nei primi quattro mesi del 1971 sono state emesse obbligazioni estere ed internazionali per un ammontare globale di circa \$ 2,2 miliardi, ovvero le emissioni sono di nuovo cresciute di più della metà rispetto a quelle effettuate in gennaio-aprile 1970. Le emissioni obbligazionarie internazionali sono fortemente aumentate, raggiungendo \$ 1,5 miliardi e contribuendo con poco meno del 70% al totale delle emissioni; questo andamento ha rispecchiato cospicue emissioni effettuate tanto da debitori SU che europei. All'inizio della primavera, peraltro, le nuove emissioni stavano procedendo con ritmo meno vivace e sono rallentate ancora di più, a causa di speculazioni valutarie ed incertezze circa i saggi d'interesse. Questi fattori si sono fatti sentire anche sul mercato secondario delle obbligazioni ordinarie in dollari, dove i rendimenti sono aumentati da circa l'8,3% in gennaio all'8,8% in aprile. I rendimenti delle obbligazioni in DM hanno presentato maggiore stabilità, in quanto durante questo periodo hanno fluttuato intorno ad un livello di poco inferiore all'8%.

Andamento del credito nei singoli paesi.

Stati Uniti. Il graduale ritorno verso più agevoli condizioni monetarie dall'inizio del 1970 in avanti si è svolto in massima parte secondo linee tradizionali. La Riserva federale ha fornito con maggiore larghezza nuovi fondi di riserva attraverso operazioni sul mercato aperto, ed il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto, in cinque fasi successive, dal 6 al 4,75%. La situazione monetaria derivatane è stata peraltro significativamente influenzata da due nuovi indirizzi di politica monetaria. Di questi, uno è rappresentato dalla maggiore attenzione che è stata dedicata al controllo degli "aggregati monetari", soprattutto dell'offerta di moneta e del credito bancario, considerati separatamente dalle riserve bancarie libere (cioè, eccedenza di riserve meno quelle prese a prestito) e dai saggi d'interesse. L'altro è consistito in misure volte a far sì che le banche, le quali avevano subito nel 1969 ingenti perdite di depositi, potessero diventare più competitive nella raccolta di mezzi monetari interni.

Il peculiare accento posto dalla Riserva federale sugli aggregati monetari non ha in alcun modo comportato lo stretto allineamento con predeterminati saggi della loro espansione, ma ha avuto piuttosto lo scopo di assicurarne un comportamento più regolare e definito che per il passato. Pertanto, all'inizio del 1970, le autorità mirarono dapprima ad un "modesto", eppoi ad un "moderato" sviluppo degli aggregati monetari. Diversamente, tra maggio e luglio, quando il mercato fu fortemente turbato dall'invasione della Cambogia e dalla insolvenza della compagnia ferroviaria "Penn Central", gli aggregati monetari passarono in seconda linea e le misure furono indirizzate all'alleviamento delle tensioni finanziarie. Successivamente, da agosto ad ottobre, particolare attenzione fu nuovamente dedicata al conseguimento di un modesto sviluppo degli aggregati monetari, combinato con un miglioramento delle condizioni del mercato creditizio. Verso la fine dell'anno, quando lo sciopero della General Motors fece sì che gli aggregati monetari scendessero al disotto del livello previsto, nessun correttivo immediato venne posto in essere per ovviare a tale andamento.

In pratica, lo scorso anno le autorità hanno dedicato la massima attenzione all'offerta monetaria intesa in senso stretto (moneta più depositi a vista), soprattutto dal momento che gli altri aggregati sono stati temporaneamente sfasati per effetto di disposizioni regolamentari. Durante l'intero anno l'offerta di moneta è aumentata del 5,4% contro il 3,1% registrato, in clima restrittivo, nel corso del 1969. Atteso che il prodotto nazionale lordo a prezzi correnti è salito del 4,9%, in presenza di una disoccupazione che a fine anno si aggirava sul 6,2%, al termine del 1970 sembra che l'espansione monetaria si sia mantenuta abbastanza moderata. Ad ogni modo, essa è risultata sensibilmente inferiore all'espansione media del 7,2% negli anni 1967-68, seguita alla stretta creditizia del 1966.

Per quanto riguarda il secondo aspetto della politica monetaria, una certa ricanalizzazione di flussi creditizi per il tramite del sistema bancario, successiva al processo di "disintermediazione" del 1969, è stata favorita dalla migliorata situazione monetaria generale e dalla caduta dei saggi del mercato. Tre misure speciali hanno peraltro facilitato tale processo. In gennaio i limiti massimi imposti dalla Disposizione Q agli interessi corrisposti sui grandi depositi vincolati furono elevati dello 0,75-

Stati Uniti: Variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Settori	Anni	Aumento netto delle attività finanziarie				Meno: Aumento netto delle passività finanziarie	Uguale a: Avanzo o disavanzo (-) finanziario	
		Moneta ¹	Crediti di risparmio ²	Crediti concessi e crediti verso il mercato dei titoli ³	Altre attività ⁴			Totale
miliardi di dollari								
Famiglie	1968	11,1	48,4	5,8	0,3	65,6	34,8	30,8
	1969	5,9	33,6	18,0	- 1,8	55,7	30,7	25,0
	1970	3,5	55,7	9,5	- 0,4	68,3	20,2	48,1
Aziende commerciali	1968	1,8	1,9	7,4	16,2	27,4	53,3	-25,9
	1969	- 0,8	- 9,8	13,8	25,1	28,3	67,7	-39,4
	1970	0,3	12,8	- 1,0	11,1	23,2	54,4	-31,2
Autorità statali e locali	1968	0,7	3,2	0,4	0,7	5,0	10,5	- 5,5
	1969	3,2	- 5,9	6,1	0,6	3,9	9,0	- 5,1
	1970	1,2	9,9	- 3,8	0,4	7,7	12,9	- 5,1
Governo federale ⁵	1968	- 1,7	-	8,1	4,9	11,4	19,1	- 7,7
	1969	1,1	-	11,5	2,2	15,1	6,6	8,5
	1970	2,5	-	12,6	- 0,4	14,7	26,2	-11,5
Sistema bancario ⁶	1968	1,9	-	42,1	3,6	47,7	45,9	1,8
	1969	0,4	-	21,9	1,7	23,9	22,2	1,7
	1970	1,9	-	33,1	8,3	43,3	41,1	2,2
Altri istituti finanziari	1968	0,9	- 0,1	45,6	3,7	50,0	49,7	0,3
	1969	0,5	- 0,1	49,0	- 0,7	48,7	50,4	- 1,7
	1970	1,3	0,7	48,1	1,6	51,7	51,6	0,1
Resto del mondo ⁷	1968	1,5	- 0,3	2,4	4,9	8,5	7,6	0,9
	1969	- 0,7	1,0	1,3	8,7	10,3	6,7	3,6
	1970	1,1	- 1,9	11,0	- 5,0	5,2	4,6	0,6
Totale	1968	16,2	53,1	111,8	34,3	215,6	220,9	- 5,3 ⁸
	1969	9,6	18,8	121,6	35,8	185,9	193,3	- 7,4 ⁸
	1970	11,8	77,2	109,5	15,6	214,1	210,9	3,2 ⁸

¹ Circolazione e depositi a vista. ² Crediti a valore fisso sotto forma di depositi vincolati ed a risparmio, partecipazioni in istituti di risparmio e credito edilizio ed unioni di credito, obbligazioni di risparmio SU e titoli di compagnie di assicurazioni sulla vita e di fondi pensione. ³ Compresi obbligazioni federali, obbligazioni di autorità statali e locali, obbligazioni e azioni di società, ipoteche, crediti al consumo, prestiti bancari ed altri prestiti vari. ⁴ Compresi crediti commerciali, investimenti esteri diretti ed attività varie. ⁵ Compresi organi di credito operanti sotto l'egida del governo federale. ⁶ Include il Sistema della Riserva federale e le banche commerciali e loro affiliate. ⁷ Variazione netta nelle attività o passività finanziarie rispetto agli Stati Uniti. ⁸ Scarti statistici.

1,25 %. Di conseguenza, dalla fine di marzo in avanti, i saggi offerti dalle banche per i depositi a più lunga scadenza divennero nuovamente competitivi. Un più importante passo fu compiuto alla fine di giugno, quando i limiti massimi relativi ai grandi depositi vincolati con scadenze di 30-89 giorni furono completamente rimossi. Questi provvedimenti, suggeriti dalla necessità di attenuare la severa stretta di liquidità aumentando le operazioni di prestito delle banche, furono seguiti da una rapida accelerazione del processo di formazione dei depositi vincolati. La terza misura sopraggiunse in agosto, quando si decise di sottoporre ad obblighi di riserva (5 % su fondi vincolati e 17,5 % su fondi a vista) le risorse raccolte dalle affiliate bancarie mediante l'emissione di carta commerciale allo scopo di rifinanziare prestiti bancari. Inoltre, contemporaneamente, le riserve obbligatorie a fronte dei depositi vincolati furono ridotte dal 6 al 5 %; le banche hanno pertanto potuto svolgere una più efficace concorrenza nella raccolta dei depositi, cessando nel contempo di procurarsi fondi all'interno, con altri mezzi, o attraverso il mercato dell'eurodollaro.

Il tipo di restrizioni monetarie adottate nel 1969 ed il ritorno a più agevoli condizioni nel 1970 hanno determinato profondi mutamenti nel flusso dei fondi disponibili per prestiti. Nel 1968, in condizioni di relativa facilità monetaria, i prestiti del sistema bancario e degli altri intermediari finanziari avevano coperto oltre tre quarti dei mezzi netti globalmente erogati sul mercato del credito. La restante parte era consistita di investimenti finanziari direttamente effettuati da settori non finanziari in attività quali valori mobiliari, prestiti e carta commerciale. Nel secondo semestre del 1969, da quando cioè la politica monetaria si era fatta molto restrittiva, la quota parte del credito netto globale erogata dalle istituzioni finanziarie cadde a soltanto due quinti. A causa soprattutto degli alti saggi d'interesse correnti sul mercato, i settori interni privati di natura non finanziaria (ivi comprese le autorità statali e locali) trascurarono i depositi bancari ed aumentarono i loro investimenti diretti in attività offerte dal mercato da soli \$12 miliardi del 1968 ad un saggio annuale di crescita di \$46 miliardi nella seconda metà del 1969. A partire dal secondo semestre del 1970 questo processo di disintermediazione si è più che invertito. I settori privati non finanziari si sono nuovamente orientati su larga scala verso i depositi, mentre i prestiti concessi dal sistema bancario e dalle altre istituzioni finanziarie hanno rappresentato praticamente l'intero totale dei fondi netti erogati sul mercato creditizio.

Comparativamente, la variazione globale netta dei mezzi attinti sui mercati del credito si è mantenuta in proporzioni abbastanza moderate. Il credito netto totale, dopo essere diminuito da \$97 miliardi nel 1968 ad un saggio annuale di \$88 miliardi nel secondo semestre del 1969, è nuovamente salito a \$101 miliardi nel secondo semestre del 1970. La ripresa intervenuta nella domanda di credito va comunque unicamente ascritta alla situazione del governo federale che dal rimborso di debiti al saggio annuo di \$7,5 miliardi nel primo semestre del 1969 è passata ad un indebitamento di \$16 miliardi nella seconda metà del 1970. I finanziamenti globali accordati a tutti gli altri settori sono caduti da oltre \$100 miliardi nel primo semestre 1969 ad un minimo di \$83 miliardi nel corrispondente periodo del 1970, rimanendo poi a questo livello nella seconda parte dell'anno.

Il ricordo delle precedenti strette monetarie ha indotto gli operatori ad approfittare del miglioramento delle condizioni del mercato nel 1970 per espandere notevolmente la loro domanda di finanziamenti a lungo termine. Le emissioni di obbligazioni

Stati Uniti: Totale dei fondi netti attinti sui mercati creditizi da settori non finanziari.

Strumento creditizio o settore	1967	1968	1969 ¹		1970 ¹		1971 ¹
			1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre	1° trimestre
miliardi di dollari							
Domanda di fondi:							
Titoli del governo SU	13,0	13,4	- 7,5	0,3	9,5	16,1	- 5,3
Azioni delle imprese	2,4	- 0,7	2,0	7,6	6,0	7,7	6,1
Obbligazioni di società ed estere	15,9	14,0	14,6	11,6	18,7	23,5	28,1
Titoli di autorità statali e locali	8,7	9,6	11,1	5,2	9,6	14,1	26,0
Ipotecche	22,0	27,3	28,8	27,1	21,9	28,6	29,0
Credito al consumo	4,6	11,1	10,5	8,2	5,5	3,2	4,2
Prestiti bancari	9,6	13,4	18,1	13,0	8,3	- 2,9	1,9
Altre domande	7,3	8,8	15,4	14,6	13,1	11,0	11,8
Totale	83,5	96,9	93,0	87,6	92,6	101,4	101,8
Forniti direttamente da:							
Governo federale	5,1	4,7	1,9	3,7	4,2	4,5	5,6
Sistema bancario	41,4	43,2	22,8	10,0	15,5	57,0	64,1
Altri intermediari finanziari	34,4	34,2	35,4	25,3	33,8	44,9	66,2
Settore privato non finanziario ²	- 0,2	12,3	32,5	46,4	29,6	- 17,4	- 50,3
Estero	2,9	2,5	0,6	2,0	9,5	12,4	16,2
Totale	83,5	96,9	93,0	87,6	92,6	101,4	101,8

¹ Saggi annuali rettificati.

² Compresa autorità statali e locali.

ed azioni societarie, nonché di titoli di autorità statali e locali, hanno toccato nel secondo semestre del 1970 il saggio annuo di \$45 miliardi, pari cioè al doppio circa di quello registrato l'anno prima. Anche il credito ipotecario si è sviluppato notevolmente nel corso del 1970. Per contro, la domanda di credito bancario è caduta assai bruscamente e l'espansione del credito al consumo ha continuato a diminuire.

Considerando il panorama da una diversa visuale, si osserva che le banche commerciali (comprese le loro affiliate) hanno visto le loro passività in depositi a vista e vincolati salire di \$43,8 miliardi nel 1970, dopo un'effettiva diminuzione di \$4,5 miliardi nel 1969. Per converso, la domanda di prestiti bancari, compresi quelli al consumo, è aumentata di soli \$4 miliardi, rispetto ad un'espansione di \$21,1 miliardi nel 1969. Le banche hanno reagito a questa situazione agendo in parte sulle passività, nell'ambito delle quali hanno ridotto di \$8,7 miliardi il loro indebitamento in eurodollari e carta commerciale, indebitamento che era aumentato di \$11,2 miliardi l'anno precedente. La rimanente espansione netta della provvista, pari a circa \$36 miliardi, è stata utilizzata per l'acquisto di titoli governativi e carta di mercato aperto (\$11 miliardi), di obbligazioni di autorità statali e locali (\$10,1 miliardi) e di altre attività varie comprendenti anche titoli ipotecari e carta commerciale emessa dalle società. Il principale sostegno al mercato ipotecario è stato peraltro apportato dagli istituti di risparmio e credito edilizio e dalle casse mutue di risparmio, cui nel 1970 i risparmi sono affluiti ad un ritmo molto più sostenuto.

Nei primi quattro mesi del 1971 l'espansione della quantità di moneta è accelerata ad un saggio annuo del 9% circa, mentre i depositi vincolati presso le banche commerciali sono balzati in avanti ad un saggio del 25%. La ripresa economica seguita agli scioperi dell'ultimo trimestre ha in qualche modo influito su tali sviluppi,

che, peraltro, hanno molto più verosimilmente rispecchiato le crescenti preoccupazioni delle autorità per la debolezza di fondo dell'economia. La domanda di crediti commerciali è sembrata stagionalmente più vivace, ma le crescenti risorse finanziarie del sistema bancario si sono principalmente trasformate in titoli, in particolare di autorità statali e locali. Inoltre, le banche hanno continuato a ridurre le proprie passività nei confronti delle loro filiali estere ed il volume della carta commerciale di origine bancaria. Il saggio a tre mesi sui buoni del Tesoro è sceso dal 4,75 % circa di fine 1970 al solo 3,3 % di fine marzo 1971. Questi sviluppi hanno sempre più dato adito a supporre che l'allentamento della stretta monetaria sia stato spinto più lontano del necessario, creando le premesse per futuri problemi di governo della moneta e sottoponendo inoltre gli altri paesi ad inopportune tensioni. In tale prospettiva il governo ha cominciato a considerare l'eventualità di porre in essere incentivi di natura fiscale, e le autorità monetarie hanno preso ad applicare tecniche di mercato intese a sostenere i saggi a breve, sottoponendo contemporaneamente a pressione quelli a lungo termine. Alla metà di maggio il saggio dei buoni del Tesoro a tre mesi era salito a circa il 4,25 %, ma anche i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine si erano consolidati.

Regno Unito. Nella primavera del 1970, dopo quasi due anni di severe restrizioni, la politica monetaria ha assunto un indirizzo più permissivo. Il saggio di sconto, che era stato ridotto dall'8 al 7,5 % ai primi di marzo, fu portato al 7 % in occasione della presentazione, a metà aprile, del nuovo bilancio. Inoltre, i limiti massimi quantitativi per il credito bancario furono modificati e sostituiti con direttive che indicavano un graduale aumento annuo del 5 % per i depositi delle banche principali globalmente considerate e del 7 % per quelli di ciascuna altra banca. Per contro, i depositi speciali, calcolati sui depositi passivi lordi, furono elevati di mezzo punto e fu chiarito che tal genere di variazione sarebbe divenuto per l'avvenire un più flessibile strumento di politica creditizia. Di carattere prioritario sarebbero stati ancora considerati i finanziamenti delle esportazioni, degli investimenti produttivi e dell'agricoltura.

Questi provvedimenti furono assunti in un contesto di capacità produttiva inutilizzata e di rallentata espansione, di una tesa situazione di liquidità delle imprese, di un persistente avanzo di bilancio e di ottimistiche previsioni sui futuri sviluppi salariali. Ci si attendeva che l'espansione del credito interno nell'anno fiscale si ragguagliasse a £ 900 milioni e che l'offerta di moneta intesa in senso lato aumentasse di circa il 5 %. In effetti, nonostante l'economia si sia sviluppata meno di quanto si pensasse, l'espansione dell'offerta di moneta ha di molto superato le previsioni.

I motivi di questo abnorme andamento vanno principalmente ricercati negli avvenimenti che hanno caratterizzato la vita delle imprese. Mentre durante la maggior parte del 1970 i loro investimenti lordi fissi progredivano ad un livello ben superiore a quello del 1969, le compagnie industriali e commerciali vedevano peggiorare le proprie possibilità di autofinanziamento, in parte a causa del rallentamento della domanda, ma soprattutto in conseguenza dei crescenti costi, particolarmente di quelli da lavoro. Come risultato, il loro deficit finanziario è rapidamente salito a £ 975 milioni, facendo seguito ad un disavanzo di £ 300 milioni nel 1969 e ad un avanzo di £ 175 milioni nel 1968.

Regno Unito: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Settore pubblico	Settore estero ¹	Settore personale	Società industriali e commerciali	Banche	Altri istituti finanziari
Risparmio più trasferimenti netti di capitali	1968	2.815		2.000	3.390		220
	1969	4.035		2.065	3.530		160
	1970	4.915		2.525	3.255		250
Formazione di capitali lordi interni (-)	1968	-3.850		-1.310	-3.215		-370
	1969	-3.730		-1.200	-3.830		-475
	1970	-4.095		-1.320	-4.230		-495
Avanzo o disavanzo (-) finanziario	1968	-1.030	305 ²	690	175		-150
	1969	310	-435 ²	890	-300		-315
	1970	820	-630 ²	1.200	-975		-245
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie</i>							
Prestiti bancari	1968	-80	-2.855	40	525	3.540	45
	1969	155	-4.860	75	615	5.225	20
	1970	400	-2.595	60	1.065	4.200	80
Biglietti di banca e monete metalliche, e depositi bancari	1968	-220	2.625	755	285	-3.515	70
	1969	-130	4.725	380	170	-4.980	175
	1970	-185	3.395	935	325	-4.690	220
Totale flusso monetario ³	1968	-1.410	1.410				
	1969	745	-745				
	1970	1.285	-1.285				
Prestiti e investimenti all'estero	1968	205	-420		185		30
	1969	30	-145		135		20
	1970	295	-195		40		65
Debito negoziabile del governo	1968	730	75	260	40	395	40
	1969	205	45	75	10	590	280
	1970	-280	15	205	10	140	315
Debito non negoziabile del governo	1968	5	-	40	55	10	5
	1969	215	60	235	380	15	-
	1970	320	30	40	230	20	10
Indebitamento delle autorità locali	1968	-585	-55	245	30	260	165
	1969	-600	30	220	85	320	115
	1970	-545	40	60	120	485	280
Crediti verso altri istituti finanziari ⁴	1968		105	2.455	25		-2.375
	1969		-	2.535	60		-2.590
	1970		15	3.300	5		-3.315
Azioni e titoli ⁵	1968	55	-125	485	120	70	605
	1969	15	135	400	135	35	355
	1970	5	65	860	205	85	645
Altri prestiti interni ⁶	1968	275		1.015	330	25	1.045
	1969	165		915	270	10	1.025
	1970	195		1.235	370	40	1.375
Transazioni non identificate.	1968	-	95	925	670		345
	1969	50	320	850	410		320
	1970	130	155	575	310		145

¹ Una cifra negativa indica un aumento dei crediti RU (o una riduzione nelle passività del Regno Unito) verso il settore estero. ² Saldo del conto merci e servizi. ³ Pari al totale dei finanziamenti ufficiali del settore estero. ⁴ Afflusso netto alle compagnie di assicurazione sulla vita ed ai fondi pensione e depositi presso altri istituti finanziari. ⁵ Comprende le transazioni in azioni di fondi d'investimento. ⁶ Soprattutto prestiti per l'acquisto di case.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

Entro certi limiti, l'ampio fabbisogno finanziario delle imprese ha potuto essere coperto da un più agevole accesso al credito bancario in valuta nazionale e mediante il rimborso dei depositi sulle importazioni. Ci si era aspettato, inoltre, che esse avrebbero incrementato il ricorso a forme di finanziamento a lungo termine. Peraltro, dopo essere alquanto migliorate all'inizio del 1970, le condizioni del mercato finanziario presero ad inasprirsi nuovamente in primavera, per restare poi sfavorevoli per tutto il resto dell'anno, con rendimenti delle obbligazioni societarie inferiori di rado al 10,5%. Ed in effetti le emissioni nette totali delle imprese industriali e commerciali si sono ridotte nel 1970 a sole £194 milioni contro £512 milioni nel 1969. La conclusione è stata che esse hanno cercato i finanziamenti altrove. Nelle prime fasi in cui le anticipazioni erano divenute meno care grazie alle riduzioni del saggio ufficiale di sconto, le imprese hanno aumentato il loro ricorso al credito bancario più rapidamente di quanto previsto nell'ambito delle direttive riguardanti l'indebitamento in sterline. Successivamente, in deroga ai controlli valutari, è stato loro consentito di contrarre ulteriori forti debiti in valute estere da utilizzare all'interno. Tale indebitamento, unitamente ad altri afflussi di valuta verificatisi nello scorso anno, ha contribuito a determinare una espansione inaspettatamente ampia dell'offerta di moneta.

L'azione di queste tendenze, nonché le corrispondenti reazioni da parte delle autorità, possono essere in ampia misura individuate nel comportamento dell' "espansione del credito interno" (pari, essenzialmente, alle variazioni nei mezzi di pagamento rettificati degli effetti del saldo attivo o passivo della bilancia dei pagamenti). Nel 1970 l'espansione totale del credito interno è ammontata a £995 milioni, dopo aver registrato una contrazione di £180 milioni nel 1969. Il principale elemento dinamico è stato il credito concesso al settore privato che è aumentato di £1.110 milioni contro un incremento di soltanto £480 milioni nell'anno precedente. Una quota considerevole dell'importo relativo al 1970 è consistita in crediti ricevuti in valute estere convertiti in sterline per essere utilizzati all'interno del paese.

Il fabbisogno di credito da parte del settore pubblico, dopo essere sceso da £1.825 milioni a -£475 milioni nel 1968 e 1969 è ritornato lo scorso anno ad un importo positivo di £10 milioni. Questa inversione non può essere attribuita ad un deterioramento dell'avanzo finanziario del settore (risparmio meno investimenti), che è invece salito da circa £310 milioni nel 1969 a £820 milioni. Piuttosto essa ri-

Regno Unito: Espansione del credito interno.

Voci	1967	1968	1969	1970
	milioni di sterline			
Fabbisogno di credito da parte del settore pubblico*	1.825	1.315	- 475	10
Vendite nette di debito del settore pubblico al settore privato non bancario (→)*	- 625	- 75	- 340	- 150
Credito bancario al settore privato	540	530	480	1.110
Credito bancario in sterline all'estero	25	140	150	25
Espansione del credito	1.765	1.905	- 180	995

* Credito ricevuto dal settore pubblico meno vendite di debito del settore pubblico al settore privato non bancario è uguale a variazioni nella circolazione monetaria più credito ricevuto dal settore pubblico da parte delle banche e il suo finanziamento netto esterno.

specchia, ampiamente, un passaggio dalle entrate per depositi sulle importazioni nel 1969 al loro rimborso nello scorso anno.

Sebbene, nel 1970, le necessità di credito del settore pubblico siano state trascurabili, esso ha preso a prestito da fonti interne circa £ 1.385 milioni e rimborsato debiti esteri per circa lo stesso importo. Le vendite nette di titoli del debito pubblico al settore privato non bancario (il cui importo figura come voce negativa nell'espansione del credito interno) sono ammontate soltanto a £ 150 milioni, ossia a meno della metà che nel 1969. In aggiunta, sono stati ottenuti fondi non soltanto con l'aumento della circolazione monetaria (£ 320 milioni), ma anche mediante il ricorso per credito alle banche, il cui importo è passato da -£ 365 milioni nel 1969 a £ 915 milioni lo scorso anno. Questa variazione si è ricollegata soprattutto a variazioni nel portafoglio titoli governativi delle banche congiuntamente ad afflussi di valute estere e ad un elevato saggio di formazione di depositi. Per cui le banche, dopo aver ridotto i loro averi in titoli governativi di £ 590 milioni nel 1969, hanno effettuato, lo scorso anno, acquisti netti per £ 140 milioni, i quali hanno rispecchiato acquisizioni di buoni del Tesoro per £ 550 milioni compensate da riduzioni negli averi in titoli di prim'ordine per £ 410 milioni. Inoltre, in contrasto con il 1969, lo scorso anno il Dipartimento bancario della Banca d'Inghilterra ha aumentato notevolmente i suoi averi in titoli governativi, mentre le anticipazioni bancarie alle autorità locali e alle imprese pubbliche sono accelerate.

Durante gli ultimi tre trimestri del 1970, le autorità monetarie hanno incontrato notevoli difficoltà nel raggiungere il loro obiettivo di evitare un'eccessiva espansione del credito interno. Dopo la presentazione del bilancio nell'aprile 1970 e prima delle elezioni di giugno, la fiducia nel mercato dei titoli di prim'ordine si affievolì sensibilmente, minata dal timore di una prolungata forte inflazione e dalle incertezze circa le prospettive esterne. Sebbene si consentisse ai rendimenti sui titoli governativi a lungo termine di crescere sino a quasi il 10% nel mese di giugno, le autorità dovettero assorbire circa £ 85 milioni di titoli di prim'ordine da detentori interni non bancari. La fiducia si rafforzò dopo le elezioni e la fine dello sciopero dei portuali, ma un altro quantitativo di valori mobiliari di prim'ordine per £ 170 milioni fu venduto alle autorità da detentori non bancari nell'ultimo trimestre, durante il quale venne a scadenza una consistente emissione. In luglio le autorità dovettero indirizzare un ammonimento alle banche per avere esse già sviluppato il credito in sterline più rapidamente di quanto consentito dalle direttive emanate per l'intero anno. La continua rapida ascesa dei salari è parsa rappresentare il più fiero ostacolo della politica monetaria. In ottobre, quando i salari ancora premevano verso l'alto, le autorità annunciarono che non erano previste misure monetarie "draconiane", e la sola azione intrapresa fu quella di aumentare i depositi speciali obbligatori di un intero punto sì da assorbire liquidità. Tale politica di moderato contenimento è stata ancora ribadita nel gennaio 1971, quando il Cancelliere ha annunciato che suo obiettivo sarebbe stato quello non di provvedere passivamente la quantità di moneta necessaria per sostenere il corrente livello inflazionistico, ma di fornirne una quantità alquanto inferiore. Il che significa non voler utilizzare di per sé la stretta monetaria come strumento per combattere l'inflazione dei salari.

In conclusione, l'offerta di moneta è cresciuta nel 1970 di £ 1.520 milioni, ossia di quasi il 9,5% contro un aumento di solo il 3% nel 1969. Tale incremento ha consi-

derevolmente ecceduto l'espansione del credito interno, ammontante a £ 995 milioni: la differenza è pertanto da attribuire all'effetto espansivo del saldo attivo dei conti con l'estero.

Nel primo trimestre del 1971 l'afflusso di valuta si è dimostrato particolarmente consistente, e ciò parte in conseguenza dei debiti in valuta estera contratti dalle imprese per fronteggiare le esigenze stagionali di liquidità, parte a causa dei saggi d'interesse relativamente elevati correnti nel Regno Unito. Per contenere l'indebitamento delle imprese, si è convenuto in gennaio che i crediti in valuta estera dovranno per il futuro avere una scadenza di almeno cinque anni, con coperture di cambio consentite solamente a valere sui sei mesi finali. L'afflusso estero ha conseguentemente trovato il proprio sbocco, per il tramite delle istituzioni finanziarie, sul mercato dei titoli di prim'ordine, dove più generalmente la crescente aspettativa di un ribasso dei saggi d'interesse è andata acuendo l'interessamento degli acquirenti. Le vendite ufficiali di valori mobiliari primari può essere ragguagliata a £ 1.250 milioni per il periodo gennaio-marzo. Inoltre, il fatto che un'ampia quota di queste vendite sia stata effettuata nei confronti di operatori non bancari ha contribuito a rallentare lo sviluppo dell'offerta monetaria e l'espansione del credito interno.

Nel presentare il nuovo bilancio, il Cancelliere ha preannunciato un'attenuazione delle direttive in materia creditizia tale da consentire ai prestiti in sterline di aumentare per il momento del 2,5 % a trimestre. Il che indurrà probabilmente le imprese a convertire parte dei loro debiti in valuta estera in impegni stilati in sterline; la riduzione di un intero punto del saggio ufficiale di sconto, avvenuta all'inizio di aprile, ha contribuito a rafforzare tale tendenza. In aggiunta, la diminuzione dell'imposta sulle società ha consentito un certo respiro alle imprese, le quali potrebbero anche attendersi di beneficiare di una più elevata spesa per i consumi. Continua tuttavia ad essere difficile che si possa porre sotto efficace controllo l'offerta di moneta senza l'apporto sostanziale di una politica dei redditi.

In maggio le autorità hanno fatto proposte che richiedono una estesa serie di modificazioni nelle tecniche concernenti il governo della moneta. In linea di principio, tali proposte comporterebbero l'abbandono dei limiti quantitativi sul credito, che hanno ostacolato la competizione e l'innovazione, in favore dell'affidamento sul meccanismo dei prezzi come mezzo per ripartire il credito bancario. In futuro, le autorità "avrebbero pertanto cercato di influire sulla struttura dei saggi d'interesse attraverso un controllo generale della liquidità di tutto il sistema bancario". I coefficienti di cassa e di liquidità comunemente applicati alle banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione e alle banche scozzesi verrebbero sostituiti con una percentuale unificata delle riserve applicata in tutto il sistema bancario. A fronte di questa percentuale fissa, i sistemi di depositi speciali e in contanti dovrebbero essere unificati e usati con maggiore flessibilità, congiuntamente a misure dirette a influenzare i saggi d'interesse. Il nuovo coefficiente delle riserve verrebbe fissato in relazione con le passività per depositi in sterline verso non banche, comprese le sterline acquisite mediante conversioni interne, e le attività di riserva comprenderebbero risorse disponibili ed attività che le autorità dovrebbero normalmente essere disposte a convertire in contanti, soprattutto denaro alla giornata sul mercato dello sconto, buoni del Tesoro, carta delle autorità locali e (sino ad una certa proporzione) effetti commerciali, nonché titoli governativi con scadenza massima di un anno. Un'altra proposta è che

le banche affiliate alla stanza di compensazione dovrebbero abbandonare i loro accordi collettivi per quanto concerne i saggi d'interesse, tranne quelli relativi ai depositi a risparmio. In generale, le proposte porrebbero tutte le banche britanniche sullo stesso piano competitivo tanto per le attività in sterline che per quelle in eurodivise. Come parte del nuovo indirizzo monetario, ma con effetto immediato, la Banca d'Inghilterra ha mutato il suo orientamento sul mercato dei titoli di prim'ordine. Mentre, finora, era di solito stata pronta ad acquistare simili titoli, sebbene ad un prezzo da essa stessa scelto, la Banca non si sente ora più obbligata a sostenere direttamente il mercato dei titoli di prim'ordine per valori con scadenza superiore ad un anno. Per cui, essa "non sarà normalmente disposta ad agevolare operazioni effettuate dalle banche per cedere i loro titoli di prim'ordine, anche se le loro vendite dovessero provocare temporaneamente un forte indebolimento del mercato".

Canada. Sebbene le condizioni della domanda fossero migliorate già da qualche mese, le incessanti pressioni esercitate da costi e prezzi spinsero le autorità a mantenere, nei primi mesi del 1970, una politica monetaria restrittiva. Ciò non di meno, parallelamente con gli sviluppi negli Stati Uniti, già sul volgere del 1969 i saggi d'interesse avevano incominciato un movimento discendente che è continuato sino all'inizio del 1971. Una netta attenuazione si è verificata a partire dal secondo trimestre, quando si è consentito che l'effetto del saldo attivo della bilancia dei pagamenti si rispecchiasse in un'accresciuta liquidità dell'economia. Ma gli imponenti afflussi di valuta registrati in questo periodo hanno costituito una seria minaccia sia per la tempestività sia per l'entità delle misure permissive ritenute appropriate. Quantunque alla fine di maggio le autorità avessero deciso di lasciare fluttuare il cambio del dollaro canadese, ristabilendo così un certo grado di autonomia monetaria, esse erano pronte, per ragioni interne, ad accelerare il ritorno a condizioni creditizie più facili. Dal maggio 1970 al febbraio 1971 il saggio ufficiale di sconto è stato portato, in sei fasi, dall'8 al 5,25%. In seguito all'azione di sostegno prestata dal governo a questo movimento, il bilancio pubblico è passato da un avanzo di \$610 milioni nel 1969 ad un disavanzo di \$165 milioni nel 1970.

Il nuovo orientamento si è riflesso in un rapido aumento delle attività e passività globali del sistema bancario che, nei nove mesi fino al dicembre 1970, sono cresciute, su base annuale rettificata per variazioni stagionali, di circa il 13,5% contro praticamente nessun incremento nei nove mesi precedenti. All'interno di questo totale, il credito all'economia è aumentato più lentamente di prima, mentre i prestiti personali, dopo essere rimasti piuttosto stazionari per un anno, hanno preso ad accelerare alla metà del 1970. Negli ultimi tre trimestri del 1970 il totale dei prestiti si è ampliato, su base annuale, soltanto del 6,1%, mentre le attività liquide (soprattutto titoli governativi) hanno compiuto un balzo del 31,5% e gli averi in altri titoli hanno pure registrato un cospicuo incremento. In tal modo le banche autorizzate, che nel 1969 avevano liquidato titoli per quasi \$0,5 miliardi, l'anno successivo hanno accresciuto i loro averi di circa \$2 miliardi.

Le nuove emissioni nette di titoli (comprese quelle stilate in valute estere) sono ammontate a quasi \$6 miliardi nel 1970, ossia a circa \$1 miliardo in più che nel 1969. Le emissioni del settore pubblico hanno fatto la parte del leone, con un importo globale di oltre \$4 miliardi. Soprattutto il governo centrale ha sensibilmente aumentato

il suo ricorso al mercato, prendendo a prestito un ammontare di quasi \$2 miliardi. Le emissioni di obbligazioni da parte delle società hanno pure presentato un cospicuo incremento rispetto al 1969, ma questo è stato più che compensato da una riduzione nelle nuove emissioni di azioni e carta a breve. In considerazione tanto dell'andamento dei saggi d'interesse, quanto delle pressioni dirette esercitate dalle autorità in favore del ricorso a mezzi finanziari interni, le nuove emissioni nette in valute estere si sono ridotte a \$600 milioni contro \$1.710 milioni e \$1.350 milioni, rispettivamente nel 1969 e 1968. Le vendite interne di titoli sono passate da \$3 miliardi nel 1969 a \$5,1 miliardi nel 1970; anche questo andamento si è verificato in seguito al fatto che le banche hanno effettuato cospicui acquisti netti di obbligazioni.

Dal 1969 al 1970 il totale di nuovi fondi attinti da settori non finanziari ai mercati creditizi è diminuito di poco più del 5%. Sul totale dei fondi raccolti dal governo, tre quarti sono stati utilizzati per finanziare l'espansione delle riserve valutarie. Lo scorso anno, sia l'indebitamento per crediti al consumo che quello ipotecario sono aumentati più lentamente. Il disavanzo finanziario del settore delle imprese deve essere cresciuto in seguito all'effetto congiunto dei maggiori investimenti, da una parte, e delle ripercussioni sfavorevoli prodotte sui profitti dall'inflazione dei salari e dalla rivalutazione del dollaro canadese, dall'altra. Tuttavia, le società hanno fatto ricorso al credito in minor misura e sembrano avere ridotto le loro attività finanziarie a breve, soprattutto i depositi in valute estere. Ma, per consolidare le loro posizioni di liquidità, si sono rivolte meno di prima alle banche per nuovo credito e alle emissioni di carta a breve, mentre hanno accresciuto il loro indebitamento a lungo termine a reddito fisso.

Canada: Totale dei fondi netti attinti sui mercati creditizi da settori non finanziari.

Settori	1968	1969	1970	Variazioni nei fondi netti attinti	
				1968-69	1969-70
milioni di dollari canadesi					
Consumatori	1.215	1.285	660	50	— 605
Prenditori di prestiti ipotecari ¹	1.230	1.595	1.330	365	— 265
Imprese non finanziarie ²	2.650	3.765	2.600	1.115	—1.165
Autorità provinciali e municipali ³	2.250	2.260	2.100	10	— 160
Governo del Canada ⁴	1.110	280	1.990	— 830	1.710
Totale	8.455	9.165	8.680	710	— 485

¹ Esclusi i prestiti ipotecari netti concessi da autorità governative e loro organi. ² Esclusa l'agricoltura.
³ Esclusi i prestiti ricevuti dal governo centrale, ma compresi i titoli acquistati in base ai programmi di pensione del Canada e del Quebec. ⁴ Escluse le nuove emissioni nette in valute estere.

All'inizio del 1971 le misure sono rimaste improntate all'espansione, allo scopo di sostenere il progresso economico — il cui ritmo si era nettamente accelerato dal quarto trimestre del 1970 — e contribuire a ridurre la disoccupazione. Le condizioni creditizie interne sono state ulteriormente alleggerite ed il bilancio pubblico supplementare, approvato alla fine del 1970, ha introdotto nuove misure di stimolo.

Giappone. La politica creditizia è stata inasprita dal settembre 1969, cioè nel quinto anno di sostenuta espansione economica e sullo sfondo di un cospicuo avanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Il saggio ufficiale di sconto è stato

aumentato e sono state emanate direttive più rigorose per quanto riguarda le posizioni nette di liquidità delle grandi banche e di quelle che accordano credito a lungo termine, allo scopo di impedire un incremento indebitamente rapido nella loro concessione di credito. Dopo di che, la concessione di credito da parte delle grandi banche, sulle quali le misure creditizie restrittive agiscono con la massima efficacia, è andata rallentando, ma i crediti accordati da tutti gli istituti finanziari, considerati insieme, hanno continuato ad espandersi notevolmente fino all'estate del 1970. Allora sono state prese misure monetarie espansive, principalmente per evitare che le eccessive scorte aziendali, come già si stava verificando, deprimessero la produzione.

Durante il 1970, la Banca del Giappone ha gradualmente allentato le norme per l'aumento del credito concesso dalle grandi banche, fissando limiti del 105% per il primo trimestre, del 109% per il secondo trimestre, del 111% per il terzo trimestre e del 116% per il quarto trimestre, dell'incremento registrato nel periodo corrispondente del 1969. A partire da giugno la Banca del Giappone ha messo a disposizione delle banche autorizzate ad effettuare operazioni valutarie fondi in yen (al di fuori delle quote di credito concesse dalla banca centrale) al saggio ufficiale di sconto e di prestito da utilizzare per il pagamento di importazioni in luogo di crediti in valute finanziati dall'estero. Inoltre, in considerazione del rallentamento dell'attività economica, in ottobre il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 6,25 al 6%.

Nel 1970 il governo ha notevolmente ampliato il suo avanzo finanziario impiegandolo in parte per diminuire le sue emissioni di titoli ed espandere i suoi averi in titoli. Inoltre, la sua posizione presso la banca centrale, imputabile al movimento nei conti relativi ai fondi generali, è migliorata in ragione di yen 515 miliardi che hanno più che compensato l'effetto sulla liquidità bancaria dell'espansione delle riserve valutarie ufficiali. Data questa situazione, la Banca del Giappone ha provveduto a fornire alle banche riserve addizionali mediante prestiti e acquisti di titoli, che, compresi i fondi resi disponibili per stimolare il passaggio ai finanziamenti in yen, sono cresciuti da yen 885 miliardi nel 1969 a yen 1.335 miliardi nel 1970. Ma, siccome la liquidità bancaria è rimasta sottoposta a pressione per la maggior parte dell'anno, i saggi per il denaro alla giornata non sono scesi al disotto dell'8,25-8,5% fino all'autunno, per poi scendere al 6,5% nell'aprile 1971.

Durante lo scorso anno, l'espansione dei depositi presso gli istituti finanziari ha subito un rallentamento. A causa della forte accumulazione di scorte e della ridotta redditività, nel 1970 il settore delle imprese ha realizzato un disavanzo finanziario assai più cospicuo. Il credito da esso ricevuto attraverso prestiti si è mantenuto ad un buon livello, e ha raccolto fondi in misura assai più ampia di prima attraverso emissioni di titoli. Nel settore personale, che ha registrato di nuovo un notevole incremento nel suo avanzo finanziario, la decelerazione nell'espansione dei depositi è stata accompagnata soprattutto da uno spostamento verso gli investimenti in titoli. Il rallentamento più pronunciato è stato osservato nei depositi a vista e ha costituito, in parte, una reazione agli aumenti, verificatisi nella primavera, nei rendimenti dei titoli e, per la prima volta in nove anni, nei saggi sui depositi vincolati.

Il volume globale dei prestiti bancari è aumentato nel 1970 del 17%, cioè è stato alquanto più rapido che nel 1969, mentre quello concesso da altri istituti finanziari, dopo essersi sviluppato molto velocemente nel 1969, lo scorso anno è aumentato

Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Settore delle società	Settore personale	Governo	Imprese pubbliche e autorità locali	Sistema bancario	Altri istituti finanziari	Resto del mondo ¹
		miliardi di yen						
Avanzo o disavanzo (—) finanziario	1968	-2.910	4.670	80	-1.455			- 375
	1969	-3.455	5.180	380	-1.340			- 765
	1970	-4.495	5.750	1.050	-1.580			- 725
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie²</i>								
Moneta e depositi vincolati	1968	1.990	4.870	- 995	155	-4.325	-1.700	
	1969	3.065	6.525	-1.190	220	-5.235	-3.385	
	1970	3.670	6.715	-1.400	210	-5.685	-3.510	
Crediti di compagnie di assicurazione e trusts . .	1968	130	1.515	- 235	5	—	-1.415	
	1969	165	1.815	- 280	5	10	-1.705	
	1970	185	2.175	- 360	10	25	-2.035	
Titoli (al netto)	1968	- 370	620	- 380	- 890	600	565	
	1969	- 445	1.045	- 75	- 880	255	335	
	1970	- 770	1.420	340	- 820	125	- 65	
Prestiti	1968	-5.610	-1.865	1.505	- 635	3.650	2.960	
	1969	-7.865	-2.715	1.705	- 650	4.650	4.075	
	1970	-9.420	-3.240	2.115	- 965	5.700	5.810	
Riserve ufficiali	1968							- 320
	1969							- 220
	1970							- 280
Altri crediti esteri (al netto) .	1968	- 55		90	- 50	115	—	90
	1969	- 210		165	- 20	525	—	595
	1970	- 95		170	15	220	10	515
Transazioni varie ³	1968	1.005	- 470	90	- 40	- 40	- 410	30
	1969	1.830	-1.485	55	- 20	- 200	- 120	50
	1970	1.930	-1.315	185	- 30	- 385	- 210	70

¹ Una cifra negativa indica un aumento dei crediti del Giappone (o una diminuzione delle sue passività) rispetto al resto del mondo. ² Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività. ³ Compresi credito al commercio e scarti statistici.

Fonte: Banca del Giappone.

quasi nella stessa misura. Questo andamento è dovuto al fatto che la più lenta espansione dei depositi ha potuto essere compensata, per le banche, con più ampi fondi raccolti attraverso emissioni obbligazionarie e con incremento minore, rispetto al 1969, delle loro posizioni nette sull'estero e, per gli altri istituti, con una contrazione nei loro acquisti di titoli. In presenza di un'accresciuta offerta di fondi proveniente dal settore personale e dall'estero, lo scorso anno il totale delle emissioni di titoli è salito a yen 3.800 miliardi contro yen 3.100-3.300 miliardi in ciascuno dei quattro anni precedenti. Siccome lo scorso anno le emissioni del settore pubblico sono state, oltre tutto, ridotte, le banche e le imprese industriali hanno potuto attingere in misura assai più ampia al mercato; soprattutto l'incremento delle azioni emesse dalle società è stato molto rilevante.

All'inizio del 1971 il principale obiettivo della politica monetaria consisteva ancora nel provvedere stimolo all'interno, pur tenendo conto degli sviluppi esterni. Dal principio del 1971 è stato posto fine al sistema di limitazioni per gli incrementi

del credito concesso dalle grandi banche. In gennaio, la Banca del Giappone ha abbassato il saggio di sconto per gli effetti commerciali dal 6 al 5,75% e ha ridotto di mezzo punto il saggio d'interesse che applica su prestiti garantiti da altri effetti, comprese le tratte sulle importazioni. Inoltre, in marzo e verso la fine di maggio le autorità hanno adottato misure per mettere a disposizione delle banche una gamma di facilitazioni, al fine specifico di sostituire fondi esteri nel finanziamento di importazioni e di assisterle nel procurare agli esportatori coperture a termine meno onerose. L'8 maggio il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 5,5%.

Germania. Durante lo scorso anno, in Germania, le misure di contenimento monetario sono state minate nella loro efficacia, più che in qualsiasi altro paese, da imponenti afflussi di fondi dall'estero. Questi sono derivati soprattutto dall'applicazione di una politica restrittiva nel corso dell'intero periodo, sebbene, con il passare del tempo, la sua intensità sia andata decrescendo. Ma oltre a ciò, la predilezione della Germania per un marco pienamente convertibile, insieme all'impiego di tecniche monetarie che operano indirettamente attraverso la liquidità bancaria e i saggi d'interesse, hanno spianato la via ad un ampio ricorso a fondi esteri da parte delle imprese e, in misura minore, delle banche. Le misure monetarie restrittive sono state gradualmente rese efficaci, ma il loro effetto si è fatto sentire assai più attraverso elevati saggi d'interesse che non attraverso la limitata disponibilità di credito.

In mancanza di misure più energiche di politica di bilancio, nel marzo 1970 la Bundesbank ha accresciuto sensibilmente il saggio di sconto, dal 6 al 7,5%, portando il già cospicuo saggio sulle anticipazioni dal 9 al 9,5%. Per scoraggiare le banche dal contrarre crediti all'estero, a partire da aprile è stata imposta una riserva legale speciale del 30% su qualsiasi incremento delle passività verso non residenti. In seguito alle nuove restrizioni fiscali introdotte in luglio, il saggio di sconto è stato ridotto al 7%, soprattutto avuto riguardo alla bilancia esterna. Ma è stato poi mantenuto a questo livello, relativamente alto, sino al tardo autunno, quando in novembre e all'inizio di dicembre è stato abbassato, in due fasi, al 6%, di nuovo in considerazione di importanti fattori esterni.

Dopo essersi avviati al principio dell'anno, gli afflussi di fondi sono rimasti modesti durante la primavera, periodo in cui la flessione nei saggi d'interesse SU a breve si è temporaneamente invertita, ma da giugno si sono andati accelerando. Fino a settembre 1970 all'incirca, gli afflussi di valute sono stati in ampia misura sterilizzati, ma successivamente hanno potuto riflettersi con effetto più pieno sulla liquidità bancaria. In luglio, le riserve legali hanno subito un incremento generale del 15%. Poi, con decorrenza da settembre, la Bundesbank ha introdotto un sistema piuttosto oneroso di riserve legali supplementari: 20% per depositi a risparmio e 40% per depositi a vista e vincolati, applicabili agli aumenti nelle passività di residenti e non residenti. Tuttavia, questo sistema non ha funzionato in modo soddisfacente e, da dicembre, è stato sostituito con un incremento del 15% nelle riserve obbligatorie in essere a fronte del volume globale dei depositi. Contemporaneamente è stata ripristinata l'aliquota del 30% per le riserve sull'espansione delle passività estere, sospesa in settembre.

Sulla base della contabilità nazionale, l'avanzo finanziario dell'intero settore pubblico è passato a circa DM 8,7 miliardi. Sebbene leggermente superiore a quello

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

Voci	Anni	Famiglie	Edilizia residenziale	Imprese	Settore pubblico	Resto del mondo ¹	Istituzioni creditizie ²	Altri istituti finanziari ³
		miliardi di DM						
Risparmio netto più trasferimenti di capitali . . .	1968	35,50	8,20	27,85	13,00		3,30	0,50
	1969	42,00	5,15	22,55	29,45		— 0,05 ⁴	0,25
	1970	46,30	6,45	22,00	34,15		7,90	0,35
Investimenti netti (—)	1968		—21,90	—36,90	—18,00		— 1,05	— 0,55
	1969		—22,40	—51,65	—20,10		— 1,35	— 0,75
	1970		—26,25	—61,85	—25,45		— 1,45	— 0,70
Avanzo o deficit finanziario	1968	35,50	—13,70	— 9,05	— 5,00	— 9,95 ⁵	2,20	—
	1969	42,00	—17,25	—29,10	8,35	— 2,10 ⁵	— 1,45 ⁴	— 0,50
	1970	46,30	—19,80	—39,65	8,70	— 1,65 ⁵	6,45	— 0,40
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie⁴</i>								
Moneta, depositi vincolati e a risparmio	1968	24,45	0,15	12,65	5,35	6,20	—50,65	1,90
	1969	26,15	0,10	11,95	7,90	7,25	—54,85	1,55
	1970	26,70	0,15	16,05	7,50	11,55	—63,65	1,75
Crediti verso istituti finanziari non bancari . . .	1968	9,05	—	1,10	0,15	0,05	0,10	—10,35
	1969	11,05	—	1,45	0,05	0,05	0,10	—12,70
	1970	12,70	—	1,30	0,15	—	0,10	—14,25
Titoli del mercato monetario	1968	—	—	0,10	— 0,75	1,20	— 0,45	— 0,15
	1969	—	—	— 1,15	6,25	0,10	— 5,20	—
	1970	—	—	0,20	1,90	1,40	— 3,50	—
Obbligazioni ed azioni: Acquisti	1968	4,85	—	2,70	0,50	0,70	15,70	3,65
	1969	8,75	—	3,85	0,40	— 0,75	11,10	3,00
	1970	10,95	—	3,60	0,70	1,00	3,45	2,20
Vendite	1968	—	— 0,10	— 3,90	— 2,50	— 6,75	—14,70	— 0,05
	1969	—	— 0,05	— 2,95	— 0,45	—10,80	—12,95	— 0,10
	1970	—	— 0,05	— 4,70	— 0,75	— 3,65	—12,55	— 0,20
Credito bancario	1968	— 2,75	— 9,85	—14,55	— 8,15	— 9,35	44,65	—
	1969	— 3,75	—11,00	—37,65	— 8,60	—13,45	74,75	— 0,25
	1970	— 3,10	—11,20	—31,55	— 8,15	— 4,10	58,60	— 0,45
Altri prestiti	1968	— 0,20	— 3,20	— 1,25	— 0,45	—	—	5,10
	1969	— 0,10	— 5,65	— 1,55	— 0,65	—	—	7,95
	1970	— 0,35	— 8,15	— 1,55	— 0,55	—	—	10,60
Altri crediti e passività	1968	— 0,25	— 0,70	— 6,00	0,90	5,55	—	—
	1969	— 0,10	— 0,60	— 3,05	2,60	1,15	—	—
	1970	— 0,55	— 0,50	—22,95	7,85	16,15	—	—
Oro e valute estere	1968					— 7,55	7,55	
	1969					14,40	—14,40 ⁴	
	1970					—24,05	24,05	

¹ Una cifra negativa indica un aumento dei crediti della Germania (o una diminuzione delle sue passività) verso paesi esteri. ² Compresa la banca centrale. ³ Istituti di risparmio e di credito edilizio e settore assicurativo. 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). * Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività.

del 1969, questo importo cela un notevole incremento nell'avanzo del settore delle assicurazioni sociali (da DM 1,5 a 7,1 miliardi), compensato da una flessione in quello delle autorità pubbliche (da DM 6,9 a 1,6 miliardi). Queste autorità hanno integrato

le loro risorse prendendo a prestito DM 8,7 miliardi da banche ed altri istituti finanziari. Per quanto riguarda l'utilizzo, le autorità pubbliche, in aggiunta alla loro normale attività creditizia per l'edilizia residenziale e altri scopi, hanno depositato presso la Bundesbank DM 2,5 miliardi sul fondo di riserva anticiclico più altri DM 2,2 miliardi derivanti dalla temporanea sovrimposta sul reddito.

Per l'anno in complesso, i fattori di mercato che contribuiscono all'espansione della liquidità bancaria sono ammontati, su base netta, a circa DM 21,8 miliardi; di questo importo DM 20,2 miliardi sono da attribuire soltanto all'afflusso di valute estere. Oltre quattro quinti di questi incrementi sono stati sterilizzati con misure varie. I depositi anticiclici speciali delle autorità pubbliche (inclusa la sovrimposta rimborsabile), più i proventi sterilizzati di una modesta emissione obbligazionaria, hanno raggiunto l'importo di DM 4,9 miliardi. In aggiunta, DM 9,8 miliardi sono stati assorbiti attraverso aumenti delle riserve legali e altri DM 3 miliardi attraverso operazioni di mercato aperto e riduzioni nelle quote di risconto. In termini di percento del totale dei depositi, le attività liquide degli istituti di credito sono calate da 6,8 nel dicembre 1969 a 5,3 nel marzo 1970, ma sono poi cresciute, toccando il livello di 7,8 in dicembre.

La domanda sostenuta di credito è venuta in ampia misura dal settore delle imprese (esclusa l'edilizia), il cui disavanzo finanziario è di nuovo sensibilmente aumentato a DM 39,6 miliardi da DM 29,1 miliardi nel 1969 e DM 9,1 miliardi nel 1968. I profitti non distribuiti sono effettivamente diminuiti, con ciò rispecchiando gli effetti della rivalutazione del 1969 e delle pressioni dei costi, mentre gli investimenti in conto capitali, sebbene siano rallentati nel corso dell'anno, sono stati, in media, assai più cospicui che nel 1969. In complesso, le imprese hanno preso a prestito fondi per DM 63,7 miliardi, un terzo dei quali, si ritiene, all'estero. In precedenti periodi, in cui erano in vigore misure restrittive, questa quota non aveva mai superato il 20%. Il credito interno ricevuto ha assunto la forma di prestiti accordati dagli istituti di credito, ma le emissioni di obbligazioni e azioni sono aumentate, passando da DM 2,95 miliardi nel 1969 a DM 4,7 miliardi lo scorso anno. E' interessante notare che le attività finanziarie liquide del settore delle imprese sono cresciute assai di più che nell'anno precedente.

L'espansione dei mezzi di pagamento, nella cui definizione convenzionale sono compresi i depositi a vista ma non (come di solito in Germania) i depositi vincolati a breve, è stata nel 1970 dell'8,8% (6,4% nel 1969) ed è stata perciò ben al disotto dell'incremento del 12,6% nel prodotto nazionale lordo nominale. Aggiungendo a tutto ciò i crediti per depositi con scadenza fino a quattro anni, l'aumento della moneta e quasi moneta è ammontato al 10,5%, ossia a poco più che nel 1969. La stretta monetaria ha quindi raggiunto il suo obiettivo, sebbene a prezzo di un'imponente sterilizzazione di fondi ed accumulazione di riserve ufficiali. I prestiti degli istituti di credito concessi ai settori interni non bancari sono cresciuti di DM 51 miliardi, ossia di circa l'11% contro circa il 13% l'anno prima. La quota da attribuire al settore pubblico è passata dal 3% nel 1969 al 13,7% lo scorso anno.

Il ricorso netto al mercato dei capitali, dopo essere sceso da una punta di DM 27,8 miliardi nel 1968 a DM 26,2 miliardi nel 1969, è ulteriormente diminuito lo scorso anno a DM 21,6 miliardi. Peraltro, gli acquisti netti da parte di residenti di

titoli esteri (comprese le nuove emissioni obbligazionarie estere ed internazionali collocate in Germania) sono caduti ancora di più, da DM 11,8 a 2,6 miliardi tra il 1969 e il 1970. In queste circostanze, e nonostante le restrizioni del mercato finanziario, i mutuatari interni hanno potuto accrescere le loro emissioni nette da DM 13,2 a 17,9 miliardi. Dal lato dell'offerta, gli acquisti netti di titoli a reddito fisso da parte delle aziende di credito sono diminuiti da DM 10 miliardi nel 1969 a DM 2,4 miliardi lo scorso anno, mentre quelli del settore delle famiglie, attirati da saggi d'interesse favorevoli, sono cresciuti da DM 5,4 a 9,3 miliardi.

Nel primo trimestre del 1971 la situazione monetaria, pur essendo migliorata, è rimasta tesa rispetto a quella dell'estero e i residenti non bancari hanno continuato ad attingere fondi all'estero. In febbraio, i saggi d'interesse sui crediti in conto corrente inferiori a DM 1 milione ammontavano, in media, al 10,6%, ovvero non erano lontani dalla loro punta dell'11,6% registrata nel maggio 1970. All'inizio della primavera la domanda di credito bancario era assai sostenuta. Il 1° aprile il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 6 al 5% e il saggio sulle anticipazioni al 6,5%, ma la manovra è stata determinata soltanto dalla necessità di difendersi da imponenti afflussi di fondi a breve dall'estero. Contemporaneamente, in considerazione delle persistenti pressioni di prezzi e salari, la Bundesbank ha ridotto del 10% le quote di risconto degli istituti di credito, annunciando la sua intenzione di intensificare le operazioni di mercato aperto. Una marea crescente di valute provenienti dall'estero ha portato al suo culmine, nella prima settimana di maggio, il contrasto di indirizzi in merito alla politica monetaria da seguire. Optando, in queste circostanze, per un tasso di cambio fluttuante, insieme ad un sostanziale divieto di corrispondere interessi sui depositi di non residenti, le autorità hanno manifestato la volontà di inasprire, piuttosto che attenuare, la loro azione intesa a controllare la situazione monetaria interna. Ai primi di giugno, allo scopo, in parte, di sterilizzare fondi recentemente affluiti, gli obblighi di riserva sono stati notevolmente aumentati: in modo assai drastico nei confronti di depositi di pertinenza di non residenti.

Italia. All'inizio del 1970 la politica monetaria venne improntata a criteri alquanto restrittivi per ragioni sia interne che esterne, con i saggi d'interesse che continuavano il loro rapido processo di allineamento ai livelli internazionali. Per accelerare tale processo il saggio ufficiale di sconto fu innalzato all'inizio di marzo dal 4 al 5,5%, tenendo fermo il margine supplementare di un punto e mezzo per l'indebitamento addizionale con la banca centrale. Successivamente all'introduzione di misure fiscali in agosto, la politica monetaria ha nuovamente assunto carattere espansivo allo scopo di favorire la spesa per investimenti. Tali misure erano anch'esse compatibili con gli avvenimenti esterni, in considerazione del declino dei saggi d'interesse internazionali e del miglioramento già intervenuto nella bilancia dei pagamenti.

Gli sviluppi monetari e finanziari dell'intero anno 1970 sono stati dominati da due principali fattori: da un lato l'ampio e crescente indebitamento del governo e, dall'altro, l'instabile assetto del mercato dei capitali. Per quanto riguarda il secondo, il punto più critico è stato toccato durante il terzo trimestre, quando i rendimenti a lungo termine hanno raggiunto vertici oscillanti tra l'8 e l'11% e le operazioni di rimborso hanno superato di lire 80 miliardi le nuove emissioni di titoli obbligazionari. Per l'intero 1970 il collocamento netto di nuovi titoli a reddito fisso si è ragguagliato

Italia: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Settore pubblico	Imprese pubbliche ¹	Altre imprese ed edilizia residenziale	Famiglie	Banche e istituzioni finanziarie	Resto del mondo ²
Risparmio (compresi i trasferimenti di capitali) . . .	1968	— 600	555	5.170	5.560	390	
	1969	— 680	720	5.690	6.385	495	
	1970	— 680	660	6.920	6.480	550	
Formazione di capitali interni lordi (—)	1968	—1.410	—1.300	—6.530		— 160	
	1969	—1.510	—1.425	—8.005		— 195	
	1970	—1.795	—2.170	—9.045		— 220	
Avanzo o disavanzo finanziario	1968	—2.010	— 745	—1.360	5.560	230	—1.670
	1969	—2.190	— 705	—2.315	6.385	300	—1.475
	1970	—2.675	—1.510	—2.125	6.480	330	— 500
<i>Variazioni corrispondenti nelle:</i>							
<i>Attività finanziarie</i>							
Attività liquide	1968	115	5	1.670	2.915	40	— 15
	1969	305	120	1.480	3.075	245	95
	1970	— 165	— 80	2.180	4.205	615	— 90
Titoli a reddito fisso	1968	— 10	—	15	1.255	1.555	5
	1969	— 20	5	— 5	1.100	1.440	—
	1970	— 10	— 5	20	785	1.360	—
Altri prestiti netti	1968	385	40	115	1.465	4.725	645
	1969	320	85	165	2.030	6.165	1.755
	1970	530	35	230	1.275	8.055	2.870
Azioni e partecipazioni	1968	465	40	225	100	35	235
	1969	315	15	335	280	40	245
	1970	290	15	385	345	75	380
<i>Passività finanziarie (—)³</i>							
Passività a breve ⁴	1968	—1.070	10	—1.285	— 175	—4.910	—1.180
	1969	—1.855	— 135	—2.300	— 105	—6.550	—1.620
	1970	—3.115	— 660	—1.620	— 130	—8.295	—2.520
Passività a lungo termine	1968	—2.055	— 555	—1.850	—	—1.180	—1.125
	1969	— 995	— 605	—1.615	—	—1.070	—1.605
	1970	— 900	— 655	—1.860	—	—1.480	— 905
Azioni e partecipazioni	1968	—	— 285	— 480	—	— 105	— 210
	1969	—	— 190	— 645	—	— 55	— 335
	1970	—	— 165	— 925	—	— 155	— 240
Scarti statistici	1968	160	—	230	—	70	— 25
	1969	— 255	—	270	—	85	— 15
	1970	695	—	— 535	—	155	10

¹ Ente nazionale per l'energia elettrica e, soprattutto, società a partecipazione statale. ² Una cifra negativa indica un aumento dei crediti (o una diminuzione dei debiti) dell'Italia verso il resto del mondo. ³ L'aumento nelle passività finanziarie di "Altre imprese ed edilizia residenziale" corrisponde ad una crescita globale nelle passività delle imprese, meno l'incremento nei debiti delle imprese pubbliche, più l'ammontare stimato dei prestiti ottenuti dalle famiglie per investimenti nell'edilizia residenziale. ⁴ Comprende gli acquisti della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi in titoli a lungo termine emessi dal settore pubblico.

a lire 2.600 miliardi rispetto a lire 3.345 miliardi dell'anno precedente. Peraltro, escludendo gli acquisti di valori mobiliari da parte della banca centrale, le emissioni nette assorbite dalle banche e dal pubblico sono cadute a lire 1.510 miliardi da lire 2.130 miliardi nel 1969 e da lire 2.875 miliardi nel 1968. La flessione è stata in parte compensata dalle più cospicue emissioni azionarie, passate da lire 680 miliardi nel 1969 a lire

1.010 miliardi. Tuttavia, soprattutto grazie a suggerimenti non ufficiali da parte delle autorità, gli operatori hanno anche potuto far fronte al loro fabbisogno finanziario rivolgendosi all'estero, dove hanno raccolto nel 1970 lire 1.080 miliardi contro lire 105 miliardi attinti nel 1969.

Il fabbisogno finanziario del governo è salito nel 1970 a lire 3.230 miliardi da lire 1.690 miliardi nel 1969. Il massiccio incremento va in certa misura ascritto all'ondata di scioperi verificatisi sul volgere del 1969, che hanno spostato al 1970 alcune spese governative. Nondimeno, la difficoltà della situazione è manifesta nel disavanzo senza precedenti di lire 1.370 miliardi registrato nell'ultimo trimestre del 1970, dovuto soprattutto alla tendenza espansiva della spesa corrente. E poichè il ricorso al mercato dei capitali ha dovuto essere notevolmente ridotto, l'85% del fabbisogno finanziario globale è stato coperto mediante ricorso alla Banca d'Italia. La quota finanziata dalla banca centrale era stata del 68% nel 1969 e del 25% nel 1968, mentre nel 1966 e nel 1967 il Tesoro aveva in effetti ridotto la sua esposizione nei confronti dell'istituto di emissione. Più in generale, si è verificato un deciso peggioramento nella posizione finanziaria del settore pubblico globalmente considerato (comprese le imprese pubbliche), il cui deficit finanziario è rapidamente salito da lire 2.895 miliardi nel 1969 a lire 4.185 miliardi nel 1970. Questo peggioramento va in ampia misura imputato all'aumento della spesa per investimenti che, crescendo di oltre lire 1.000 miliardi sino a lire 3.965 miliardi, è salita dal 26 al 30% degli investimenti capitali globali interni.

Durante i primi tre trimestri del 1970 l'impatto del Tesoro sulla liquidità è stato largamente compensato dagli effetti combinati del considerevole saldo passivo registrato dalla bilancia dei pagamenti nel primo trimestre, dagli speciali provvedimenti temporaneamente adottati per sterilizzare il gettito dei debiti accesi all'estero dagli istituti speciali e dal più limitato accesso delle banche al credito della banca centrale. Ma la situazione è mutata nel quarto trimestre quando l'indebitamento senza precedenti del Tesoro ha coinciso con un nuovo e cospicuo saldo attivo della bilancia dei pagamenti. Inoltre, le autorità avevano deciso in settembre di consentire che le banche facessero fronte, a partire dalla fine di dicembre 1970 e nel limite di lire 250 miliardi, agli obblighi addizionali di riserva mediante obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale. L'effetto combinato di tutti questi fattori è stato pertanto un forte incremento della liquidità dell'economia. Un ulteriore fattore che ha direttamente migliorato la liquidità bancaria è stato l'aumento, a far tempo dal 1° ottobre 1970, dal 3,75 al 5,5% del saggio d'interesse corrisposto sui depositi in conto corrente delle banche presso la Banca d'Italia e sui buoni del Tesoro da esse detenuti a titolo di riserva obbligatoria.

Durante l'intero anno lo sviluppo dei depositi ha toccato lire 5.600 miliardi, pari al 16% contro il 12% del 1969. Soprattutto a causa di un mutamento nei relativi saggi d'interesse, l'aumento del volume globale dei depositi ha costituito la risultante di un incremento del 35% nei depositi in conto corrente e di una diminuzione del 3% in quelli a risparmio. Per contro, l'espansione del credito bancario interno si è ragguagliata a lire 3.330 miliardi, pari al 14% rispetto al 15% circa del 1969. Un significativo mutamento ha avuto luogo, come già si è detto, negli acquisti netti di titoli delle istituzioni creditizie, i quali sono saliti di lire 810 miliardi, pari al 9% circa contro il 15% del 1969 ed il 24% del 1968. A fronte di una domanda di credito

bancario alquanto debole in presenza di saggi attivi ancora elevati, le banche hanno utilizzato la loro crescente provvista nella seconda metà dell'anno in parte per ricostituire le loro attività a breve e in parte per rimborsare debiti contratti con la banca centrale. Pertanto il rapporto delle attività liquide rispetto al totale dei depositi, che era del 3,2% alla fine del 1969, ha raggiunto il minimo, degno di nota, del 2,2% a fine maggio 1970, risalendo poi nuovamente al 3,7% alla fine dell'anno. Le riserve prese a prestito hanno seguito la consueta tendenza stagionale discendente sul volgere del 1970. Rispetto alle passività totali, esse sono scese, tra la fine del 1969 e quella del 1970, dal 6,4 al 3,1%.

Nei primi mesi del 1971, in presenza di una persistente debolezza nei livelli di produzione e produttività e di una crescente capacità produttiva inutilizzata, la politica monetaria ha continuato il suo corso ispirato a criteri di agevolazione e i saggi d'interesse sono ulteriormente diminuiti. La Banca d'Italia ha ridotto il saggio di base per le anticipazioni su titoli dal 5,5 al 5% in gennaio e, all'inizio di aprile, ha abbassato al 5% anche il saggio ufficiale di sconto. Un'altra spinta verso la diminuzione dei saggi d'interesse è stata fornita da un nuovo cartello bancario sui saggi passivi che, entrato in vigore all'inizio del 1971, è stato seguito poi, ai primi di maggio, da una riduzione concertata dei saggi attivi.

Francia. Le misure stabilizzatrici introdotte nel 1969, insieme col ritorno lo scorso anno verso l'equilibrio del bilancio, hanno dato luogo ad un grado soddisfacente di stabilità interna ed esterna. Le restrizioni monetarie sono state alquanto attenuate, ed i controlli creditizi diretti sono stati sostituiti con strumenti intesi ad influenzare la liquidità bancaria. I saggi d'intervento a breve sono stati adeguati a quelli dell'eurodollaro. Nella primavera del 1971, essendosi nuovamente manifestate pressioni sull'economia, la politica monetaria si è orientata verso una maggiore cautela.

Durante la primavera e l'estate del 1970 i controlli diretti sul credito sono stati gradualmente attenuati, ma le autorità hanno cercato di mantenere un opportuno livello di restrizioni monetarie limitando la formazione della liquidità bancaria. Le restrizioni imposte sul credito al consumo erano state leggermente mitigate in febbraio ed ancora, per alcuni beni, in maggio e giugno. In linea generale, il credito ha continuato ad essere sottoposto a limitazioni quantitative; peraltro, con effetto da febbraio ne furono esentati alcuni tipi di prestiti in valuta estera e si consentì che il credito all'esportazione aumentasse mensilmente sino all'1,5% al di sopra dei massimali (sino al 2% a partire da luglio). I limiti furono elevati con criteri selettivi per alcune forme di investimento a medio e a lungo termine in aprile e per i crediti all'esportazione ed alle costruzioni in giugno, quando il credito agli impianti, riscontabile e a medio termine, fu esentato da ogni forma di restrizione. In aprile, tuttavia, l'aliquota minima per gli averi bancari di titoli a medio termine è stata elevata dal 15 al 16%. Inoltre, poichè l'afflusso di fondi dall'estero stava considerevolmente gonfiando la liquidità bancaria, le riserve obbligatorie sono state aumentate in giugno e luglio per complessivi due punti: al 7,5% quelle sui depositi a vista e al 3,5% le altre sui depositi a tempo ed a risparmio. Nei casi di concessioni di credito eccedenti tali limitazioni, la liquidità venne diminuita dapprima mediante penalità consistenti in riduzioni dei massimali di risconto e poi a partire da maggio, a mezzo di depositi da costituire obbligatoriamente presso la banca centrale. Sino all'estate i saggi d'interesse

correnti sui mercati internazionali rimasero considerevolmente al disopra del saggio di sconto della Banca di Francia. Il margine peraltro venne infine ad annullarsi ed in agosto il saggio di sconto fu ridotto dall'8 al 7,5 %.

Il credito all'economia si è sviluppato in misura solo assai modesta durante i primi tre trimestri del 1970 ed i depositi a vista si sono accresciuti lentamente. Per contro, i depositi vincolati e a risparmio, particolarmente quelli intestati a singole persone, sono aumentati assai rapidamente, come nel 1969. Tale fenomeno è dovuto alla forte concorrenza accesa tra le banche per la raccolta dei depositi maggiori e a più lunga scadenza, per i quali i saggi non sono soggetti a controllo, ma anche ai più alti saggi d'interesse e agli altri incentivi introdotti dalle autorità nel 1969 ed a marzo e luglio del 1970. In ottobre il saggio di sconto fu abbassato al 7% e, sembrando sotto il profilo interno che fosse opportuna una certa attenuazione, le restrizioni del credito al consumo furono mitigate per un'ampia gamma di beni, comprese le autovetture, e si decise di rimuovere ogni restrizione creditizia di tipo quantitativo. Per contro, i limiti massimi gravanti sul risconto bancario furono ridotti con effetto dal mese di novembre: del 10% quelli per importi sino a fr.fr. 30 milioni, del 20% gli altri. Inoltre, per contenere i risconti di nuovi crediti a medio termine, fu introdotto un saggio suppletivo in aggiunta al saggio di sconto a carico della parte dei crediti scadente entro 1-2 anni.

Da parte sua, il governo ha efficacemente continuato a rinsaldare la stretta monetaria contenendo la spesa e mirando a riportare il bilancio in pareggio. Infatti, sebbene in luglio fossero state rilasciate alcune delle autorizzazioni di spesa riguardanti il programma di investimenti già congelato, e nonostante altre spese supplementari, la forte espansione delle entrate ha consentito per il 1970 un avanzo di fr.fr. 3,4 miliardi al lordo dell'ammortamento del debito, rispetto ad un deficit di ugual grandezza registrato l'anno precedente. Di conseguenza, e nonostante un minor sviluppo dei saldi dei corrispondenti detenuti presso il Tesoro, il governo ha sensibilmente ridotto il suo indebitamento verso il sistema bancario e si è ritirato dal mercato finanziario. Per il 1971, anche se sono previste alcune agevolazioni fiscali per il reddito, il bilancio statale si propone ancora il perseguimento del pareggio globale.

Il finanziamento dei consumi e dell'edilizia residenziale appare esser stato quello più provato dalle restrizioni creditizie. Sebbene abbiano evidentemente economizzato sulle scorte, le imprese hanno potuto finanziare in continuità investimenti fissi di livello elevato, in conseguenza di più alti profitti e del maggior ricorso al mercato dei capitali. Le emissioni azionarie, che nel 1969 erano fortemente salite sino a fr.fr. 7,5 miliardi, sono ulteriormente aumentate sino a raggiungere fr.fr. 8,7 miliardi; le emissioni obbligazionarie da parte delle imprese private sono salite a fr.fr. 5 miliardi rispetto a fr.fr. 2,9 miliardi nel 1969. Anche gli altri operatori sono stati maggiormente presenti sul mercato dei titoli a reddito fisso ed i rendimenti si sono mantenuti generalmente elevati, dando soltanto qualche piccolo segno di cedimento verso la fine dell'anno.

I crediti a medio e lungo termine hanno continuato ad espandersi moderatamente lungo il corso dell'anno, mentre il credito bancario a breve e la moneta hanno accelerato assai bruscamente il loro sviluppo dopo la fine delle restrizioni quantitative. Nell'ultimo trimestre, i prestiti alle imprese e quelli personali si sono accresciuti del

12 % circa, portando l'espansione annua al livello del 19 %; i depositi a vista, che sino a settembre erano saliti soltanto del 2 % circa, hanno registrato un incremento annuo pari pressochè al 12 %. Una certa parte dell'espansione dell'attività bancaria ha semplicemente sostituito tanto le operazioni di prestito direttamente poste in essere — spesso con garanzia bancaria — tra i prestatori ed i prenditori finali, operazioni che erano prosperate in regime di restrizioni creditizie, quanto i debiti accesi a breve con l'estero, posti sotto controllo dalle disposizioni valutarie di luglio. La situazione è sembrata peraltro tale da richiedere una certa cautela di valutazione.

Il saggio di sconto è stato abbassato al 6,5 % all'inizio di gennaio 1971. Successivamente, esso è stato mantenuto a tale livello come punto di riferimento per la fissazione degli altri saggi interni, mentre ogni afflusso valutario è stato evitato abbassando, a partire dalla fine di gennaio ed in linea con i saggi dell'eurodollaro, i saggi d'intervento della Banca di Francia sul mercato monetario al disotto del saggio di sconto. Il mantenimento a carattere di continuità di questa relazione fra i saggi, che ha presto determinato un considerevole spostamento delle banche dalle operazioni di sconto a quelle di mercato aperto, è stato altresì un passo verso l'unificazione e la maggiore flessibilità del costo del credito della banca centrale. Per precauzione, il limite superiore al quale la Banca di Francia può innalzare il rapporto fra riserve e depositi è stato elevato in febbraio dal 10 al 15 %. In linea con un nuovo indirizzo di politica economica, con effetto da aprile, tutti i crediti all'economia erogati da banche ed istituti finanziari sono stati assoggettati ad un obbligo di riserva, fissato allo 0,25 % della quota eccedente l'80 % del livello in essere alla fine del 1970. Nel fissare il nuovo obbligo in relazione alle attività piuttosto che alle passività, il principale obiettivo delle autorità è stato quello di estenderne l'efficacia ad una più ampia gamma di istituti finanziari per quanto concerne la concessione di credito e la formazione di liquidità. Correlativamente, i coefficienti applicati ai depositi sono stati ridotti di un quarto di punto. In seguito, tuttavia, essi sono stati elevati di due punti ai primi di maggio. Inoltre, per motivi interni, il nuovo coefficiente di riserva rispetto al credito è stato innalzato allo 0,5 %, ed il saggio di sconto al 6,75 %. Nel medesimo tempo, al fine di prevenire indesiderati afflussi di fondi, è stata aumentata al 9,25 % la riserva obbligatoria sui depositi in valuta estera di corrispondenti.

Belgio. Il miglioramento intervenuto nel bilancio del governo centrale, nonché il moderato andamento del fronte salariale e l'alto saggio di risparmio personale, hanno dato luogo lo scorso anno ad una situazione sufficientemente soddisfacente della domanda e dell'offerta. In presenza di un considerevole avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, i saggi a breve si sono allineati con quelli esteri, e la politica monetaria è stata in autunno alquanto attenuata. All'inizio del 1971, peraltro, sono state adottate misure intese a fronteggiare nuove pressioni.

Nella primavera e nell'estate del 1970 la politica monetaria si è ancora principalmente orientata a contenere lo sviluppo globale del credito all'economia nazionale. Poichè un riflusso di fondi dall'estero sul volgere dall'anno aveva reso non realistici i limiti prestabiliti per i mesi di maggio e giugno 1970 questi furono sostituiti da una quota del 5,5 % entro cui avrebbe dovuto restare lo sviluppo dei crediti diversi da quelli all'esportazione per i primi nove mesi del 1970. Inoltre, i coefficienti per il risconto delle banche e per il visto di ammissione al risconto medesimo, che erano stati

progressivamente ridotti dal 14 al 10% tra il settembre 1969 ed il marzo 1970, furono abbassati al 9% in due tappe successive, a giugno e settembre. In questo stesso periodo furono altresì adottate dalla banca centrale nuove procedure di ammissione al risconto intese a renderne più restrittivi i limiti massimi.

Poiché in autunno è sembrato opportuno adottare un indirizzo più permissivo di politica monetaria, si è stabilito di consentire all'espansione del credito controllato nell'ultimo trimestre del 1970 il margine sufficientemente ampio del 6%. Le banche sono state invitate a considerare come prioritari i finanziamenti degli investimenti, della produzione dei beni destinati all'esportazione e delle iniziative volte a migliorare la produttività, evitando però, in vista dell'imminente introduzione nel gennaio 1971 dell'imposta sul valore aggiunto, ogni espansione del credito al consumo. In dicembre, i crediti accordati agli investimenti sono stati esentati da ogni limitazione ed è stato fissato un massimale dell'8% sull'espansione degli altri crediti nel primo trimestre 1971. In particolare, il credito accordato a sostegno delle vendite rateali di beni di consumo e alle compagnie finanziarie non avrebbe dovuto eccedere, a fine marzo 1971, il livello del settembre 1970 di più del 5%. Anche i massimali sui crediti deliberati dagli istituti pubblici di credito, dalle casse di risparmio private e dalle compagnie di assicurazione sono stati progressivamente estesi nel tempo.

Per tenere sotto controllo l'afflusso di fondi, le autorità hanno preso, in agosto, a ridurre alcuni dei loro cambi all'acquisto di carta del mercato monetario rappresentativa di crediti al commercio estero, il cui finanziamento poteva facilmente essere trasferito all'estero. Successivamente, con il miglioramento della situazione di liquidità, i saggi del mercato monetario sono scesi in modo più diffuso e il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 7,5 al 6,5%, in due ed eguali tappe successive, in ottobre e dicembre. Sebbene le autorità abbiano generalmente tentato di limitare la flessione dei saggi sui depositi interni al fine di incoraggiare i risparmiatori, i saggi sui grandi depositi vincolati, virtualmente gli unici impieghi a breve possibili per i non residenti, sono stati allineati con quelli, più bassi, correnti sui mercati internazionali.

Nel 1970 il fabbisogno finanziario netto del governo si è limitato a soli fr.belgi 23,8 miliardi, rispetto ai fr.belgi 28,1 miliardi del 1969. Tuttavia, con l'attingere un considerevole volume di mezzi a lungo termine dal mercato interno, il governo ha potuto durante lo scorso anno ridurre il suo indebitamento estero, che era aumentato nel 1969, e diminuire il suo ricorso al sistema bancario.

Una volta attenuati i massimali imposti alle operazioni di prestito, nel 1970 le banche hanno sviluppato i loro crediti al settore privato di fr.belgi 25,2 miliardi, ossia del 12,3%, rispetto al 5,5% circa del 1969. Il credito al consumo si è accresciuto nel 1970 più lentamente mentre si sono accelerati i finanziamenti al commercio ed all'edilizia residenziale. Per contro, data la prevalenza di alti saggi d'interesse, si è affievolita la domanda di mutui a più lunga scadenza. Rispecchiando anche la più lenta crescita delle proprie risorse e le restrizioni in essere sin dal 1969 sull'apertura di nuovi crediti, durante lo scorso anno le operazioni di prestito degli istituti finanziari non bancari sono aumentati più lentamente. Le banche, i cui debiti per depositi sono aumentati nel 1970 assai considerevolmente, hanno potuto effettuare più cospicue sottoscrizioni di titoli ed il loro ricorso al risconto è caduto a livelli ben contenuti entro i limiti massimi.

Il bilancio preventivo per il 1971, presentato in ottobre, si è proposto un aumento del fabbisogno finanziario a fr. belgi 30,2 miliardi. Inoltre, all'inizio del 1971 le banche hanno incrementato le loro risorse in attività liquide del mercato monetario indebitandosi all'estero ed hanno preso a deliberare nuovi crediti ad un ritmo più accelerato. Da questo momento la situazione economica è andata mutando. A marzo, per limitare l'afflusso di fondi il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 6,5 al 6%, e le banche sono state invitate a moderare le operazioni suscettibili di provocare, o di aumentare, un saldo negativo nella loro posizione netta sull'estero. Per di più, profilandosi il rischio di nuove tensioni, i massimali creditizi sono stati prorogati, nella misura massima del 6%, per quanto riguarda l'espansione del credito controllato per un periodo di sei mesi sino a settembre. Dati questi presupposti, ci si attende che il credito bancario globale, compreso quello, non controllato, all'esportazione e agli investimenti, si espanda ad un saggio annuale rettificato su base stagionale del 15% circa, mentre il limite annuo imposto all'espansione del credito al consumo è stato fissato al 12%. Inoltre, i coefficienti relativi al massimo riscontabile delle banche sono stati ridotti all'8% in tre tappe successive, a marzo, aprile e maggio. Per limitare l'afflusso di fondi conseguente alla libera oscillazione del marco tedesco, le autorità hanno fatto assegnamento su una più decisa separazione dei mercati valutari ufficiale e libero, nonché su restrizioni all'accensione di nuovi conti di deposito vincolato in valute convertibili al nome di non residenti e alla corresponsione di interessi sui depositi a vista di questi ultimi.

Paesi Bassi. Durante lo scorso anno, l'ulteriore intensificazione della domanda e della pressione dei costi, unita ad un rallentamento della produzione industriale dalla primavera in poi, si è accompagnata ad una forte espansione della domanda di credito. In tali circostanze, i massimali sui crediti a breve al settore privato, fissati dalla Nederlandsche Bank d'intesa con le banche, sono stati inaspriti sì da consentire un'espansione del 9,5% soltanto, rispetto al 10% del 1969. I prestiti a più lunga scadenza sono stati nuovamente agganciati allo sviluppo delle corrispondenti risorse bancarie, il credito alle autorità locali è rimasto limitato come in precedenza, mentre si è mantenuto un massimale sulla concessione di prestiti personali. Per quanto riguarda il settore esterno, si è potuto far leva fino ad un certo punto sui controlli valutari per contenere il ricorso di residenti al credito estero. Nondimeno, le importazioni di capitali, costituite soprattutto da crediti commerciali ed acquisti di titoli, sono fortemente salite da soltanto fiorini 0,6 miliardi nel 1969 a fiorini 3,7 miliardi nel 1970, dando luogo così ad un afflusso valutario netto che in larga parte ha vanificato gli effetti della stretta monetaria interna.

Grazie soprattutto ad un insieme di misure fiscali presentate in sede di bilancio 1970, nonché alla limitazione degli investimenti del settore pubblico, il fabbisogno finanziario del governo centrale si è ridotto da fiorini 2,2 miliardi nel 1969 a fiorini 1,2 miliardi nel 1970. Nel medesimo tempo, il governo ha assorbito fiorini 1,9 miliardi dal mercato dei capitali, rispetto a fiorini 2,2 miliardi nell'anno precedente. La risultante eccedenza di liquidità di fiorini 560 milioni è stata per la maggior parte sterilizzata mediante il miglioramento della posizione del governo nei confronti della banca centrale. Peraltro, il favorevole andamento assunto dalle finanze del governo centrale è stato ampiamente annullato dall'aumento, verificatosi fra il 1969 ed il 1970, da fiorini 1,9 a 2,7 miliardi del deficit finanziario delle autorità locali. Proprio come nel 1969,

un'aliquota di poco superiore ai tre quinti (fiorini 1,7 miliardi) è stata coperta con il ricorso al mercato dei capitali, e la parte rimanente mediante creazione di liquidità. In conclusione, il fabbisogno finanziario del settore pubblico globalmente considerato, pari a fiorini 3,9 miliardi, è stato appena inferiore a quello del 1969. Considerata a fronte della forte espansione della domanda di credito del settore privato, tale variazione ha avuto importanza trascurabile, anche se le relative modalità di finanziamento hanno contribuito a limitare la formazione di liquidità.

Nel 1970 il deficit finanziario dei settori personale e commerciale, calcolato sulla base delle transazioni, è salito a fiorini 10 miliardi da fiorini 7,2 e 4,9 miliardi rispettivamente nel 1969 e nel 1968. In conseguenza delle restrizioni quantitative sul credito, l'espansione dei prestiti bancari a breve e medio termine è stata appena leggermente superiore a quella del 1969, ragguagliandosi cioè ad un importo appena superiore a fiorini 2,7 miliardi. Per contro, il nuovo indebitamento sul mercato finanziario, compresi i collocamenti privati ed i mutui ipotecari, è salito di circa fiorini 1,3 miliardi, sino a quasi fiorini 5,7 miliardi. Inoltre, sotto l'influenza della stretta monetaria, gli afflussi creditizi e finanziari dall'estero, registrati e non, insieme con altre non identificate sorgenti di fondi, sono passati a circa fiorini 4,4 miliardi, rispetto a fiorini 2,8 miliardi dell'anno precedente.

Il totale netto dei fondi raccolti sul mercato finanziario (inclusi i collocamenti privati ed i prestiti ipotecari) è cresciuto nel 1970 a fiorini 11,7 miliardi, e cioè del 16,5% contro l'1,6% soltanto del 1969. Una sorprendente variazione ha interessato le transazioni nette in titoli effettuate con stranieri; mentre il 1969 aveva fatto registrare da parte di questi ultimi vendite nette per fiorini 390 milioni, il 1970 ha visto un volume di acquisti netti per fiorini 720 milioni. Sebbene tali acquisti si siano ragguagliati a meno del 7% del totale dei fondi offerti, la variazione verificatasi rispetto al 1969 ha coperto oltre due terzi dell'incremento percentuale globale avvenuto fra un anno e l'altro. Il fenomeno è stato in qualche misura influenzato dai corrispondenti saggi d'interesse. I rendimenti di alcune obbligazioni governative hanno raggiunto una punta di circa l'8,5% nella primavera del 1970 e si sono mantenuti superiori all'8% sino al volgere dell'anno. Il consolidamento del fiorino ha peraltro giocato a favore dell'appetibilità dei titoli olandesi.

L'offerta di moneta e le attività secondarie liquide (compresa la carta del Tesoro) sono salite lo scorso anno del 10,5% e cioè allo stesso saggio del 1969. Tale incremento è stato appena inferiore a quello del prodotto nazionale lordo, pari all'11%; più di metà di quest'ultimo aumento ha peraltro rispecchiato l'aumento dei prezzi. Per cui, nonostante gli sforzi intesi a rendere operante la politica di contenimento, la situazione monetaria effettiva è risultata non molto più che blandamente restrittiva, e ciò soprattutto a causa delle ampie entrate di capitali dall'estero. Al fine di prevenire un afflusso ancora più cospicuo, le autorità hanno consentito l'emissione internazionale di un considerevole volume di titoli stilati in fiorini olandesi, sottoscrivibili soltanto da non residenti ed il cui ricavo poteva essere utilizzato solamente all'estero. Inoltre, per assicurare la riesportazione dei fondi raccolti soprattutto per motivi stagionali, la Nederlandsche Bank, in ottobre, si è impegnata in operazioni di riporto a tre mesi con le banche per un ammontare di fiorini 620 milioni.

Per il 1971, il sistema di massimali creditizi è stato mantenuto, limitando lo sviluppo del credito a breve al settore privato al 4% per il primo quadrimestre contro

il 5 % del 1970. Per scoraggiare l'afflusso di capitali, la Nederlandsche Bank ha ridotto, in aprile, dal 6 al 5,5 % il proprio saggio di sconto. Ai primi di maggio si è consentito al fiorino, come al marco tedesco, di fluttuare liberamente, e successivamente alcune banche hanno sospeso il pagamento degli interessi sui depositi a vista in fiorini di non residenti. Sebbene una libera oscillazione verso l'alto possa aggravare il disavanzo esterno corrente del paese, essa potrebbe controbilanciare la persistente ed aspra inflazione della domanda e dei costi.

Svizzera. Le crescenti pressioni esercitate dalla domanda negli ultimi mesi del 1969 hanno provocato l'introduzione, all'inizio del 1970, di nuove misure monetarie restrittive. In febbraio, il saggio di espansione del credito bancario — che un accordo volontario aveva limitato al 9,7 % durante il periodo agosto 1969-luglio 1970 — è stato ridotto all'8,25 % con il benessere delle banche. Contemporaneamente, il sistema dei limiti massimi è stato prorogato sino al luglio 1971. Mentre ha contribuito a far mantenere i saggi d'interesse bassi rispetto a quelli prevalenti all'estero, il controllo diretto sul credito ha aiutato gli sforzi compiuti dalla Banca nazionale per scoraggiare gli afflussi netti di capitali. Allo stesso scopo, la Banca nazionale ha tenuto il saggio di sconto al 3,75 % e adottato un atteggiamento restrittivo verso risconti e anticipazioni. Per superare temporanee scarsità di liquidità, che avrebbero potuto provocare rimpatri di attività estere, la Banca nazionale ha messo a disposizione cospicue facilitazioni di riporto. Inoltre, riducendo le autorizzazioni per emissioni interne di obbligazioni, le autorità hanno adeguato il loro volume alla capacità di assorbimento del mercato. Quando, ciò nonostante, si sono andate sviluppando forti tensioni, nei mesi estivi sono state sospese le emissioni estere. Tuttavia, la concessione di credito all'estero è stata autorizzata con larghezza al fine di compensare l'afflusso di capitali esteri.

In conformità delle necessità politiche interne i saggi d'interesse svizzeri sono saliti nella prima metà del 1970, pur restando ben al disotto di quelli prevalenti all'estero. Nel secondo semestre dell'anno la politica monetaria ha tuttavia incominciato ad incontrare crescenti difficoltà, dato che i saggi internazionali a breve hanno continuato a flettersi sensibilmente e quelli a lungo termine hanno pure assunto un andamento discendente. Il rendimento delle obbligazioni del governo svizzero, dopo essere cresciuto di oltre un punto nei dodici mesi fino al giugno 1970, raggiungendo la punta del 5,9 %, nell'aprile 1971 è diminuito a solo il 5,3 %. E il saggio sui depositi bancari a tre mesi, che, in contrasto con la tendenza internazionale, è passato dal 5 al 5,5 % nel periodo gennaio-ottobre, successivamente ha dovuto essere adeguato all'ingiù, soprattutto per ragioni esterne; nell'aprile 1971 era del 3,5 %.

D'altra parte, i saggi più rilevanti dal punto di vista interno, come quelli sui certificati di cassa a medio termine delle banche, sui depositi a risparmio e sulle ipoteche, sono stati generalmente allineati all'insù durante il citato periodo. Particolare rilievo hanno i saggi dei certificati di cassa, che per ragioni interne sono stati aumentati nell'autunno con il consenso della Banca nazionale, perchè si ritiene che il minore scarto fra questi saggi e quelli consimili internazionali sia stato un fattore dei crescenti rimpatri di fondi detenuti all'estero da residenti svizzeri non bancari. Ad ogni buon conto, le banche hanno riesportato una parte notevole dei fondi in valute estere che erano affluiti. Per contribuire alla neutralizzazione dell'afflusso di fondi e per con-

tenere la formazione di attività liquide, negli ultimi mesi dell'anno le autorizzazioni per effettuare emissioni di capitali esteri sul mercato svizzero sono state concesse con maggiore larghezza.

Considerando l'anno nell'insieme, dai bilanci delle banche si possono rilevare assai meglio i successi che non le debolezze della politica monetaria. Il credito bancario erogato all'interno del paese, che nel 1969 era cresciuto del 12%, ha subito lo scorso anno un'espansione del 7,4%, rimanendo quindi ben entro i limiti massimi. Questo andamento ha contribuito a rallentare il saggio d'incremento nella formazione dei depositi bancari (inclusi i depositi di non residenti) dal 21,6 al 12,7%. All'interno di questo totale, i depositi vincolati e i certificati di cassa hanno registrato aumenti relativamente modesti durante l'anno, inducendo le banche a raccogliere fondi a lungo termine per fr.sv. 1,2 miliardi contro soltanto metà di tale importo nel 1969. Parte dell'incentivo a questo sviluppo può essere derivato dall'attrattiva esercitata dai collocamenti esteri: nei dodici mesi fino al settembre 1970 le banche hanno migliorato la loro posizione netta sull'estero di circa fr.sv. 1,5 miliardi.

Il totale delle emissioni nette di titoli è stato quasi eguale a quello del 1969, cioè è ammontato a fr.sv. 4,1 miliardi; una contrazione nelle emissioni di azioni è stata compensata da un aumento nelle emissioni di obbligazioni. Includendo le "holding" finanziarie domiciliate in Svizzera di imprese non residenti, nel 1970 le emissioni estere hanno toccato quasi fr.sv. 1,3 miliardi, ossia sono ammontate all'incirca allo stesso importo del 1969, e il loro volume, modesto fino alla metà dell'anno, si è ripreso successivamente.

In considerazione della persistente inflazione, nella primavera del 1971 l'accordo sulla limitazione del credito bancario è stato prorogato per un altro anno fino al luglio 1972. Tuttavia, quale concessione all'edilizia residenziale e agli investimenti in infrastrutture, sono stati alquanto aumentati i contingenti per prestiti ipotecari e per anticipazioni alle autorità. Pertanto, in aggiunta all'espansione autorizzata del credito nella misura dell'8,25%, nell'anno con inizio dall'agosto 1971 potranno essere accordati approssimativamente fr.sv. 500 milioni per questi scopi speciali. In un quadro più ampio, all'inizio della primavera il livello dei saggi d'interesse internazionali ha tuttavia minacciato di continuare a minare l'efficacia della politica monetaria svizzera, incoraggiando l'ulteriore rimpatrio di fondi detenuti all'estero. Si era inoltre acutamente consapevoli del fatto che qualsiasi misura presa per arginare l'imponente afflusso di fondi in Germania avrebbe messo il franco svizzero sulla linea di fuoco. Per cui, quando si è deciso di lasciar fluttuare il cambio del marco tedesco, ai primi di maggio, la Svizzera ha immediatamente rivalutato il franco.

Austria. Nel 1970, una politica monetaria improntata a lievi restrizioni ha contribuito ad imprimere un'espansione equilibrata all'economia in Austria. Il quadro economico era mutato assai poco rispetto all'anno prima; il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è stato alquanto più piccolo, mentre il disavanzo del bilancio pubblico è rimasto praticamente invariato, ma è stato finanziato, in misura minore di prima, con mezzi monetari. Nel gennaio 1970 la Banca nazionale ha rialzato il saggio di sconto dal 4,75 al 5%. In febbraio, per assorbire liquidità creata dal saldo attivo dei conti con l'estero, essa ha venduto alle banche certificati di cassa per scellini 1,5 miliardi. Due terzi di essi sono stati rimborsati in maggio in anticipo sulla data stabi-

lita, soprattutto perchè i conti con l'estero avevano, per un certo periodo, assunto un andamento sfavorevole. Il resto è stato rimborsato in agosto, come era stato convenuto. In seguito alla pressione esercitata dalla domanda di credito all'interno e in considerazione del fatto che i saggi d'interesse stavano diminuendo all'estero, le banche hanno soddisfatto il loro fabbisogno di liquidità, attingendo soprattutto a fonti estere. Le loro passività verso l'estero sono cresciute in misura assai maggiore che le loro attività sull'estero, specialmente nell'ultima parte dell'anno, mentre contemporaneamente si riduceva il loro ricorso al credito della banca centrale.

Nel 1970, il credito bancario accordato all'interno del paese è cresciuto di quasi il 17%, ossia allo stesso saggio circa dell'anno precedente. Gli acquisti di obbligazioni e carta del Tesoro da parte delle banche sono ammontati a scellini 1,8 miliardi, ossia a, grosso modo, lo stesso importo che nel 1969. In complesso, il credito al settore privato si è alquanto accelerato, mentre il ricorso al credito da parte del governo è lievemente rallentato. L'espansione nel totale dei depositi presso gli istituti di credito ha superato di poco quella del 1969 avendo raggiunto il livello del 14,4%, mentre le emissioni di obbligazioni bancarie sono ammontate a scellini 3,6 miliardi, ossia sono state un quarto di più dell'anno precedente. I mezzi di pagamento (moneta e depositi a vista) sono cresciuti del 6,7% contro il 7,8% l'anno prima. Le emissioni di obbligazioni, al netto degli ammortamenti, hanno totalizzato scellini 5,7 miliardi contro 4,2 miliardi nel 1969. In termini relativi, le emissioni, al lordo, effettuate da autorità e banche sono alquanto diminuite, mentre quelle di altri prenditori di prestiti sono cresciute da un quinto ad un quarto del totale. Nonostante gli ampi movimenti verificatisi nei saggi d'interesse all'estero, i rendimenti delle obbligazioni governative sono aumentati soltanto dal 7,6% nel gennaio 1970 al 7,9% nel secondo trimestre, per poi scendere di nuovo al 7,8% nel marzo 1971.

Nel 1970 la politica monetaria interna non è stata travagliata in modo significativo dall'afflusso di fondi dall'estero. La crisi valutaria internazionale dei primi di maggio 1971 ha provocato una breve fiammata speculativa, ben presto sopita quando l'Austria, influenzata dall'atteggiamento di Germania e Svizzera, ha rivalutato lo scellino.

Danimarca. Una ripresa delle esportazioni e degli investimenti intervenuta nel 1969, seguita da una dilatazione inaspettatamente ampia dei consumi personali, ha posto sotto pressione le risorse all'inizio del 1970 ed ha ulteriormente aggravato il deficit delle partite correnti.

Le restrizioni monetarie e fiscali sono state inasprite in primavera ed estate. L'introduzione, nel gennaio 1970, di un sistema di prelievo per ritenuta ha considerevolmente aumentato il gettito dell'imposta sul reddito, ed il governo ha utilizzato il crescente avanzo per migliorare la propria posizione con la banca centrale. In marzo, d'intesa con la Banca nazionale, le banche commerciali e le casse di risparmio si sono impegnate ad evitare, per un periodo di sei mesi, ogni espansione dei crediti non destinati all'edilizia popolare e, in agosto, hanno convenuto di estendere tale impegno a tempo indefinito. Inoltre, il governo ha rimandato all'autunno la massima parte dei propri programmi in tema di edilizia e di lavori pubblici e, più tardi, li ha ulteriormente rinviati alla fine del 1970. Altre misure fiscali annunciate a maggio hanno fra l'altro previsto un incremento dell'imposta sul valore aggiunto dal 12,5 al 15% a

partire dal secondo semestre. Al fine di favorire il contenimento dei prezzi, il governo si è impegnato ad indennizzare i datori di lavoro per metà delle variazioni salariali collegate al costo della vita dagli stessi concesse nell'ultimo trimestre del 1970 e nel primo trimestre del 1971; quindi, in ottobre, ha introdotto un temporaneo e generale blocco dei prezzi.

La domanda interna si è alquanto attenuata in autunno e le importazioni sono scemate, ma il saldo delle partite correnti è rimasto in notevole disavanzo. Il bilancio del governo per il 1971-72, presentato a novembre, prevede un avanzo di cor. dan. 3,6 miliardi a fronte di un avanzo rettificato per il 1970-71 di cor. dan. 2,5 miliardi. Poichè il conseguente drenaggio di liquidità bancaria era già pesante, la Banca nazionale ha alleggerito la situazione, da novembre in poi, mediante acquisti obbligazionari e facilitazioni speciali di credito.

I prestiti non aventi carattere di priorità non sono aumentati dopo l'autunno, e durante l'intero 1970 i crediti accordati dalle banche commerciali e dalle casse di risparmio si sono accresciuti di meno del 7% rispetto al 15% del 1969. Inoltre, lo sviluppo del volume globale dei depositi bancari si è ragguagliato lo scorso anno al solo 4,5% contro il 10,5% dell'anno precedente. Sul mercato obbligazionario le emissioni nette totali sono ammontate a cor. dan. 6,7 miliardi rispetto a cor. dan. 8,1 miliardi nel 1969, quando la Banca nazionale aveva effettuato considerevoli acquisti netti. In luglio è stata apportata una modifica alla legge regolante il credito ipotecario intesa a limitare in misura sostanziale il ricorso netto al mercato finanziario, solamente però dopo un periodo di transizione.

Seguendo il declino dei saggi d'interesse esteri, il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 9 all'8% nel gennaio 1971. In aprile, esso è stato nuovamente abbassato al 7,5% e la Banca nazionale ha reso noto che avrebbe intrapreso acquisti obbligazionari sì da creare liquidità sufficiente a sostenere un livello di prestiti bancari compatibile con i massimali che, seppure leggermente ritoccati, sono rimasti in vigore. Nel medesimo tempo è stato rimosso per le banche l'obbligo, introdotto nel 1965, di accendere depositi presso la banca centrale in relazione allo sviluppo dei loro depositi passivi, ed è stato reso noto che in luglio avrebbe avuto luogo un primo rimborso dei depositi della specie in essere.

I nuovi contratti salariali nazionali conclusi in marzo hanno previsto un aumento immediato dei salari del 4,5%, da applicare indipendentemente dalle variazioni derivanti dal costo della vita. Poco dopo, il governo ha annunciato la sostituzione del blocco dei prezzi con disposizioni tali che solo gli incrementi salariali previsti dai contratti collettivi, ma non anche i più alti salari corrisposti di fatto, potessero essere trasferiti nei prezzi. Nel contempo, sono state introdotte restrizioni sui dividendi ed è stata aumentata l'imposta sui profitti da capitale. Resta da vedere in che misura questi provvedimenti potranno favorire l'improrogabile miglioramento della bilancia delle partite correnti.

Svezia. La severa stretta creditizia adottata nel 1969 è stata rafforzata lo scorso anno con restrizioni fiscali. Nel corso del 1970 la pressione della domanda si è attenuata, il saldo esterno è migliorato e, all'inizio del 1971, la politica monetaria è stata attenuata in modo da stimolare selettivamente gli investimenti.

Svezia: Flussi creditizi netti.

Creditori	Anni	Debitori				Totale
		Governo	Autorità locali	Edilizia residenziale	Settore delle imprese	
milioni di corone svedesi						
Riksbank	1968	1.230	10	110	30	1.380
	1969	1.510	—	10	20	1.480
	1970	1.600	—	30	—	1.630
Banche commerciali	1968	260	20	2.000	3.390	5.670
	1969	1.530	220	1.180	650	3.580
	1970	— 840	110	1.990	— 30	1.230
Altre banche	1968	510	650	2.090	980	4.230
	1969	— 10	350	2.560	680	3.580
	1970	1.090	330	1.640	900	3.960
Istituti pubblici di assicurazione . .	1968	530	490	2.780	1.890	5.690
	1969	590	600	2.810	1.610	5.610
	1970	760	670	3.270	2.030	6.730
Istituti privati di assicurazione . . .	1968	190	110	890	600	1.790
	1969	— 290	160	1.340	630	1.850
	1970	370	60	750	710	1.890
Altri creditori	1968	650	50	10	450	1.160
	1969	460	— 10	—	690	1.140
	1970	230	10	20	320	580
Totale	1968	3.370	1.340	7.890	7.330	19.920
	1969	3.800	1.320	7.880	4.240	17.240
	1970	3.210	1.180	7.700	3.930	16.020

A seguito di una rinnovata accelerazione del credito bancario all'inizio del 1970, in aprile le autorità e le banche hanno concluso un nuovo accordo, in base al quale le banche commerciali avrebbero dovuto rispettare le più elevate aliquote di riserve nonché l'obbligo, pure introdotto nel 1969, di effettuare depositi presso la Riksbank nella misura equivalente all'1% dei loro depositi passivi. Esse si impegnarono, inoltre, a dare esecuzione alle direttive del governo per il credito all'edilizia residenziale ed a contenere l'espansione globale delle altre categorie di credito in modo che, al dicembre 1970, non dovesse superare il 4% del livello di fine 1969. Siccome l'utilizzo delle linee di credito approvate era andato crescendo, i limiti applicabili agli scoperti avrebbero dovuto essere ridotti del 20% per fine giugno 1970. Alle banche che avessero osservato tutte le norme indicate, la Riksbank avrebbe corrisposto un interesse sui depositi da esse obbligatoriamente effettuati presso l'istituto di emissione mentre, in caso di mancata osservanza, sarebbero stati applicati saggi di penalizzazione sul credito concesso dalla banca centrale.

Con l'introduzione di questi accordi il credito bancario ha cessato d'espandersi e, dato il saldo passivo nei conti con l'estero per il secondo anno consecutivo, i depositi sono cresciuti assai lentamente. Le banche commerciali hanno continuato ad aumentare i crediti all'edilizia residenziale, in conformità con le direttive, mentre gli acquisti di obbligazioni ipotecarie da parte di altre banche e compagnie di assicurazioni private si sono ridotti. Le banche commerciali hanno pure incrementato i loro averi in obbligazioni ipotecarie (che vengono calcolati come attività liquide), sebbene in misura minore che nel 1969 ed a spese di una notevole contrazione negli averi in titoli governativi. Inoltre, durante l'estate e l'autunno i crediti da esse accordati al-

L'economia sono diminuiti senza interruzione e, non avendo presentato alcun aumento netto per il 1970 in complesso, essi sono rimasti ben entro i limiti massimi.

La politica di bilancio è stata inasprita progressivamente, sebbene un po' in ritardo, mediante incrementi nelle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto ed economie nella spesa. Nel 1970 il disavanzo di cassa del governo si è ridotto a cor.sv. 3,2 miliardi contro cor.sv. 3,8 miliardi nel 1969. Inoltre, è aumentato l'importo finanziato a lungo termine al di fuori del sistema bancario, sicchè il ricorso netto del governo ai finanziamenti monetari è sceso a cor.sv. 1,9 miliardi nel 1970 da cor.sv. 3 miliardi nel 1969. Avendo le banche commerciali diminuito i loro averi in titoli governativi, il governo ha assorbito cor.sv. 1,2 miliardi di fondi a breve emessi dalla cassa postale di risparmio e dal Fondo nazionale per le pensioni e ha preso a prestito cor.sv. 1,6 miliardi dalla Riksbank.

Il deciso spostamento, fra il 1969 ed il 1970, da acquisti netti a vendite nette di obbligazioni da parte del sistema bancario è stato compensato, soltanto in parte, da una considerevole riduzione nelle emissioni governative. Con il rallentamento dell'attività edilizia, anche le emissioni di obbligazioni ipotecarie sono diminuite nel 1970, mentre il volume delle emissioni industriali è rimasto ad un basso livello dopo essersi contratto sensibilmente nel 1969.

L'aumento nel totale del credito netto accordato dal mercato creditizio è sceso a cor.sv. 16 miliardi nel 1970 rispetto a cor.sv. 17,2 miliardi nel 1969 e cor.sv. 19,9 miliardi nel 1968. La flessione nel credito totale concesso dalle banche commerciali da cor.sv. 3,6 miliardi nel 1969 a cor.sv. 1,2 miliardi nel 1970 è stata in parte compensata da un incremento nei prestiti del Fondo nazionale per le pensioni e, in misura minore, di altre banche. Il credito che il settore delle imprese ha ricevuto da fonti nazionali è ammontato soltanto a cor.sv. 3,9 miliardi nel 1970 contro cor.sv. 4,2 miliardi nel 1969 e cor.sv. 7,3 miliardi nel 1968, ma lo scorso anno la continua stretta monetaria ha indotto le imprese a rivolgersi in più ampia misura all'estero per ottenere crediti commerciali. La situazione finanziaria tesa, nella quale le autorità locali si sono trovate nel 1970, ha stimolato molte di esse ad aumentare i loro tributi, intensificando così le pressioni sul settore privato.

Poichè, verso la fine dell'anno, i depositi e la liquidità delle banche commerciali hanno tratto vantaggio dal fatto che i conti con l'estero sono diventati attivi, il ricorso di queste ultime al credito della Riksbank, che per la maggior parte del 1970 si era mantenuto a un livello molto elevato, nel dicembre è sceso a cor.sv. 574 milioni contro cor.sv. 880 milioni nel dicembre 1969. All'inizio del 1971, in presenza di una politica fiscale considerevolmente inasprita, sono stati aboliti i limiti quantitativi sul credito, nell'intesa che il credito al consumo non avrebbe subito alcuna espansione. Le banche sono state invitate a dare la priorità ai crediti destinati agli investimenti industriali e per agevolare questo sviluppo, i termini e le condizioni che regolano l'accesso delle banche al credito dell'istituto di emissione non sono più stati fatti dipendere dal rispetto delle percentuali delle riserve legali e dei depositi obbligatori. Una riduzione del saggio di sconto dal 7 al 6,5 % in marzo è stata seguita in aprile dall'annuncio di misure fiscali per imprimere un certo stimolo al livello dell'occupazione. Verso la fine di aprile il saggio di sconto è stato ulteriormente diminuito al 6%.

Norvegia. Sospinta da un'accelerazione delle spese per investimenti fissi, la domanda globale ha continuato nel 1970 ad aumentare rapidamente. Peraltro, essendo le risorse utilizzate sin quasi al limite della piena capacità, la pressione della domanda ha dato luogo ad un peggioramento dei conti con l'estero e ad un considerevole aumento dei prezzi.

La politica fiscale, per la prima volta dopo alcuni anni, ha riassunto nel 1970 un carattere espansionistico. La generale riforma fiscale del gennaio 1970, con la sostituzione dell'imposizione indiretta a quella diretta, ha fatto sì che il bilancio sia passato da un avanzo effettivo di cor.norv. 137 milioni (al lordo dei prestiti) nel 1969 ad un deficit originariamente stimato in cor.norv. 1.215 milioni per il 1970. Peraltro, questo peggioramento ha in parte rispecchiato la perdita "una tantum" di entrate derivante da uno spostamento dei tempi di esazione, la quale ha avuto in contropartita un considerevole incremento di liquidità del settore commerciale.

Gli obiettivi di politica monetaria per il 1970 si ripromettevano un volume globale di nuovo credito da accordare al settore privato ed alle municipalità pari a cor.norv. 8,9 miliardi, con un aumento cioè di quasi cor.norv. 2,4 miliardi. Ci si attendeva di raccogliere all'estero cospicui mezzi, mentre il credito interno non avrebbe dovuto espandersi se non marginalmente. Il carattere prioritario assegnato al finanziamento a lungo termine, attraverso le banche di stato ed il mercato obbligazionario, comportava che lo sviluppo dei prestiti erogati dalle banche commerciali e dalle casse di risparmio avrebbe dovuto rallentare dal 13% del 1969 all'8% nel 1970.

Per assicurare l'osservanza di tali limitazioni, la politica monetaria è stata inasprita in più fasi successive. Onde annullare gli effetti di liquidità della riforma fiscale, in primavera le banche sono state temporaneamente obbligate ad elevare le riserve di liquidità e ad istituire una speciale riserva di attività primarie liquide. Quando, in estate, i massimali creditizi minacciavano di essere superati, i rapporti di liquidità furono gradualmente inaspriti; quelli relativi alle maggiori banche sono passati dal 13 al 16% a partire da ottobre. Inoltre, le concessioni di credito da parte delle società per il finanziamento delle vendite rateali sono state limitate, e sono state previste multe a fronte dei crediti concessi in eccedenza ai massimali.

Le banche commerciali e le casse di risparmio hanno aumentato nel 1970 i loro crediti di cor.norv. 2,6 miliardi (pari al 10%), e quindi ben dell'8% in più dei limiti prefissati. Poiché i depositi si sono accresciuti di cor.norv. 4,9 miliardi, pari al 15%, le banche hanno potuto facilmente adempiere ai più elevati obblighi di riserva, riducendo nel medesimo tempo il loro indebitamento con la banca centrale. Anche l'aumento del volume globale della domanda interna di credito ha superato gli obiettivi raggiungendosi a cor.norv. 8,6 miliardi invece che al prestabilito volume di cor.norv. 7,3 miliardi; l'indebitamento con l'estero si è invece ridotto contro le aspettative.

Poiché, a partire dall'estate, i prezzi al consumo hanno accelerato il loro movimento ascendente, la politica economica è stata conseguentemente ispirata a criteri più restrittivi. Dopo l'inasprimento degli acconti sui pagamenti rateali delle automobili, si è provveduto in novembre ad aumentare le imposte su alcune bevande e sugli oli minerali. Grazie al gonfiamento congiunturale delle entrate, il deficit effettivo di bilancio per il 1970 si è ragguagliato a cor.norv. 346 milioni, anziché a quello previsto di cor.norv. 1.215 milioni. Il bilancio governativo per il 1971 è stato orientato

nel senso di conseguire un avanzo di cor. norv. 200 milioni (al lordo delle operazioni di prestito). Nell'ambito del bilancio nazionale lo sviluppo del credito accordato dalle banche commerciali dovrà essere contenuto, in via di principio, nel limite dell'8% e, ai fini di una più certa osservanza, sono state reintrodotte riserve addizionali pari a metà di ogni prestito concesso in eccedenza a quanto consentito. Inoltre, in dicembre, nuovi provvedimenti hanno disposto il rinvio di costruzioni pubbliche, un taglio del 10% nelle aliquote consentite alle banche di stato tanto per l'edilizia privata residenziale quanto per scopi di prestito, norme più restrittive per le emissioni obbligatorie e l'accensione di debiti all'estero e, infine, un temporaneo blocco dei prezzi ed il divieto di concedere aumenti salariali in eccedenza a quanto stabilito nei contratti collettivi. Nonostante l'ampia portata di questa serie di misure restrittive, permane tuttavia il rischio che la pressione della domanda possa generare eccessivi aumenti di prezzi e salari.

Finlandia. Persistendo l'elevato ritmo di sviluppo economico iniziatosi a fine 1968, la domanda globale è aumentata nel 1970 del 14%. Peraltro, avendo le esportazioni rallentato il loro andamento ed espandendosi la domanda interna in condizioni di margini decrescenti di capacità produttiva disponibile, i conti con l'estero sono passati da un modesto avanzo al deficit. Per cui, nel contesto degli accordi di stabilizzazione nazionale, la politica economica si è orientata verso il contenimento della domanda interna.

Poichè i controlli sui prezzi e le limitazioni salariali erano stati prorogati al 1970, la lievitazione dei prezzi è stata contenuta nell'ambito del 3%. Il bilancio governativo per l'anno è rimasto improntato a criteri restrittivi. Lo scorso anno, inoltre, in applicazione di un accordo riguardante i depositi anticongiunturali, circa MF 300 milioni sono stati versati in conti bloccati presso la banca centrale dal settore privato, ed altri MF 100 milioni dal governo. In aprile 1970, dopo che questi versamenti avevano dato luogo ad una carenza di liquidità, i massimali vincolanti l'aumento dei prestiti delle banche a quello dei loro depositi sono stati rimossi. Nel medesimo tempo però sono state ridotte le quote di sconto per le banche commerciali, e le banche hanno ricevuto istruzioni di limitare il credito al consumo e gli altri prestiti suscettibili di far aumentare le importazioni e gli investimenti.

Il continuo deteriorare della bilancia commerciale ha dato luogo in ottobre a nuovi provvedimenti. Poichè un afflusso di fondi dall'estero aveva favorito una migliore liquidità bancaria, le quote di sconto sono state contenute in limiti modesti mentre le banche che si trovavano in eccesso, o molto prossime, ai limiti stessi sono state invitate a ridurre del 20% alcuni dei loro impegni di credito. I progetti di nuovi investimenti da finanziare con l'assistenza della banca centrale sono stati rinviati. L'indebitamento con l'estero è stato altresì assoggettato a misure restrittive, ed in novembre le importazioni della maggior parte dei beni di consumo sono state subordinate a pagamento anticipato. Inoltre, le modalità delle vendite rateali, già inasprite in luglio, sono state rese ancora più restrittive. Infine, a partire dal 1971, l'indebitamento con la Banca di Finlandia in misura eccedente le quote consentite è stato sottoposto, a titolo di penale, ad interessi addizionali.

Nonostante le restrizioni disposte, l'espansione monetaria non ha dato segni di recedere. I depositi del pubblico presso le varie istituzioni creditizie sono saliti di

MF 2,3 miliardi, ossia del 14% contro il 13% del 1969. Il volume globale dei prestiti accordati dalle istituzioni creditizie (al netto dei mutui ipotecari) è aumentato di MF 2,3 miliardi, e cioè del 15,5% contro il 14% dell'anno precedente. Per metà dell'aumento hanno concorso le banche commerciali, il cui indebitamento con la banca centrale è salito a MF 0,8 miliardi a fine 1970 da MF 0,5 miliardi di un anno prima.

Per il 1971 gli accordi di stabilizzazione nazionale non hanno potuto essere portati avanti sulle stesse basi di prima, in quanto le organizzazioni del mercato del lavoro non hanno raggiunto un'intesa sugli adeguamenti salariali. Di conseguenza, le autorità hanno prorogato il sistema di controllo dei prezzi apportandovi solo alcune lievi modifiche. L'industria di lavorazione del legname, in forte espansione, è stata gravata di un'imposta anticongiunturale (MF 125 milioni nel 1971) in sostituzione di nuovi depositi bloccati, ed il fondo congiunturale di riserva del governo è stato aumentato di MF 150 milioni. Scioperi indetti contro le proposte governative in tema di salari hanno dato luogo, in alcuni settori, alla stipulazione di accordi più onerosi del previsto. Si prevede che i prezzi al consumo aumenteranno del 6% circa, dopo essere cresciuti in media di solo il 2,5% dalla primavera del 1968.

Il 20 maggio, profilandosi un ulteriore peggioramento della bilancia commerciale, sono state introdotte restrizioni quantitative sulle importazioni di beni di consumo durevoli, in attesa dell'adozione di misure fiscali e di provvedimenti monetari intesi a limitare le importazioni. Il giorno successivo il saggio ufficiale di sconto è stato elevato dal 7 all'8,5%.

Spagna. Durante la prima parte del 1970 la politica fiscale e quella monetaria hanno conservato il carattere restrittivo acquisito in seguito ai provvedimenti adottati sul finire dell'anno precedente. Tuttavia, i massimali creditizi cui si era fatto ricorso nel quarto trimestre 1969 non sono stati estesi al 1970. Il principale strumento restrittivo utilizzato è stato invece il sistema introdotto a metà dicembre 1969, contemplante un deposito semestrale infruttifero del 20% su ogni importazione di merci. Ciò ha provocato un drenaggio assai considerevole di liquidità interna sin quasi a metà anno. Altre misure aggiuntive di restrizione creditizia erano state adottate al principio del 1970, mediante l'inasprimento delle condizioni di vendita rateale e l'elevazione, in marzo, del saggio di sconto di un punto, al 6,5%. Quest'ultimo provvedimento ha dato luogo ad un corrispondente assestamento nell'intera struttura dei saggi d'interesse, in quanto nel luglio 1969 numerosi saggi erano stati direttamente agganciati al saggio di sconto. Inoltre, dal lato fiscale, sono state ancora rinviate le spese per investimenti riportate dal bilancio 1969.

Nel secondo semestre le condizioni monetarie sono mutate. Da un lato, la posizione di liquidità è migliorata perchè, in primo luogo, è cessato l'impatto monetario dei depositi sulle importazioni da quando questi, una volta inizialmente costituiti, non dovevano essere altro che trasferiti da un'operazione all'altra; e, in secondo luogo, perchè le autorità non hanno controbilanciato la liquidità creata dal forte avanzo dei conti con l'estero. Dall'altro lato, si è affievolita la domanda di nuovo credito bancario.

Considerando l'intero anno, si osserva che l'espansione della quantità di moneta (intesa in senso stretto) è scesa al livello bassissimo (riferito alla Spagna) del 5,9%

contro il 14,7% del 1969. Tale fenomeno, tuttavia, va in larga parte ascritto all'aumento dei saggi d'interesse, che ha determinato un considerevole spostamento dai depositi a vista a quelli vincolati. Nondimeno, anche lo sviluppo della moneta e quasi moneta si è solamente raggugliato al 15% circa rispetto al 19% registrato in ciascuno dei due anni precedenti. Il credito erogato dalle istituzioni creditizie al settore privato è aumentato nel 1970 del 14,9%. Anche questo saggio è per la Spagna assai basso ove si consideri che nell'ultimo quinquennio il volume del credito si è sviluppato ad un ritmo medio annuo del 20% circa. Per di più, il saggio d'incremento è andato scemando nel corso dell'anno, sino a raggiungere un minimo del 12,6% nell'ultimo trimestre. Poichè l'espansione dei depositi si è fortemente accelerata nel secondo semestre, le banche hanno colto l'occasione sia per rimborsare i debiti verso la Banca di Spagna che per ricostituire le loro posizioni di liquidità, che all'inizio dell'anno si erano venute a trovare sotto forte pressione. In particolare, il quoziente di cassa delle banche commerciali è salito da un minimo del 4,9% in febbraio al 7,4% in dicembre ed all'8,2% nel febbraio 1971.

Sul mercato dei valori mobiliari, le emissioni nette del settore pubblico sono notevolmente diminuite nel 1970, raggugliandosi a pesetas 22 miliardi, contro pesetas 45 miliardi nel 1969. Le emissioni del settore privato, tuttavia, hanno continuato ad aumentare a ritmo accelerato, sino a raggiungere un importo di pesetas 118 miliardi rispetto a pesetas 93 miliardi nel 1969.

A fine '70 e inizio '71 le politiche fiscali e monetaria sono divenute chiaramente espansionistiche. E' pur vero che un coefficiente di cassa del 7,5% è stato fissato per le banche commerciali all'inizio di dicembre con effetto dal 1° marzo 1971; tale provvedimento è peraltro in linea con l'indirizzo generale, seguito dalle autorità sin dal 1969, di sottoporre il sistema creditizio a più stretti controlli facendo perno sulla regolazione del livello di liquidità. La misura non è stata quindi intesa a limitare l'espansione ma a contenere soprattutto l'effetto di liquidità derivante dall'essere stati ridotti della metà, alla fine di novembre, i depositi obbligatori sulle importazioni. Il saggio di sconto è stato ridotto al 6% in due fasi, a gennaio ed aprile. Altre misure reflazionistiche sono state adottate a fine gennaio, comprendenti lo stanziamento di nuove linee di credito a favore delle esportazioni e delle industrie produttrici di beni strumentali, facilitazioni di credito all'edilizia ed all'agricoltura, e più favorevoli condizioni di pagamento per le vendite rateali.

Portogallo. Durante lo scorso anno l'aumento produttivo nei settori dell'industria e delle costruzioni si è fatto più evidente, mentre la flessione subita dalla produzione agricola nel 1969 è stata ampiamente recuperata. Le esportazioni sono salite più che nel 1969, ma anche i più elevati investimenti e consumi privati hanno contribuito all'espansione globale. In tale situazione le importazioni si sono accelerate ed i prezzi crescenti hanno ancora costituito un problema. Le entrate ordinarie del bilancio governativo sono aumentate più rapidamente delle uscite. Le spese del governo nel quadro del Piano di sviluppo hanno mantenuto un buon ritmo ascendente di erogazione, mentre le altre spese per investimenti sono aumentate meno che nel 1969.

Le disponibilità monetarie del settore privato, cresciute del 12% nel 1969, sono salite soltanto dell'1,5% nel 1970, ma i suoi crediti in quasi moneta sono aumentati del 33% circa, alquanto più rapidamente cioè che nel 1969, e le banche hanno bene-

ficiato di un ininterrotto incremento dei depositi del settore pubblico. Rispecchiando un rallentamento dei crediti cambiari, il credito bancario globale al settore privato si è sviluppato del 19% circa nel 1970 rispetto al 22% del 1969. Si è verificato un sensibile aumento degli averi bancari di titoli privati e pubblici. Inoltre, le facilitazioni a medio e lungo termine concesse dalle altre istituzioni di credito sono considerevolmente cresciute. L'orientamento verso crediti e depositi a più lunga scadenza è stato favorito da un aggiustamento apportato all'intera struttura dei saggi d'interesse, in conseguenza del quale sono stati elevati i margini a vantaggio dei crediti privilegiati alle esportazioni e di quelli a medio termine da un lato, e degli impieghi di risparmio a più lunga scadenza dall'altro. Queste variazioni sono state apportate quando la Banca del Portogallo, nell'aprile 1970, ha elevato dal 3 al 3,5% il saggio di sconto. Inoltre, a partire da maggio, facilitazioni privilegiate di credito a medio termine sono state offerte con scadenza sino a sette anni (prima, solo sino a cinque), mentre in agosto le istituzioni creditizie sono state autorizzate ad accollarsi l'imposta gravante sui depositanti a fronte degli interessi percepiti per depositi superiori a 180 giorni.

L'aumento dell'11% nelle uscite totali previsto per il 1971 dal bilancio del governo comprende un considerevole incremento delle spese per investimenti da erogare nell'ambito del Piano di sviluppo. Per favorire gli investimenti privati, l'imposta industriale gravante sulle società è stata ridotta dal 18 al 15%, ma, per compensare il relativo minor gettito, sono state aumentate le imposte sulla ricchezza e sui terreni urbani. In febbraio 1971 la Banca del Portogallo ha elevato il saggio di sconto al 3,75%. I saggi di sconto privilegiati sono rimasti invariati, ma i saggi massimi sui depositi vincolati presso le istituzioni finanziarie sono stati aumentati. Nel medesimo tempo, per consentire l'incremento del credito agli investimenti, i coefficienti minimi di riserva bancaria sono stati ridotti dal 14 al 12% per i depositi a vista, e sono stati posti limiti all'ammontare delle risorse liquide che le banche possono detenere in divise estere. Più ampie misure recentemente avanzate per promuovere lo sviluppo industriale ed il miglioramento dell'agricoltura prevedono la rimozione delle preventive autorizzazioni necessarie per molti tipi di investimento, nonché la introduzione di nuove facilitazioni creditizie, sussidi, speciali esenzioni per gli ammortamenti e agevolazioni selettive di dazio per i nuovi progetti.

III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nonostante che il saggio reale di sviluppo economico dei paesi industriali del mondo occidentale sia rallentato, passando dal 5 % circa del 1969 al 2,5 % nel 1970, il commercio internazionale in termini di valore ha continuato ad espandersi ad un ritmo quasi altrettanto sostenuto che durante l'anno precedente. Le esportazioni mondiali sono aumentate di \$35 miliardi sino a raggiungere \$279 miliardi, ad un saggio di espansione cioè pari al 14,5 % circa. L'apparente paradosso di una rapida crescita del commercio mondiale in un anno caratterizzato da tendenze recessive è in larga misura spiegato dal comportamento dei prezzi all'esportazione, il cui movimento ascendente si è accelerato dal 3,5 % circa del 1969 al 5,5 %. In termini di volume, lo sviluppo delle esportazioni è calato dal 10,5 % del 1969 all'8,5 %, saggio questo corrispondente all'incirca al ritmo medio di incremento dell'ultimo decennio.

Commercio mondiale.

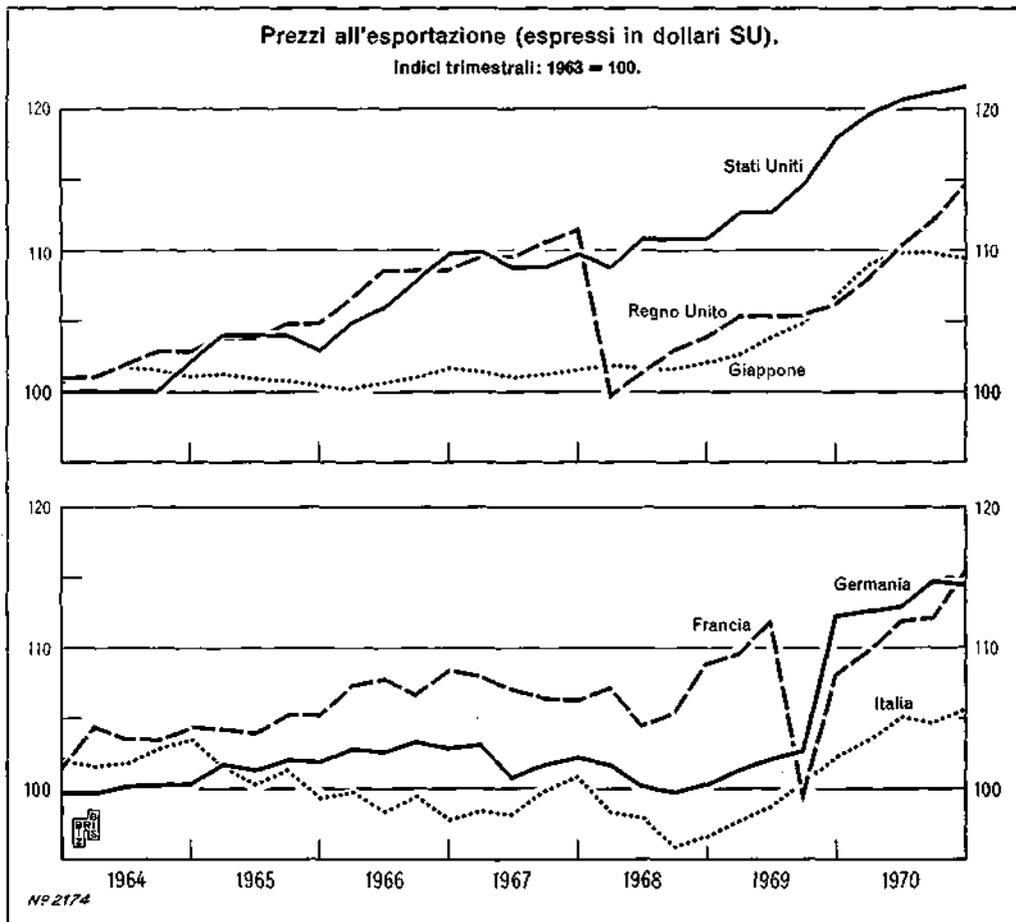
Area	Esportazioni		Importazioni		Saggi d'incremento nelle			
					esportazioni		importazioni	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
miliardi di dollari SU				percentuali				
Aree sviluppate								
Europa occidentale								
Paesi CEE	75,8	88,7	75,7	88,6	18,0	17,0	22,0	17,0
Paesi EFTA ¹	38,4	43,3	44,2	51,3	15,5	13,0	10,5	16,0
Altri paesi	5,4	6,4	10,2	11,9	16,0	18,5	17,0	16,0
Totale	119,6	138,4	130,1	151,8	17,0	15,5	17,5	16,5
Stati Uniti	38,0	43,2	38,3	42,5	9,5	13,5	8,5	11,0
Canada	14,4	16,9	14,3	14,5	9,5	17,0	14,0	2,0
Giappone	16,0	19,3	15,0	18,9	23,5	21,0	15,5	25,5
Altre aree²	7,6	8,5	8,8	10,3	14,0	11,0	7,5	17,0
Totale	195,6	226,3	206,5	236,0	15,5	15,5	15,0	15,0
Aree in via di sviluppo								
America latina	12,4	.	12,3	.	10,0	.	10,0	.
Altre aree	36,0	.	37,1	.	13,0	.	7,5	.
Totale	48,4	53,0	49,4	54,0	12,0	9,5	9,0	9,5
Totale complessivo	244,0	279,3	255,9	292,0	14,5	14,5	13,5	14,0

¹ Compresa Finlandia e Islanda. ² Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa. ³ 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.

La forte lievitazione dei prezzi all'esportazione ha principalmente rispecchiato le pressioni inflazionistiche gravanti sui paesi industriali. Mentre nel decennio sino al 1968 i prezzi all'esportazione dei paesi industriali dell'occidente avevano conse-

guito un saggio annuo medio di incremento inferiore allo 0,5% e si erano, quindi, mantenuti più stabili dei prezzi interni, l'aumento del 10,5% da loro registrato nel corso dell'ultimo biennio è stato all'incirca dello stesso ordine di grandezza di quello subito dal livello dei prezzi interni. Una spiegazione del fenomeno sembra essere offerta dalla circostanza che, nel periodo 1958-68, gli aumenti dei prezzi interni si sono in larga misura concentrati sul settore dei servizi, con scarsi riflessi quindi sui prezzi all'esportazione; l'esplosione salariale verificatasi in parecchi dei principali paesi industriali nell'arco dell'ultimo biennio ha invece provocato un forte ed immediato effetto sui prezzi delle esportazioni industriali. Un secondo fattore è stato la rivalutazione del DM nell'autunno del 1969. Data la domanda interna tedesca e le pressioni sui costi, la rivalutazione si è non solo tradotta in un corrispondente aumento dei prezzi in dollari delle esportazioni dalla Germania, ma ha anche probabilmente indebolito la riluttanza degli altri paesi ad elevare i loro prezzi all'esportazione.

Tra l'ultimo trimestre del 1968 e quello corrispondente del 1970 l'aumento dell'indice dei prezzi all'esportazione, espressi in dollari, dei paesi industriali si è ragguagliato all'11%. Considerando solamente i maggiori paesi, appare in testa la Germania, con un incremento del 15% seguita dall'Italia con il 12%. Entrambi questi paesi, peraltro, erano partiti da posizioni estremamente competitive, poichè nel quin-



quennio sino a fine 1968 i loro prezzi all'esportazione non avevano praticamente registrato alcuna variazione. L'aumento presentato dai prezzi all'esportazione del Regno Unito è stato prossimo, in media, all'11%, mentre quello relativo agli Stati Uniti, del 10%, è stato di poco inferiore. Peraltro, le rispettive posizioni di questi due paesi all'inizio del periodo considerato erano del tutto diverse: i prezzi all'esportazione del Regno Unito, espressi in dollari, erano considerevolmente diminuiti nel 1968, in conseguenza della svalutazione della sterlina, mentre quelli degli Stati Uniti avevano già subito un pronunciato movimento ascendente dal 1965 al 1968. In Giappone, l'aumento dei prezzi all'esportazione, pari all'8%, è stato già ben inferiore alla media, mentre in Francia, grazie alla svalutazione del 1969, esso si è solamente raggugliato al 6%.

Un altro fattore che spiega la forte accelerazione subita dal movimento ascendente dei prezzi del commercio internazionale nel corso dell'ultimo biennio è stato il comportamento dei prezzi delle materie prime che, dopo un lungo periodo di stabilità, sono saliti del 7%. Nondimeno, il loro incremento nel 1970, pari al 3%, è stato inferiore di meno della metà a quello registrato dal prezzo dei manufatti e ciò ha considerevolmente deteriorato le ragioni di scambio dei paesi in via di sviluppo. Infatti, su base trimestrale, il movimento ascendente dell'indice dei prezzi dei prodotti base esportati da detti paesi si è arrestato nell'ultimo trimestre del 1969. Per quanto riguarda i singoli gruppi di prodotti base, la forte ascesa dei prezzi dei minerali metaliferi e di caffè, tè e cacao, cui risale in buona parte la responsabilità dell'aumento dell'indice annuale della media dei prezzi dal 1968 al 1970, si è parzialmente rovesciata nel corso di quest'ultimo anno. Per contro, i prezzi dei combustibili, che non avevano subito aumenti negli anni precedenti, sono saliti del 7% tra l'ultimo trimestre del 1969 e quello del 1970; quelli dei cereali, diminuiti del 7% tra il secondo trimestre del 1969 e quello corrispondente del 1970, sono saliti nella stessa proporzione nel secondo semestre di quest'ultimo anno.

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 ²	Paesi in via di sviluppo	
		Paesi CEE	Paesi EFTA ¹					
in percentuali rispetto all'anno precedente								
Paesi CEE . . .	1968	18,0	7,0	28,5	9,0	5,5	12,0	14,5
	1969	26,0	14,5	4,5	16,0	12,5	11,5	19,0
	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	15,0	15,5	17,0
Paesi EFTA ¹ . .	1968	10,0	6,0	17,5	1,5	2,0	10,0	9,5
	1969	18,5	17,0	4,5	30,0	13,5	16,5	15,5
	1970	15,0	19,0	3,0	14,5	10,5	9,0	13,0
America del Nord	1968	8,0	10,5	19,0	9,0	3,0	6,5	11,5
	1969	14,5	4,5	14,0	16,0	5,0	4,0	10,0
	1970	23,5	18,5	3,5	33,0	19,0	17,5	14,5
Giappone	1968	25,5	4,0	35,0	—	15,5	22,0	24,0
	1969	41,0	3,0	23,0	—	36,5	22,0	23,5
	1970	34,5	46,5	19,5	—	33,0	13,5	21,0

¹ Compresa la Finlandia, ma esclusa l'Islanda. ² Compresi i paesi a economia pianificata.

In aggiunta agli effetti dei prezzi crescenti, un importante fattore che fa da sfondo all'espansione del valore in dollari degli scambi internazionali nel 1970 è stato la sostenutezza alquanto sorprendente con cui si è sviluppata la domanda di importazioni negli Stati Uniti, dove lo scorso anno si sono manifestate le più vigorose tendenze recessive. Mentre, nel 1958, la flessione del prodotto nazionale lordo reale SU aveva dato luogo ad una contrazione del valore delle importazioni, nel 1970 il loro sviluppo si è accelerato, dall'8,5% del 1969 all'11% circa. In Canada, invece, una situazione ciclica analoga ha determinato una forte diminuzione nel saggio di crescita delle importazioni, passato dal 14 al 2%. Le importazioni dei paesi dell'Europa occidentale hanno continuato ad espandersi con quasi lo stesso ritmo del 1969, e ciò sebbene il saggio di sviluppo delle importazioni dei paesi EFTA si sia accelerato dal 10,5 al 16%, mentre quello delle importazioni CEE è diminuito dal 22% a quasi il 17%. Il saggio di sviluppo delle importazioni giapponesi è accelerato dal 15,5 al 25,5%.

Conformemente a quanto ci si sarebbe potuto attendere in considerazione della congiuntura internazionale, il Nord America è stata la sola area a manifestare una crescita delle esportazioni più rapida che nel 1969. Il saggio di sviluppo delle esportazioni canadesi è balzato dal 9,5 al 17% e quello degli Stati Uniti dal 9,5 al 13,5%. Mentre l'espansione dell'interscambio fra Stati Uniti e Canada è assai diminuito, lo sviluppo delle esportazioni del Nord America è balzato dal 14,5 al 23,5% nei confronti dei paesi CEE, dal 4,5 al 18,5% nei riguardi di quelli EFTA e del 4 al 17,5% relativamente a quelli in via di sviluppo. Anche nell'area CEE l'espansione dell'interscambio è rallentata, mentre più rapido di prima è risultato lo sviluppo delle esportazioni verso tutte le altre aree, soprattutto verso il Nord America ed il Giappone. Nel caso del gruppo dei paesi EFTA la situazione è stata invece diametralmente opposta. Quanto al Giappone, il saggio d'incremento delle esportazioni è calato assai sensibilmente nei riguardi dei paesi in via di sviluppo, mentre si è mantenuto abbastanza buono nei confronti del Nord America; l'aumento delle esportazioni giapponesi verso l'Europa occidentale (solo paesi CEE ed EFTA) è salito dal 17,5 al 40%, ma, questo gruppo di paesi copre ancora solamente un ottavo delle esportazioni medesime.

Bilance dei pagamenti.

Con l'eccezione del Giappone, le bilance dei pagamenti delle principali aree industriali del mondo, calcolate in base alle variazioni nelle loro posizioni nette ufficiali verso l'estero, hanno presentato un aspetto assai diverso rispetto al 1969. La bilancia globale dei paesi CEE è passata da un saldo passivo di \$4,4 miliardi ad un saldo attivo di \$9,1 miliardi; l'avanzo di \$2,7 miliardi, registrato nel 1969 dagli Stati Uniti sulla base dei regolamenti ufficiali, è stato sostituito da un disavanzo di \$10,7 miliardi. La bilancia dei pagamenti canadese, che nel 1969 era stata press'a poco in equilibrio, ha conseguito un saldo attivo di \$1,6 miliardi; e il saldo attivo dei paesi EFTA è salito di \$1,6 miliardi (a \$2,9 miliardi). In conclusione, il saldo attivo complessivo delle principali aree industriali è aumentato da \$0,5 a 3,9 miliardi, non tenendo conto della contropartita della prima assegnazione di DSP. Questo movimento non è da ricollegarsi ad un corrispondente peggioramento nella bilancia dei pagamenti

Principali aree industriali: Bilance dei pagamenti.

Voci	Anni	Stati Uniti	Canada	Giappone	Paesi CEE	Paesi EFTA ¹	Totale
		miliardi di dollari SU					
Saldo commerciale	1968	+ 0,6	+ 1,4	+ 2,5	+ 5,3	- 4,4	+ 5,4
	1969	+ 0,7	+ 0,9	+ 3,7	+ 3,7	- 3,4	+ 5,6
	1970	+ 2,2	+ 3,0	+ 4,0	+ 5,8	- 5,1	+ 9,9
Servizi e trasferimenti . . .	1968	+ 0,8	- 1,5	- 1,5	- 1,2	+ 3,9	+ 0,5
	1969	+ 0,1	- 1,6	- 1,6	- 1,5	+ 4,7	+ 0,1
	1970	+ 0,1	- 1,7	- 2,0	- 3,4	+ 5,4	- 1,6
Bilancia corrente	1968	+ 1,4	- 0,1	+ 1,0	+ 4,1	- 0,5	+ 5,9
	1969	+ 0,8	- 0,7	+ 2,1	+ 2,2	+ 1,3	+ 5,7
	1970	+ 2,3	+ 1,3	+ 2,0	+ 2,4	+ 0,3	+ 8,3
Movimenti netti di capitali (esclusi capitali bancari, ma compresi errori e omissioni)	1968	- 3,4	+ 0,5	+ 0,1	- 6,0	+ 0,1	- 8,7
	1969	- 5,9	+ 1,3	+ 0,2	- 8,8	+ 0,2	- 13,0
	1970	- 5,6	+ 0,4	- 0,6	+ 3,8	+ 2,3	+ 0,3
Variazioni nella posizione esterna netta delle banche ²	1968	+ 3,7	- 0,3	- 0,2	- 0,8	- 1,6	+ 0,8
	1969	+ 7,8	- 0,5	- 1,5	+ 2,2	- 0,2	+ 7,8
	1970	- 7,4	- 0,1	- 0,4	+ 2,9	+ 0,3	- 4,7
Variazioni nella posizione ufficiale netta esterna (esclusa contropartita assegnazione DSP)	1968	+ 1,7	+ 0,1	+ 0,9	- 2,7	- 2,0	- 2,0
	1969	+ 2,7	+ 0,1	+ 0,8	- 4,4	+ 1,3	+ 0,5
	1970	- 10,7	+ 1,6	+ 1,0	+ 9,1	+ 2,9	+ 3,9

¹ Escluse Finlandia e Islanda. ² Nelle bilance dei pagamenti dei paesi che seguono, questa voce è considerata una partita monetaria, con l'eccezione di quella degli Stati Uniti.

del resto del mondo che, al contrario, ha manifestato un miglioramento di circa \$ 1 miliardo, ma ha rispecchiato gli impieghi ufficiali sul mercato dell'eurodollaro. Come ciò sia avvenuto è spiegato nel capitolo I, a pagina 17.

L'aumento delle riserve ufficiali detenute sul mercato dell'eurodollaro ha anche svolto un'importante funzione nella bilancia combinata dei movimenti di capitali dei paesi industriali la quale è passata da un deflusso di \$ 13 miliardi nel 1969 ad un afflusso di \$ 0,3 miliardi. Un secondo, ed ancor più importante, fattore di questo capovolgimento è stata la riduzione da parte delle banche SU del loro indebitamento in eurodollari e il reimpiego da parte delle banche operanti sul mercato dell'eurodollaro di gran parte dei fondi resi così disponibili a imprese non bancarie in Europa e anche, in più di un caso, negli Stati Uniti. Dal lato delle risorse questo movimento di fondi si è, ovviamente, soltanto rispecchiato nelle posizioni sull'estero delle banche, mentre dal lato degli utilizzi esso ha dato luogo a corrispondenti variazioni nei saldi in conto capitali. Pertanto i gruppi di paesi CEE ed EFTA hanno presentato una variazione globale da esportazioni nette di capitali per \$ 8,6 miliardi nel 1969 ad importazioni nette di capitali per \$ 6,1 miliardi nel 1970. E, nonostante un apprezzabile incremento degli investimenti diretti SU all'estero ed i minori acquisti esteri di titoli SU, il saldo del conto capitali SU ha registrato un miglioramento di \$ 0,3 miliardi; questo andamento va principalmente ascritto a una considerevole riduzione delle uscite di capitali

a breve (tenendo conto di errori ed omissioni) dal settore non bancario SU, soprattutto verso il mercato dell'eurodollaro.

La principale contropartita delle variazioni del conto capitali è stato il capovolgimento di \$ 15,2 miliardi intervenuto nelle posizioni sull'estero delle banche SU, passate da un indebitamento netto di \$ 7,8 miliardi nel 1969 a rimborsi per \$ 7,4 miliardi. D'altra parte, i nuovi debiti netti delle banche dei paesi CEE ed EFTA sono rapidamente aumentati da \$ 2 miliardi del 1969 a \$ 3,2 miliardi nel 1970. Le nuove attività nette sull'estero delle banche giapponesi si sono ragguagliate soltanto a \$ 0,4 miliardi contro \$ 1,5 miliardi del 1969, ma tale flessione è stata ampiamente compensata da una variazione nel flusso netto di fondi non bancari, passato da un'entrata di \$ 0,2 miliardi nel 1969 ad un'uscita di \$ 0,6 miliardi.

Una nota positiva nella bilancia combinata dei pagamenti delle principali aree industriali è data dal consolidamento del loro avanzo globale delle partite correnti da \$ 2,6 a 8,3 miliardi. Se si eccettua un certo peggioramento nel saldo corrente di altri paesi sviluppati, questo fenomeno indica un accresciuto trasferimento di risorse reali verso i paesi in via di sviluppo. Il saldo combinato della bilancia corrente del Nord America è passato da una posizione di equilibrio ad un avanzo di \$ 3,6 miliardi: l'intero miglioramento va ascritto alla bilancia commerciale. Ancora più sorprendente, data la situazione ciclica, è il fatto che anche l'avanzo commerciale dei paesi CEE è aumentato, precisamente di \$ 2,1 miliardi. Questo incremento, peraltro, è stato largamente annullato da un aumento di \$ 1,9 miliardi nel saldo negativo netto delle partite invisibili. L'avanzo delle partite correnti dei paesi EFTA, per contro, è caduto da \$ 1,3 a 0,3 miliardi, e oltre metà di tale flessione va ascritta alla Svizzera.

* * *

Stati Uniti. Come nel 1969, i due sistemi convenzionali utilizzati per calcolare la bilancia dei pagamenti SU hanno dato luogo lo scorso anno a risultati assai divergenti. Escludendo la contropartita della prima assegnazione di DSP, la bilancia, sulla base della liquidità, ha conseguito un saldo passivo di \$ 4,7 miliardi, considerevolmente inferiore a quello di \$ 7 miliardi del 1969; sulla base dei regolamenti ufficiali, invece, il saldo passivo è risultato di \$ 10,7 miliardi contro un saldo attivo di \$ 2,7 miliardi registrato l'anno precedente.

Nessuno dei due sistemi di calcolo fornisce un'indicazione soddisfacente dei movimenti di fondo che lo scorso anno hanno caratterizzato la bilancia dei pagamenti SU. Sulla base dei regolamenti ufficiali, la maggior parte del peggioramento è da ascrivere al fatto che il sistema bancario SU ha rimborsato alle proprie filiali estere \$ 5,1 miliardi, mentre nel 1969 aveva ricevuto prestiti per \$ 6,8 miliardi da esse. E, d'altro canto, la diminuzione di \$ 2,3 miliardi nel deficit di liquidità non può essere considerata come un segno di effettivo miglioramento, dal momento che essa è stata più che compensata da due fattori "non di base": una riduzione di \$ 1,6 miliardi nella partita negativa "errori ed omissioni", rispecchiante una brusca flessione nel deflusso di fondi non bancari verso il mercato dell'eurodollaro; e un movi-

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1969	1970 ²				1971 ¹ 1° trimestre
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari						
Merci* (f.o.b.)						
Esportazioni	36.475	42.040	10.250	10.585	10.700	11.040
Importazioni	35.835	39.855	9.725	9.830	9.990	10.750
Saldo	+ 640	+ 2.185	+ 525	+ 755	+ 710	+ 290
Servizi e trasferimenti						
Interessi e dividendi	+ 5.745	+ 6.045	+ 1.520	+ 1.395	+ 1.505	+ 1.625
Spese militari.	- 3.335	- 3.360	- 925	- 825	- 870	- 740
Turismo	- 1.330	- 1.595	- 365	- 410	- 435	- 385
Altri servizi	- 960	- 990	- 235	- 235	- 275	- 245
Totale servizi	+ 120	+ 100	- 5	- 75	- 75	+ 255
Bilancia corrente	+ 760	+ 2.285	+ 520	+ 680	+ 635	+ 450
Donazioni e capitali ufficiali del Governo SU	- 3.630	- 3.235	- 855	- 725	- 805	- 850
Capitali privati SU						
Investimenti diretti	- 3.070	- 3.985	- 1.410	- 1.435	- 710	- 410
Altri capitali a lungo termine	- 1.590	- 1.265	- 490	+ 115	- 660	- 230
Capitali a breve	- 575	- 1.120	+ 190	- 620	+ 190	- 980
Capitali esteri						
Privati	+ 4.870	+ 4.460	+ 1.035	+ 955	+ 1.310	+ 1.160
Ufficiali.	- 735	- 600	- 450	+ 360	- 245	- 265
Totale	- 1.100	- 2.490	- 1.125	- 625	- 115	- 625
Errori e omissioni	- 2.840	- 1.275	- 205	- 780	- 535	+ 245
Saldo sulla base della liquidità	- 7.010	- 4.715	- 1.665	- 1.450	- 820	- 780
Saldo sulla base della liquidità non rettificato.	- 7.010	- 4.715	- 1.555	- 1.430	- 1.640	- 90
Aumento delle passività liquide SU, escluse quelle verso autorità monetarie estere, meno aumento delle passività ufficiali non liquide	+ 9.710	- 5.970	- 1.280	- 640	- 970	- 3.080
Saldo sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali	+ 2.700	- 10.685	- 2.835	- 2.070	- 2.610	- 3.170
Contropartita dell'assegnazione di DSP	-	+ 865	+ 865	-	-	-
Saldo sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali inclusa contropartita assegnazioni DSP	+ 2.700	- 9.820	- 1.970	- 2.070	- 2.610	- 3.170

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali per il saldo della liquidità sono rettificati per variazioni stagionali. ³ Esclusi spedizioni di natura militare in donazione ed acquisti per importazioni di natura militare.

mento favorevole, per \$1 miliardo, nelle speciali transazioni finanziarie, da ascrivere soprattutto all'effetto combinato di anticipati rimborsi di debiti al governo SU e ad una contrazione più piccola di quella dell'anno precedente nelle riserve in dollari dei

paesi esteri, detenuti in forma non liquida. Ove non si tenga conto di questi due fattori, il deficit di liquidità appare, in effetti, leggermente più elevato di quello registrato nel 1969.

L'eccedenza delle partite correnti è risalita a \$ 2,3 miliardi dal minimo di soli \$ 0,8 miliardi toccato nel 1969. Questo miglioramento, sopravvenuto interamente nel conto merci, ha soprattutto rispecchiato l'effetto congiunto del rallentamento nell'economia degli Stati Uniti e del persistente alto livello della domanda in alcuni degli altri più importanti paesi industriali. Pertanto, l'avanzo commerciale nei confronti dell'Europa occidentale è migliorato di \$ 1,5 miliardi; nei riguardi del Canada, invece, dove la congiuntura è stata pressochè analoga a quella statunitense, il deficit commerciale è raddoppiato sino a toccare \$ 1,6 miliardi. Rispetto ai paesi in via di sviluppo l'eccedenza commerciale è cresciuta di \$ 0,6 miliardi.

Ove si consideri il panorama economico dello scorso anno, l'aumento dell'avanzo commerciale da \$ 0,6 a 2,2 miliardi non appare molto spettacolare. Nel 1964, in una situazione ciclica alquanto meno favorevole, tale avanzo si era ragguagliato a \$ 6,8 miliardi. Per di più, il miglioramento, iniziato alla metà del 1969, si è arrestato a metà 1970 ed ha quasi totalmente mutato segno nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno.

I risultati relativamente modesti conseguiti nei conti commerciali con l'estero sono la conseguenza della persistente spinta delle importazioni. Il loro saggio di sviluppo si è in effetti accelerato dal 9 all'11% nonostante la fase recessiva dell'economia. In parte, l'alto livello delle importazioni nel 1970 è dovuto allo sciopero dei portuali nel 1969. Tenendo conto degli effetti degli scioperi in generale, si stima che il saggio di incremento delle importazioni è diminuito tra il 1969 ed il 1970 dal 13 al 10%. Un altro fattore che sta alla base del persistente elevato livello delle importazioni è l'aumento dell'8% nell'indice di valore unitario, che è il più elevato verificatosi in qualsiasi anno dal "boom" coreano. A tale fattore vanno altresì aggiunti gli effetti provocati dall'aumento del 7% registrato lo scorso anno nei consumi personali negli Stati Uniti. Secondo le rilevazioni del "Bureau of Census", le importazioni di beni di consumo non alimentari sono salite del 14%, pari a due quinti dell'aumento totale delle importazioni, mentre quelle dei beni alimentari si sono accresciute del 18%. Inoltre, le importazioni di beni capitali, nonostante il rallentamento delle spese per investimenti interni, sono state superiori del 15% a quelle del 1969.

Le esportazioni SU, nel 1970, hanno conseguito un aumento del 15% che si contrappone al 9% del 1969. In termini di volume, le percentuali si riducono, rispettivamente, all'8 ed al 6%. Come nel caso delle importazioni, tali cifre risentono dell'effetto degli scioperi, senza i quali si ritiene che il valore totale delle esportazioni sarebbe salito del 12% nel 1970 e del 13% nel 1969. Per categorie di merci, il più rapido incremento delle esportazioni del 1970 può essere interamente attribuito (in base ai calcoli del "Bureau of Census") ai prodotti agricoli, le cui vendite, dopo essere diminuite in ciascun anno del precedente triennio, sono aumentate di \$ 1,2 miliardi ed hanno coperto circa un quarto dell'aumento globale delle esportazioni nel 1970. Le esportazioni di prodotti non agricoli sono cresciute con circa lo stesso ritmo del 1969, ossia del 12,5%. Le vendite di aerei civili, che comprendono i primi aviogetti "jumbo", sono salite del 21%; si è altresì verificato un cospicuo incremento nel-

l'esportazione di approvvigionamenti e materiali industriali (17%) e di beni strumentali (16%). Il quadro è invece assai diverso per quanto concerne i beni di consumo. Le vendite di autoveicoli, motori e pezzi di ricambio sono state inferiori dell'8% rispetto a quelle del 1969, soprattutto a causa dello sciopero alla General Motors, mentre quelle di tutti gli altri beni di consumo durevoli sono cresciute soltanto del 6%.

L'eccedenza delle partite invisibili, pari a \$0,1 miliardo, è risultata uguale a quella del 1969. Il reddito netto degli investimenti che, in seguito alla rapida ascesa dei saggi sull'eurodollaro e dell'indebitamento in tale valuta delle banche SU, era diminuito nel 1969 di \$0,3 miliardi, ha riguadagnato il livello del 1968. Questo miglioramento è stato comunque annullato da un aumento netto di \$0,3 miliardi nelle spese dei turisti all'estero. Soprattutto a causa del più ampio rimborso di debiti esteri, le uscite nette sotto forma di donazioni e prestiti governativi sono diminuite di \$0,6 miliardi, a \$3,2 miliardi, e sono state coperte dall'avanzo delle partite correnti nella misura del 70%.

La bilancia dei capitali privati identificati, ha presentato un deflusso netto di \$1,9 miliardi, cioè ha superato quello del 1969 di \$1,5 miliardi. I deflussi netti di capitali SU sono passati da \$5,2 a 6,4 miliardi, mentre l'afflusso netto di capitali esteri privati è diminuito da \$4,9 a 4,5 miliardi.

Per quanto concerne i movimenti di capitali SU, la principale caratteristica del 1970 è costituita dall'aumento, di \$0,9 miliardi, negli investimenti diretti all'estero sino ad un importo di \$4 miliardi. Si stima che le spese per impianti ed attrezzature da parte di affiliate estere di società americane abbiano raggiunto un livello superiore del 22% a quello del 1969 e che una più ampia quota di tali spese sia stata finanziata con risorse interne. Il deflusso di fondi per investimenti diretti verso l'Europa è aumentato di \$0,6 miliardi, mentre la maggior parte del restante incremento è affluito al Canada e all'Australia. Le attività estere delle banche SU sono altresì cresciute assai più che nel 1969, e cioè di \$0,9 contro 0,5 miliardi. Mentre le loro attività bancarie a lungo termine sono diminuite di \$0,2 miliardi, quelle a breve sono salite di \$1,1 miliardi, alle quali quelle verso il Giappone hanno contribuito con quasi la metà e quelle nei confronti del Canada con circa un quarto. La maggior parte dell'incremento ha avuto luogo nel quarto trimestre, quando i saggi del mercato monetario SU sono notevolmente diminuiti. In contrasto con gli investimenti diretti e i prestiti bancari, gli acquisti netti, da parte degli Stati Uniti, di titoli esteri sono scesi tra il 1969 ed il 1970 da \$1,5 a 0,9 miliardi, ivi compresa una flessione di \$0,5 miliardi nelle emissioni nette di obbligazioni canadesi negli Stati Uniti.

Per quanto concerne i capitali esteri, gli investimenti diretti negli Stati Uniti, che si erano quasi triplicati nel 1969, sono ulteriormente saliti di soli \$0,9 miliardi. Gli acquisti esteri di titoli SU (escluse le emissioni del Tesoro), già diminuiti nel 1969 da \$4,4 a 3,1 miliardi, hanno registrato un'ulteriore considerevole flessione, scendendo a \$2,2 miliardi. Gli acquisti di azioni SU sono calati da \$1,6 a 0,7 miliardi; tuttavia, rispecchiando il graduale miglioramento dell'atmosfera sul mercato azionario SU dopo la metà dell'anno, essi si sono decisamente ripresi: alle vendite nette per \$0,2 miliardi del primo semestre hanno così fatto seguito, nel secondo, acquisti netti per \$0,9 miliardi. La flessione negli acquisti esteri di titoli SU è stata in larga parte compensata da un aumento di \$0,7 miliardi, sino a raggiungere \$1,5 miliardi,

negli altri prestiti esteri accordati a residenti SU non bancari. La maggior parte di questi crediti è stata a breve termine; ed il fatto che le passività non bancarie SU verso il Regno Unito, da sole, siano aumentate da \$0,1 a 1,1 miliardi lascia supporre che vi sia stato un forte incremento di prestiti in eurodollari a società SU. Nel medesimo tempo, il ridotto deflusso di fondi SU non bancari verso il mercato dell'eurodollaro ha costituito il principale fattore che spiega la contrazione di \$1,6 miliardi subita dalla partita negativa errori ed omissioni. Le uscite globali di capitale privato, inclusi errori ed omissioni, sono pertanto salite a \$3,2 miliardi, quasi esattamente la stessa cifra del 1969.

Quanto ai movimenti di capitali ufficiali esteri, si è verificato nel 1970 un deflusso netto di \$0,6 miliardi, cioè di circa \$0,1 miliardo in meno dell'anno precedente. Nell'importo è compreso una diminuzione di \$0,6 miliardi nelle passività del governo SU collegata con contratti di vendite di natura militare.

Muovendosi una volta tanto nella stessa direzione, nel primo trimestre del 1971 sia il saldo di liquidità sia quello dei regolamenti ufficiali hanno registrato un forte deterioramento. Il deficit della liquidità ha compiuto un balzo da \$0,8 miliardi nell'ultimo trimestre del 1970 a \$3,3 miliardi ed ha così superato quasi di tre volte la sua media trimestrale del 1970. Il disavanzo dei regolamenti ufficiali (non rettificato per variazioni stagionali) è salito da \$2,2 a 5,4 miliardi. A prescindere dall'inversione delle operazioni di fine anno, di cui l'aggiustamento stagionale non tiene interamente conto, il notevole incremento nel deficit di liquidità sembra avere rispecchiato soprattutto l'ampliamento del divario fra saggi d'interesse negli Stati Uniti e nel resto del mondo. Si è verificata una sensibile riduzione, rispetto all'ultimo trimestre del 1970, negli acquisti esteri di titoli SU ed un aumento negli acquisti SU di titoli esteri. L'avanzo commerciale è ammontato a \$0,3 miliardi, cioè è stato di \$0,1 miliardo superiore a quello registrato nel quarto trimestre del 1970, in cui aveva subito l'effetto negativo dello sciopero della General Motors, ma di \$0,4 miliardi inferiore al suo livello medio dei primi tre trimestri di quell'anno.

Canada. Lo sviluppo più importante che, lo scorso anno, si è verificato nella bilancia dei pagamenti canadese è dato da una variazione di \$1,9 miliardi nelle partite correnti, che per la prima volta dal 1952 hanno registrato un'eccedenza di \$1,2 miliardi. Per quanto riguarda il saldo attivo, il suo movimento ascendente che, iniziatosi nel 1966, aveva sino ad allora progredito a ritmo moderato, si è sensibilmente accelerato nel 1970: tralasciando la contropartita dell'assegnazione iniziale di DSP, esso è cresciuto di \$1,1 miliardi, sino a \$1,7 miliardi.

Il sorprendente miglioramento delle partite correnti è stato provocato unicamente dal movimento di merci. Al livello di \$3 miliardi, l'avanzo commerciale è stato il più elevato registrato dall'ultima guerra e ha superato di oltre tre volte quello del precedente anno. Tanto nel 1969 che nel 1970, tuttavia, il commercio è stato grandemente influenzato da particolari fattori, specialmente dagli scioperi del 1969 e dalle loro conseguenze. Nel 1970 il saggio di incremento delle esportazioni è accelerato dal 10 al 17%, mentre quello delle importazioni è sceso dal 15 al 2%. Inoltre, le ragioni di scambio sono leggermente migliorate.

La maggior parte delle varie categorie di merci hanno contribuito alla forte ascesa delle esportazioni. In termini di dollari canadesi, sola eccezione sono stati gli

autoveicoli, l'alluminio ed i prodotti forestali, le cui vendite hanno risentito dell'indebolimento della domanda estera e di forti arresti produttivi. Le esportazioni di autoveicoli, in particolare, sono aumentate pochissimo in conseguenza del ristagno del mercato automobilistico negli Stati Uniti all'inizio del 1970 e dello sciopero alla General Motors (canadese) in autunno. Soprattutto a causa dei ritardi di consegna dovuti agli scioperi effettuati su larga scala in Canada nel 1969, le esportazioni di minerale di ferro, acciaio, rame e nichelio sono state vivacissime nel 1970. Le vendite di petrolio e di benzina sono anch'esse aumentate sensibilmente dal momento che gli Stati Uniti hanno allargato le quote d'importazione prima applicate a ciascuna di queste due voci. Considerando la ripartizione geografica delle esportazioni canadesi, si osserva che la loro espansione nei confronti degli Stati Uniti, ragguagliatasi al 65% del totale rispetto al 71% dell'anno precedente, è scesa dal 15 al 4%, ovvero al 6% escludendo il settore degli autoveicoli. La domanda dagli altri mercati esteri, per contro, è stata straordinariamente sostenuta. Le consegne al Regno Unito - per importanza la seconda controparte commerciale del Canada - hanno compiuto un balzo del 34%, dopo essere effettivamente diminuite nel 1969; circa un quarto dell'aumento è dovuto alle esportazioni di nichelio.

Canada: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1969	Anno	1970 ²			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	13.860	16.200	3.965	4.015	4.090	4.130
Importazioni	12.965	13.230	3.290	3.370	3.435	3.135
Saldo	+ 895	+ 2.970	+ 675	+ 645	+ 655	+ 995
Servizi e trasferimenti	- 1.590	- 1.725	- 420	- 390	- 480	- 435
Bilancia corrente	- 695	+ 1.245	+ 255	+ 255	+ 175	+ 560
Bilancia corrente non rettificata	- 695	+ 1.260	+ 50	+ 235	+ 470	+ 505
Conto capitali a lungo termine						
Operazioni su titoli canadesi	+ 1.600	+ 570	+ 415	- 130	+ 195	+ 90
Investimenti diretti	+ 370	+ 530	+ 45	+ 130	+ 130	+ 225
Altri capitali	+ 120	- 335	+ 135	- 40	- 180	- 250
Totale	+ 2.090	+ 765	+ 595	- 40	+ 145	+ 65
Bilancia di base	+ 1.395	+ 2.025	+ 645	+ 195	+ 615	+ 570
Conto capitali a breve³	- 845	- 330	- 560	+ 435	- 195	- 10
Saldo complessivo	+ 550	+ 1.695	+ 85	+ 630	+ 420	+ 560
Contropartita dell'assegnazione di DPS						
Saldo complessivo inclusa contropartita assegnazione DSP	+ 550	+ 1.820	+ 210	+ 630	+ 420	+ 560

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali relativi al saldo delle partite correnti sono rettificati per variazioni stagionali. ³ Compresi fattori di aggiustamento.

Nota: I dati della bilancia dei pagamenti per il secondo, terzo e quarto trimestre del 1970 sono stati convertiti da dollari canadesi in dollari SU ai cambi medi trimestrali di chiusura a pronti, rispettivamente, di \$can. 1,08551, 1,02073 e 1,01677 per 1 dollaro SU.

La tendenza ascendente del deficit delle partite invisibili è proseguita e il relativo aumento di \$135 milioni va principalmente ascrivito ai più cospicui pagamenti netti canadesi di interessi e dividendi: questi hanno infatti costituito più di metà del deficit di \$1,7 miliardi registrato dalla bilancia delle partite invisibili.

Il miglioramento assai considerevole del saldo delle partite correnti è stato in larga misura compensato da una sensibile riduzione nell'afflusso netto di capitali a lungo termine da \$2,1 a 0,8 miliardi. Le vendite all'estero di nuovi titoli canadesi sono diminuite lo scorso anno di \$790 milioni, sino a \$755 milioni, come conseguenza, in gran parte, dell'elevato livello dei saggi a lungo termine tanto negli Stati Uniti che in Europa. Inoltre, in ottobre, gli operatori canadesi sono stati ufficialmente invitati a far fronte al loro fabbisogno finanziario, ricorrendo nella misura massima possibile al mercato interno dei capitali. Le operazioni sui titoli canadesi in circolazione hanno presentato una variazione negativa netta di \$235 milioni. Il deflusso netto di capitali in connessione con crediti all'esportazione a lungo termine è salito da \$10 milioni nel 1969 a \$135 milioni lo scorso anno. Per contro, le entrate nette a fronte degli investimenti diretti si sono accresciute di \$160 milioni (a \$530 milioni) a seguito di più cospicui investimenti esteri in Canada e di una modesta flessione negli investimenti canadesi all'estero.

Rispetto al 1969, quando l'alto livello dei saggi d'interesse a breve correnti all'estero aveva attirato un ampio volume di fondi canadesi, il deflusso netto di capitali a breve si è ridotto da \$845 a 330 milioni. Nel corso dell'anno i movimenti di capitali a breve hanno subito vistose oscillazioni: ad un deflusso netto di \$560 milioni nel primo trimestre ha fatto seguito un afflusso di \$435 milioni nel secondo, quando la speculazione a favore del dollaro canadese ha dato luogo all'adozione di un cambio fluttuante. Il deflusso è ripreso nel terzo trimestre ed ha avuto aspetti solamente marginali nell'ultimo.

Nel primo trimestre del 1971 la bilancia dei pagamenti del Canada, esclusa la contropartita della seconda assegnazione di DSP, ha presentato un saldo passivo di \$0,4 miliardi contro un saldo attivo di \$0,1 miliardo nel periodo corrispondente del 1970. Tuttavia, la bilancia commerciale, rettificata per variazioni stagionali, sulla base delle statistiche doganali e con importazioni calcolate f. o. b., è rimasta assai favorevole: nei primi tre mesi l'avanzo è cresciuto al saggio annuo di \$2,6 miliardi rispetto a \$2,8 miliardi nell'intero 1970.

Giappone. Nel 1970, per il terzo anno consecutivo, il Giappone ha registrato un notevole saldo attivo nella bilancia dei pagamenti. Trascurando la contropartita della prima assegnazione di DSP, esso è ammontato a \$1,4 miliardi, cioè è stato di \$0,9 miliardi inferiore al saldo conseguito nel 1969. La flessione nel saldo attivo trova largamente la sua contropartita in un incremento di \$1,4 miliardi nel deflusso netto di capitali a lungo termine. L'eccedenza delle partite correnti è stata di pochissimo inferiore a quella dell'anno precedente, ma l'afflusso netto di capitali a breve è cresciuto di \$0,6 miliardi.

E' continuato il movimento ascendente nel deflusso lordo di capitali a lungo termine, da \$1,5 a 2 miliardi, mentre le importazioni di capitali sono fortemente diminuite: da \$1,4 a 0,4 miliardi. Per quanto riguarda queste ultime, gli acquisti netti

Giappone: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1969	1970				1971	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	15.680	19.020	4.050	4.600	4.950	5.420	4.945
Importazioni	11.980	15.000	3.460	3.740	3.830	3.970	3.860
Saldo	+ 3.700	+ 4.020	+ 590	+ 860	+ 1.120	+ 1.450	+ 1.085
Servizi e trasferimenti	- 1.580	- 2.005	- 525	- 475	- 505	- 500	- 595
Bilancia corrente . .	+ 2.120	+ 2.015	+ 65	+ 385	+ 615	+ 950	+ 490
Conto capitali a lungo termine . .	- 155	- 1.595	- 435	- 465	- 315	- 380	- 190
Bilancia di base . .	+ 1.965	+ 420	- 370	- 80	+ 300	+ 570	+ 300
Conto capitali a breve ²	+ 320	+ 955	+ 355	+ 100	+ 350	+ 150	+ 310
Saldo complessivo	+ 2.285	+ 1.375	- 15	+ 20	+ 650	+ 720	+ 610
Contropartita delle assegnazioni di DSP	-	+ 120	+ 120	-	-	-	+ 130
Saldo complessivo inclusa contropartita assegnazioni DSP	+ 2.285	+ 1.495	+ 105	+ 20	+ 650	+ 720	+ 740

¹ Sulla base delle transazioni. ² Compresi errori e omissioni.

esteri di titoli giapponesi si sono ridotti di \$540 milioni (a \$190 milioni). I prestiti concessi dall'estero sono diminuiti di \$305 milioni, scendendo a \$80 milioni e il ricavo di emissioni obbligazionarie, stilate in valute estere, si è contratto di \$155 milioni (a \$45 milioni). Quanto all'uscita di capitali a lungo termine, i prestiti a non residenti sono cresciuti di \$290 milioni, sino a \$625 milioni, compresi \$200 milioni di prestiti speciali in yen effettuati dalla Banca del Giappone alla BIRS nel primo trimestre. Lo scopo di queste transazioni, nonché anche dell'acquisto, per \$80 milioni, di certificati speciali dalla Export-Import Bank nel gennaio 1970, era di impedire che le riserve ufficiali aumentassero troppo rapidamente. Si sono anche verificati più cospicui deflussi netti in connessione con investimenti diretti all'estero e crediti commerciali a lungo termine; in quest'ultimo caso come effetto collaterale delle maggiori esportazioni di navi.

Sebbene il saggio d'aumento delle importazioni sia accelerato fra il 1969 ed il 1970 dal 17 al 25%, e quello delle esportazioni sia diminuito dal 23 al 21%, l'avanzo commerciale è cresciuto di \$0,3 miliardi, sino a \$4 miliardi. Le ragioni di scambio sono migliorate lo scorso anno, dal momento che i prezzi all'esportazione sono saliti del 5% e quelli all'importazione del 3,5%.

Le esportazioni di macchinari e attrezzature, che hanno contribuito con quasi la metà al totale, sono cresciute del 26% e quelle di metalli e prodotti chimici, rispettivamente, del 30 e 22%. Le esportazioni di prodotti tessili, d'altra parte, sono cresciute soltanto del 6%. Di tutte le esportazioni, oltre il 30% è andato agli Stati Uniti, il 25% all'Asia sud-orientale e il 15% all'Europa occidentale. Per quanto riguarda le importazioni, gli acquisti di macchinari e attrezzature sono aumentati di oltre il 40% e

quelli dei metalli, minerali e rottami del 37%. Il 40% delle merci importate dal Giappone è venuto dai paesi sviluppati, quasi il 30% dagli Stati Uniti e il 10% dall'Europa occidentale. La cospicua espansione delle importazioni ha spinto insù le spese per trasporti che hanno contribuito per la massima parte all'incremento di \$0,4 miliardi nel disavanzo del conto servizi e trasferimenti, che nel 1970 è salito a \$2 miliardi.

Il saldo di base ha presentato un avanzo di soltanto \$0,4 miliardi contro un'eccedenza di \$2 miliardi l'anno prima. Per contro, l'avanzo dei movimenti di capitali a breve è cresciuto di \$0,6 miliardi (a quasi \$1 miliardo); la massima parte di questo incremento ha assunto la forma di crediti commerciali a breve, che sono aumentati di \$0,5 miliardi (a \$0,7 miliardi).

Nel 1970, la politica di concedere saggi d'interesse preferenziali ai crediti all'esportazione ha incominciato ad essere progressivamente abbandonata. In maggio la Banca del Giappone ha alzato i saggi sui prestiti connessi con le esportazioni che, in passato, erano stati mantenuti notevolmente al disotto di altri saggi interni. Successivamente, quando la banca centrale ha abbassato il saggio di sconto in ottobre 1970 e poi di nuovo nel gennaio 1971, questi saggi sono stati lasciati invariati.

Nel primo trimestre del 1971 la bilancia dei pagamenti, esclusa la contropartita della seconda assegnazione di DSP, ha registrato un nuovo sostanziale saldo attivo di \$0,6 miliardi. L'avanzo delle partite correnti è ammontato a \$0,5 miliardi e, in aggiunta, si è verificato un modesto afflusso netto di capitali. In conto capitali a lungo termine il deflusso netto è stato soltanto di \$0,2 miliardi, dovuto ad un livello elevatissimo di acquisti, da parte di non residenti, di titoli giapponesi, mentre i movimenti di capitali a breve, rispecchiando la differenza fra saggi d'interesse giapponesi e americani, hanno provocato un afflusso netto di \$0,3 miliardi.

Regno Unito. Persistendo i benefici effetti della svalutazione del 1967, sebbene probabilmente su scala decrescente con il decorso dell'anno, l'avanzo delle partite correnti del Regno Unito è aumentato nel 1970 di quasi il 50% sino a raggiungere la cifra senza precedenti di \$1,5 miliardi. La maggior parte di questo ulteriore miglioramento ha riguardato il conto commerciale che, per la prima volta dal 1958, ha registrato una modesta eccedenza annuale. Peraltro, il deflusso netto identificato di capitali (escluse le variazioni dei saldi in sterline e delle posizioni bancarie a breve in valuta estera, illustrate con i movimenti monetari nel capitolo IV) è aumentato praticamente dello stesso ammontare dell'avanzo corrente; e inoltre, la partita "Errori ed omissioni", sebbene ancora considerevolmente positiva, si è ragguagliata soltanto alla metà di quella del 1969. Di conseguenza, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è sceso da \$1,5 a 1,1 miliardi.

La bilancia commerciale è migliorata tra il 1969 ed il 1970 di \$345 milioni, sino ad un avanzo di \$5 milioni. Il valore totale delle esportazioni è salito del 12% e quello delle importazioni, esclusi i pagamenti di aerei militari SU, del 10%. In termini di volume, la situazione si è peraltro rovesciata, in quanto le importazioni sono salite del 7% e le esportazioni del 3%. In altre parole, il miglioramento intervenuto lo scorso anno nella bilancia commerciale va ascritto ad un considerevole incremento dei prezzi all'esportazione che, se dovesse continuare, potrebbe minare la competitività del Regno Unito sui mercati internazionali.

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1969	Anno	1970 ²			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merchi (f.o.b.)						
Esportazioni	16.945	18.925	4.620	4.710	4.490	5.105
Importazioni	17.140	18.895	4.480	4.800	4.645	4.970
Saldo commerciale	- 195	+ 30	+ 140	- 90	- 155	+ 135
Pagamenti per acquisti di aerei militari SU	- 145	- 25	- 5	-	- 15	- 5
Saldo commerciale (compresa la partita che precede)	- 340	+ 5	+ 135	- 90	- 170	+ 130
Servizi e trasferimenti						
Ufficiali	- 1.905	- 1.785	- 480	- 420	- 430	- 455
Privati	+ 3.295	+ 3.295	+ 860	+ 855	+ 785	+ 795
Totale	+ 1.390	+ 1.510	+ 380	+ 435	+ 355	+ 340
Bilancia corrente	+ 1.050	+ 1.515	+ 515	+ 345	+ 185	+ 470
Bilancia corrente non rettificata	+ 1.050	+ 1.515	+ 515	+ 380	+ 100	+ 520
Movimenti di capitali						
Ufficiali a lungo termine	- 235	- 490	- 115	- 90	- 50	- 235
Investimenti esteri nel Regno Unito	+ 1.775	+ 1.550	+ 545	+ 385	+ 240	+ 380
Investimenti privati RU all'estero	- 1.565	- 1.765	- 455	- 285	- 500	- 525
Indebitamento di residenti RU in eurodollari su Londra per investimenti all'estero	+ 175	+ 400	+ 45	+ 75	+ 135	+ 145
Credito commerciale	- 385	- 700	- 135	- 130	- 85	- 350
Altri capitali non bancari a breve	- 70	+ 225	+ 125	+ 40	+ 25	+ 35
Totale	- 305	- 780	+ 10	- 5	- 235	- 550
Errori ed omissioni	+ 770	+ 375	+ 590	- 320	- 200	+ 305
Saldo complessivo	+ 1.515	+ 1.110	+ 1.115	+ 55	- 335	+ 275
Contropartita dell'assegnazione di DSP	-	+ 410	+ 410	-	-	-
Saldo complessivo inclusa contropartita assegnazione di DSP	+ 1.515	+ 1.520	+ 1.525	+ 55	- 335	+ 275

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali relativi alla bilancia corrente sono rettificati su base stagionale.

Il principale fattore del ridottissimo incremento del volume delle esportazioni lo scorso anno sta nel fatto che le vendite di manufatti sono salite solamente dell'1%. Nel precedente biennio, immediatamente dopo la svalutazione, l'aumento medio era stato del 13%. Oltre che l'influenza decrescente della svalutazione, anche il dislocamento della produzione ha probabilmente avuto la sua parte in questo brusco mutamento che, dopo solo un anno di pausa, ha impresso di nuovo alla partecipazione percentuale del RU nel commercio mondiale dei manufatti una tendenza discendente. Le esportazioni di prodotti non manufatti, tuttavia, sono salite durante il 1970 del 9%.

L'aumento nel volume delle importazioni lo scorso anno, ove si consideri lo stato dell'economia, si presenta di notevole ampiezza. Anch'esse probabilmente hanno risentito dell'influenza più smorzata della svalutazione, nonché degli scioperi. Inoltre, qualche effetto avrà pure avuto la progressiva abolizione, durante l'anno, del sistema di depositi sulle importazioni. Per quanto riguarda le merci, l'incremento del 7% nelle importazioni è stato principalmente determinato dall'aumento del 12% nei manufatti finiti, pari quindi al doppio dell'anno precedente, e dell'8% nei combustibili. Le importazioni nelle due categorie rappresentate dalle materie prime e dai prodotti alimentari da un lato, e dalle bevande e dal tabacco dall'altro, che erano diminuite nel 1969, nel 1970 hanno registrato solo piccoli incrementi del 2 e 1% rispettivamente.

Mentre l'andamento trimestrale dell'interscambio di merci nel 1970 è stato distorto dalle conseguenze dello sciopero dei portuali di luglio, la generale evoluzione dell'anno può essere vista comparando ciascun semestre con il precedente. Così il valore delle esportazioni è salito del 6% nel primo semestre del 1970 e del 3% nel secondo. Peraltro, in termini di volume, le esportazioni sono diminuite dell'1% circa in entrambi i periodi. Il valore delle importazioni, tenuto conto di speciali fattori, è invece salito del 4,5% circa in ciascun semestre, e la maggior parte degli incrementi ha rispecchiato aumenti di volume. Il risultato netto è stato un modesto peggioramento nella bilancia commerciale visibile tra un semestre e l'altro. Le ragioni di scambio, quasi invariate nel primo semestre, sono migliorate assai considerevolmente nel secondo, sì da dare luogo ad una variazione positiva del 7% circa tra la fine del 1969 e quella del 1970.

L'eccedenza delle partite invisibili è aumentata lo scorso anno di \$120 milioni, sino a raggiungere \$1.510 milioni. La totalità di questo miglioramento si è verificata nel settore ufficiale, dove i pagamenti netti di interessi sono diminuiti di \$160 milioni, rispecchiando soprattutto il più basso livello dei debiti esteri a breve e medio termine in essere durante l'anno. L'invariato avanzo del settore privato ha compreso un peggioramento di \$140 milioni nel conto dei noli a seguito degli aumenti di questi ultimi nel settore delle navi cisterna, compensato da un incremento di \$115 milioni negli introiti netti per servizi finanziari ed equiparati e di \$25 milioni nei proventi netti dal turismo. Il peggioramento di \$120 milioni nell'avanzo delle partite invisibili fra i due semestri è stato causato in ampia misura dal conto noli caduto in disavanzo nel secondo semestre.

In conto capitali, l'aumento da \$305 a 780 milioni nel totale dei deflussi netti identificati nel 1970, che si è ripartito fra un certo numero di voci diverse, è stato in parte fortuito, nel senso che alcuni afflussi verificatisi per ragioni speciali nel 1969 non si sono ripetuti l'anno scorso. Le uscite di capitali ufficiali a lungo termine sono salite di \$255 milioni, sino a toccare \$490 milioni. Deve qui essere inclusa una variazione di \$105 milioni nelle transazioni con la Export-Import Bank SU, da un indebitamento netto di \$25 milioni a rimborsi netti per \$80 milioni, nonché un aumento di \$60 milioni, sino a \$205 milioni, nella concessione netta di aiuti. Inoltre, il saldo netto dei movimenti di capitali ufficiali a lungo termine è stato influenzato negativamente dall'assenza di prestiti a compenso delle spese per la difesa da parte del governo tedesco, che nel 1969 erano ammontati a \$125 milioni.

Anche le uscite nette di crediti commerciali sono considerevolmente aumentate nel 1970, da \$385 a 700 milioni. Il credito all'importazione ricevuto è salito di soli \$25 milioni contro \$390 milioni nel 1969, grazie al rimborso di crediti prima ricevuti in connessione con il sistema di depositi sulle importazioni.

Gli investimenti privati RU all'estero sono saliti di \$200 milioni, comprendenti considerevoli incrementi nel portafoglio e negli investimenti delle compagnie petrolifere. Tale aumento, tuttavia, è stato più che compensato da un incremento nell'indebitamento in eurodollari di residenti RU verso banche RU per il finanziamento di tali investimenti, sicché l'ammontare degli investimenti privati RU all'estero finanziato da risorse interne è stato un poco inferiore al 1969. Inoltre, si è verificata una flessione di \$225 milioni negli investimenti esteri del Regno Unito. L'indebitamento estero delle imprese pubbliche e delle autorità locali, che nel 1969 si era ragguagliato a \$180 milioni, è praticamente sceso a zero. Infine, il deflusso netto provocato dalle variazioni sopra indicate è stato mitigato da un favorevole capovolgimento, da un deflusso di \$70 milioni ad un afflusso di \$225 milioni, in altri movimenti non bancari di capitali a breve.

La partita errori ed omissioni ha subito durante l'anno oscillazioni trimestrali. L'ampia cifra positiva di \$590 milioni registrata nel primo trimestre del 1970 è derivata in parte dalla continua liquidazione di posizioni assunte prima della rivalutazione del DM, ma soprattutto dalla carenza stagionale di liquidità nei principali mesi di scadenza dei tributi. Le conseguenti oscillazioni hanno rispecchiato le alterne fortune della sterlina nonché, nel quarto trimestre, la rinnovata attrattiva degli alti saggi d'interesse interni.

L'avanzo finanziario ufficiale di \$2,6 miliardi sta ad indicare un saldo attivo assai ampio nel primo trimestre del 1971. Una parte assai esigua di questo può essere derivata dalla bilancia corrente, dove il saldo commerciale è peggiorato molto sensibilmente sino a conseguire un disavanzo di \$185 milioni. Tutto questo peggioramento mette in evidenza un rallentamento delle esportazioni. Comunque, ponendo a confronto le medie delle statistiche commerciali per il primo quadrimestre del 1971 con quelle per il secondo semestre del 1970, al fine di evitare distorsioni causate dagli scioperi dei portuali e dei lavoratori postali, si constata che l'andamento del 1970 stava proseguendo nei primi mesi del 1971; cioè, l'incremento nel valore delle esportazioni è da attribuire in misura amplissima a prezzi più elevati, mentre quello nel valore delle importazioni ha rispecchiato soprattutto l'espansione nel loro volume. Si stima che l'avanzo dei servizi e dei trasferimenti abbia assunto le proporzioni di \$115 milioni al mese, sicché il saldo attivo corrente potrebbe essersi ragguagliato a \$160 milioni nel primo trimestre, molto al disotto dei \$470 milioni del trimestre precedente. E' perciò probabile che, come nei primi tre mesi del 1970, un'ampia aliquota del saldo attivo dei pagamenti con l'estero abbia assunto la forma di una partita errori ed omissioni largamente positiva, rispecchiante un'entrata di capitali a breve attratti dagli alti saggi d'interesse RU e dalle ristrette posizioni liquide delle società.

Francia. Dopo due anni di cospicui saldi passivi, nel 1970 il saldo complessivo della bilancia dei pagamenti della Francia rispetto ai paesi non appartenenti all'area del franco ha presentato un saldo attivo di \$1,4 miliardi (esclusa la contropartita della

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

Voci	1969	1970			
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	2° semestre
milioni di dollari SU					
Merci (f.o.b.)					
Esportazioni	13.285	16.400	3.820	4.185	8.395
Importazioni	14.845	15.940	3.715	4.000	8.225
Saldo commerciale	- 1.560	+ 460	+ 105	+ 185	+ 170
Servizi e trasferimenti²	- 445	- 180	+ 30	+ 105	- 315
Bilancia corrente	- 2.005	+ 280	+ 135	+ 290	- 145
Conto capitali a lungo termine					
Capitali privati					
Investimenti francesi all'estero . .	- 260	- 440	- 130	- 5	- 305
Investimenti esteri in Francia	+ 660	+ 1.410	+ 305	+ 245	+ 860
Settore bancario	- 5	- 280	- 5	- 30	- 245
Totale	+ 395	+ 690	+ 170	+ 210	+ 310
Capitali ufficiali	- 70	- 140	- 55	- 20	- 65
Totale	+ 325	+ 550	+ 115	+ 190	+ 245
Bilancia di base	- 1.680	+ 830	+ 250	+ 480	+ 100
Capitali a breve, regolamenti multilaterali e aggiustamenti . .	+ 15	+ 540	+ 185	+ 390	- 35
Saldo complessivo	- 1.665	+ 1.370	+ 435	+ 870	+ 65
Contropartita dell'assegnazione di DSP	-	+ 165	+ 165	-	-
Saldo complessivo inclusa contropartita assegnazione di DSP	- 1.665	+ 1.535	+ 600	+ 870	+ 65

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Compresi gli arbitraggi su merci.

prima assegnazione di DSP). La nuova tendenza, che si è potuta osservare in tutti i settori della bilancia dei pagamenti, era già avviata nell'ultimo trimestre del 1969, facendo seguito alla svalutazione del franco e alla rivalutazione del DM; i saldi attivi trimestrali hanno continuato ad aumentare fino alla metà dell'anno, raggiungendo \$0,9 miliardi nel secondo trimestre. Tuttavia, nel secondo semestre dell'anno il saldo attivo è sceso a meno di \$0,1 miliardo ed è caduto a soli \$30 milioni nel primo trimestre del 1971.

Sulla base dei conti di cassa, due terzi del miglioramento che lo scorso anno è stato registrato nella bilancia dei pagamenti sono da attribuire al conto merci, il cui disavanzo, di \$1,6 miliardi nel 1969, è stato sostituito da un'eccedenza di \$0,5 miliardi. E due terzi di questo avanzo sono stati, a loro volta, il risultato di termini di pagamento più favorevoli. Per quanto riguarda il resto, le statistiche doganali (f.o.b./c.i.f.), espresse in franchi francesi, mostrano che le esportazioni si sono ampliate del 28% in termini di valore e le importazioni del 18%. Nei primi tre trimestri del 1970 il valore delle merci esportate, calcolato su base rettificata per variazioni stagionali, superava del 32% il livello dell'anno prima, ma questa aliquota si è ridotta al 19%

nel quarto trimestre, perchè il valore in franchi francesi delle esportazioni aveva già subito una forte espansione nel quarto trimestre del 1969 in seguito alla svalutazione. Nel primo trimestre del 1971 l'espansione delle esportazioni è ulteriormente rallentata al 15%, rispetto a un anno prima e quella delle importazioni è scesa dal 21 al 14%. Per il 1970 nell'insieme, il coefficiente di copertura delle esportazioni/importazioni (f.o.b./c.i.f.) è stato, in media, del 91%, aliquota ritenuta prossima ad una situazione di equilibrio. Siccome i valori unitari per esportazioni ed importazioni hanno superato, rispettivamente, del 12 e 11% quelli del 1969, l'incremento nel volume delle esportazioni è stato del 15%, mentre quello nelle importazioni è ammontato soltanto al 7%.

Quanto alle diverse categorie di esportazioni verso paesi non appartenenti all'area del franco, i beni di consumo hanno registrato il più rapido sviluppo, essendo aumentati del 38%, in termini di valore, mentre i prodotti semilavorati ed i beni strumentali hanno realizzato un'espansione del 30% per ciascuna categoria. Le esportazioni di prodotti agricoli si sono ampliate del 13%, ma le vendite di grano, a causa degli scarsi raccolti, sono scese al disotto del livello raggiunto nel 1969. Dal lato delle importazioni, i beni capitali sono aumentati del 27%, quelli semilavorati, le materie prime e i combustibili del 20% circa, ed i prodotti agricoli del 14%. Le importazioni di beni di consumo, per contro, non hanno praticamente subito alcuna variazione. Nel 1970, il disavanzo cronico rispetto ai paesi CEE si è ridotto da \$1,6 a 0,6 miliardi. Un poco meno della metà di questa variazione è dovuta ad un'inversione di tendenza nel saldo commerciale con l'Italia, che è passato da un disavanzo di \$0,2 miliardi ad un'eccedenza dello stesso ordine di grandezza. Si è anche verificato un miglioramento nei saldi rispetto a tutte le altre aree, con l'eccezione del Nord America; per tale area il deficit nei confronti degli Stati Uniti è cresciuto di quasi \$0,3 miliardi.

Il deficit strutturale del conto servizi e trasferimenti si è contratto da \$445 milioni nel 1969 a \$180 milioni lo scorso anno. Tre sono i fattori principali che hanno contribuito a questo miglioramento: il conto turismo, che, dopo essere stato in pareggio, ha registrato un'eccedenza di \$120 milioni, nonostante sia stato aumentato l'importo in valute estere che i residenti possono recare con sé nei viaggi all'estero; il disavanzo del conto transazioni governative, che si è ridotto da \$270 a 140 milioni, in seguito, soprattutto, al minore onere per interessi, poichè tutta l'assistenza finanziaria ricevuta precedentemente da banche centrali era, ad aprile 1970, stata rimborsata; e, infine, i proventi derivanti dal fondo agricolo del Mercato comune, notevolmente cresciuti.

L'afflusso netto di capitali privati a lungo termine in Francia è passato da \$0,4 miliardi nel 1969 a \$0,7 miliardi lo scorso anno. Incoraggiati dal migliorato clima economico, gli investimenti netti esteri non bancari in Francia sono più che raddoppiati, toccando il livello senza precedenti di \$1,4 miliardi. Tanto gli investimenti che i prestiti diretti sono aumentati di \$300 milioni e gli investimenti in titoli di \$230 milioni, soprattutto attraverso sottoscrizioni ad emissioni obbligazionarie francesi all'estero. Gli investimenti netti esteri a lungo termine da parte di residenti francesi sono pure cresciuti notevolmente nel 1970. Nel settore non bancario essi hanno subito un incremento da \$260 a \$440 milioni; a questo incremento gli investimenti diretti, agevolati dall'allentamento dei controlli valutari, hanno contribuito

con \$ 100 milioni. Una quota notevole degli investimenti esteri non bancari è stata finanziata con il ricavo di prestiti ricevuti da non residenti. Ancora più sorprendente è stata l'espansione degli investimenti bancari a lungo termine effettuati all'estero, che sono passati da zero nel 1969 a \$ 280 milioni lo scorso anno. Gran parte di questi movimenti si sono verificati nel secondo semestre dell'anno, come conseguenza degli aumentati costi del credito sul mercato delle euro-obbligazioni; e sono stati finanziati da banche che hanno attinto fondi a breve dal mercato dell'eurodollaro.

In conto capitali a breve, compresi i regolamenti multilaterali e gli aggiustamenti, l'espansione negli afflussi netti è stata ancora più pronunciata: da \$ 15 a 540 milioni. Queste entrate hanno avuto luogo soprattutto nella prima metà dell'anno, quando le imprese francesi hanno contratto un cospicuo volume di prestiti a breve all'estero, per aggirare le restrizioni creditizie all'interno del paese. Nel secondo semestre, in seguito al divieto, introdotto nel luglio 1970, di fare ricorso a crediti esteri per periodi inferiori ad un anno, tranne che per finanziare il commercio estero, è stato registrato un modesto deflusso netto di fondi.

Germania. Entrambe le principali componenti della bilancia dei pagamenti di base tedesca si sono ancor più avvicinate all'equilibrio nel 1970. La stretta di liquidità interna e il considerevole incremento dei saggi d'interesse interni ha fatto scendere il deflusso netto di capitali a lungo termine dall'importo eccezionalmente elevato di \$ 6 miliardi del 1969 a \$ 1,2 miliardi. Inoltre, l'avanzo corrente, nonostante un ulteriore incremento dell'eccedenza commerciale, è sceso da \$ 1,6 a 0,7 miliardi sotto l'effetto combinato della rivalutazione, da un lato, e dell'ampio aumento dei redditi e della domanda interni dall'altro. Il disavanzo nei pagamenti di base è, quindi, diminuito assai bruscamente da \$ 4,4 a 0,6 miliardi. Nel medesimo tempo, i fattori interni, che hanno ridotto il deflusso netto di capitali a lungo termine, hanno determinato, per effetto congiunto della flessione dei saggi d'interesse sul dollaro, un'entrata netta di \$ 4,4 miliardi in conto capitali a breve, comprensiva di errori ed omissioni. Il saldo globale della bilancia dei pagamenti (esclusa la contropartita della prima assegnazione di DSP) ha subito una variazione di \$ 8 miliardi, passando ad un attivo di \$ 3,8 miliardi.

La vistosa variazione del conto capitali a lungo termine si è concentrata nel settore privato, dove le uscite nette sono cadute da \$ 5,5 a 0,5 miliardi. Due tipi di operazioni finanziarie hanno in particolare risentito della carente liquidità interna. In primo luogo, il saldo delle transazioni bancarie di capitali a lungo termine, ha mutato segno passando da prestiti netti per \$ 3 miliardi nel 1969 a debiti netti per \$ 0,3 miliardi. Nel primo trimestre del 1970 le banche erano ancora creditrici nette a lungo termine verso non residenti per \$ 0,4 miliardi, ma durante il resto dell'anno esse si sono presentate come debentrici nette per \$ 0,7 miliardi, principalmente al fine di aggirare gli speciali obblighi di riserva imposti sull'incremento delle loro passività a breve verso l'estero. In secondo luogo, le uscite nette in conto investimenti di portafoglio sono diminuite tra il 1969 ed il 1970 da \$ 2,7 a 0,2 miliardi. Gli acquisti tedeschi di titoli esteri sono scesi da \$ 2,4 a 0,6 miliardi, essendosi ridotte le sottoscrizioni di emissioni obbligazionarie estere stilate in DM o in altre divise da parte di consorzi bancari tedeschi da \$ 1,4 a 0,3 miliardi ed essendosi praticamente ridotti a zero, dai precedenti \$ 0,5 miliardi, gli acquisti netti di certificati esteri d'investimento. Inoltre, le transazioni di non residenti in titoli tedeschi ha dato luogo lo scorso anno ad un'entrata di \$ 0,4

miliardi, dopo un'uscita di \$0,3 miliardi nel 1969. Gli investimenti diretti, molto meno influenzati dalle condizioni del mercato monetario e finanziario, si sono mossi nel 1970 in direzione opposta al resto del conto capitali privati a lungo termine, essendo aumentate le uscite da \$0,2 a 0,4 miliardi.

Le uscite nette di capitali a lungo termine del settore pubblico sono salite nel 1970 da \$0,5 a 0,7 miliardi. La variazione va ascritta, per la maggior parte, a più cospicui acquisti di titoli del governo SU nel quadro dell'accordo di stabilizzazione valutaria stipulato con gli Stati Uniti.

Tanto le esportazioni che le importazioni in dollari, su base f.o.b. sono lo scorso anno cresciute del 18% circa, rispetto ad incrementi del 17 e 25% rispettivamente nel 1969. Poichè le esportazioni sono state considerevolmente più ampie delle importazioni, l'avanzo commerciale è salito da \$5,1 a 5,8 miliardi. Sulla base delle statistiche doganali, la maggior parte delle categorie di importazioni hanno registrato un saggio d'espansione più basso. Il rallentamento è stato particolarmente pronunciato per quanto riguarda i manufatti ed i prodotti soggetti ad ulteriore lavorazione, i cui saggi

Germania: Bilancia dei pagamenti.*

Voci	1969	1970				1971 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f. o. b.)							
Esportazioni	29.095	34.105	7.820	8.490	8.390	9.405	9.020
Importazioni	23.960	28.285	6.670	7.195	6.815	7.605	7.560
Saldo	+5.135	+5.820	+1.150	+1.295	+1.575	+1.800	+1.460
Servizi e trasferimenti	-3.525	-5.155	-1.140	-1.115	-1.665	-1.235	-1.360
Bilancia corrente	+1.610	+ 665	+ 10	+ 180	- 90	+ 565	+ 100
Conto capitali a lungo termine							
Privati	-5.475	- 545	-1.000	- 65	+ 285	+ 235	+ 95
Ufficiali	- 530	- 680	- 95	- 235	- 190	- 170	- 155
Totale	-6.005	-1.235	-1.095	- 300	+ 95	+ 65	- 60
Bilancia di base	-4.395	- 570	-1.085	- 120	+ 5	+ 630	+ 40
Conto capitali a breve							
Privati	- 190	+1.760	+ 210	+ 540	+ 790	+ 220	+ 830
Ufficiali	- 10	- 110	+ 25	- 130	+ 50	- 55	+ 175
Totale	- 200	+1.650	+ 235	+ 410	+ 840	+ 165	+1.005
Errori ed omissioni	+ 370	+2.720	+ 600	+ 875	+1.040	+ 205	+2.275
Saldo complessivo	-4.225	+3.600	- 250	+1.165	+1.885	+1.000	+3.320
Contropartita assegnazioni di DSP	-	+ 200	+ 200	-	-	-	+ 170
Saldo globale con contropartita assegnazioni di DSP	-4.225	+4.000	- 50	+1.165	+1.885	+1.000	+3.490

* Sulla base delle transazioni.

di sviluppo si sono ridotti rispettivamente dal 26 al 13% e dal 28 al 15%. In termini di volume, il saggio d'incremento delle esportazioni è sceso dal 12 all'8% lo scorso anno e quello delle importazioni dal 18 al 14%.

Sulla base delle statistiche doganali, l'avanzo commerciale è salito da \$4 a 4,3 miliardi. Esso è stato più ampio di \$0,6 miliardi nei confronti dei paesi EFTA - nel cui ambito i più cospicui avanzi con Austria e Svizzera sono stati ampiamente compensati dal restringersi dell'eccedenza con il Regno Unito - e di \$0,3 miliardi nei confronti dei paesi industriali diversi da quelli CEE, EFTA e del Nord America. Fra questi altri paesi, l'avanzo con la Jugoslavia è salito di quasi \$0,2 miliardi. Per contro, l'avanzo delle esportazioni tedesche si è ridotto nei riguardi dei paesi CEE, scendendo da \$0,7 a 0,5 miliardi. Infine, le importazioni rapidamente crescenti dal Nord America hanno provocato uno spostamento, di \$0,5 miliardi, dall'avanzo al deficit del commercio tedesco con tale area.

Gli effetti della rivalutazione, combinati con il notevole sviluppo dei redditi e della domanda interni, si sono ripercossi nel modo più evidente sui servizi e trasferimenti, il cui deficit è balzato nel 1970 da \$3,5 a 5,2 miliardi. Ad eccezione degli introiti di carattere militare, saliti di \$0,2 miliardi, i disavanzi di tutte le partite si sono dilatati, e in particolare quelli relativi al turismo, ai trasferimenti unilaterali ed ai trasporti. Il disavanzo del conto turismo è aumentato da \$1 a 1,5 miliardi in quanto le spese dei turisti tedeschi all'estero sono aumentate di un terzo, mentre quelle dei turisti esteri in Germania sono salite solamente del 12%. Il deficit del conto trasporti è aumentato da \$0,2 a 0,5 miliardi, in parte a causa di un aumento del 15% nelle importazioni d'oltremare (i noli marittimi rappresentano circa metà di tutte le spese per trasporti) e, in parte, per motivi di carattere statistico. Infine, il disavanzo dei trasferimenti unilaterali si è dilatato da \$2,2 a 2,5 miliardi. Sebbene i trasferimenti governativi siano diminuiti di circa \$0,1 miliardo a causa di una flessione nei pagamenti al fondo agricolo della CEE, le rimesse dei lavoratori all'estero sono passate da \$0,5 a 1,2 miliardi. Ciò è dovuto tanto ad un aumento di 400.000 unità nel numero dei lavoratori stranieri occupati, ammontanti a quasi due milioni alla fine dello scorso anno, quanto alla lievitazione dei salari.

L'afflusso netto di capitali a breve, inclusi errori ed omissioni, è balzato da \$0,2 a 4,4 miliardi nel 1970. Le imprese private, trovandosi a dover fronteggiare la stretta creditizia interna ed i più elevati saggi d'interesse, si sono rivolte al mercato delle eurodivise, ottenendo crediti finanziari per l'ammontare di \$1,8 miliardi. Il rimanente afflusso a breve, di \$2,6 miliardi, va ascritto a crediti finanziari non identificati e a crediti commerciali.

Nel primo trimestre del 1971 la bilancia dei pagamenti (esclusa la contropartita della seconda assegnazione di DSP) ha registrato un saldo attivo di \$3,3 miliardi, incluso un afflusso netto di capitali a breve della stessa misura. I movimenti di capitali identificati hanno contribuito per meno di un terzo a tale afflusso, principalmente costituito da entrate non identificate nette per \$2,3 miliardi. Le partite correnti, il conto capitali a lungo termine e, quindi, la bilancia di base sono risultati pressoché in equilibrio. Nell'ambito delle partite correnti, peraltro, rispetto al primo trimestre del 1970, l'avanzo commerciale è salito da \$1,2 a 1,5 miliardi, mentre il deficit dei servizi e trasferimenti è aumentato da \$1,1 a 1,4 miliardi.

Italia. In seguito ad una drastica riduzione nel deflusso di capitali netti da \$3,5 a 0,4 miliardi, la bilancia dei pagamenti dell'Italia che, tra il 1968 e il 1969 era passata da un saldo attivo ad uno passivo, lo scorso anno ha registrato di nuovo un saldo attivo di \$0,4 miliardi (esclusa la contropartita dell'assegnazione iniziale di DSP). L'eccedenza delle partite correnti ha, tuttavia, continuato a deteriorarsi, con un balzo da \$2,3 a 0,8 miliardi. Oltre metà di questa flessione è da attribuire al peggioramento della bilancia commerciale e la rimanenza ad un minore avanzo in conto servizi e trasferimenti.

L'avanzo commerciale di \$0,5 miliardi, registrato nel 1969, lo scorso anno è stato sostituito da un deficit di \$0,3 miliardi. Il deterioramento si era già avviato nell'ultimo trimestre del 1969, quando l'attività economica è stata seriamente colpita da scioperi e, da allora al terzo trimestre del 1970, il conto merci è stato passivo. La tendenza ha peraltro incominciato a migliorare dopo il primo trimestre del 1970, quando le importazioni sono rallentate e poi diminuite; nell'ultimo trimestre dell'anno è stato conseguito un avanzo commerciale di \$0,1 miliardo, su base rettificata per variazioni stagionali. Ma nel primo trimestre del 1971 le importazioni hanno

Italia: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1969	1970 ²				1971 ³	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	11.640	13.105	2.985	3.305	3.410	3.405	3.415
Importazioni	11.100	13.445	3.210	3.480	3.480	3.275	3.615
Saldo	+ 540	- 340	- 225	- 175	- 70	+ 130	- 200
Servizi e trasferimenti							
Turismo	+ 1.140	+ 910	+ 215	+ 215	+ 245	+ 235	.
Rimesse dei lavoratori	+ 945	+ 955	+ 240	+ 250	+ 240	+ 225	.
Altri servizi	- 285	- 710	- 190	- 160	- 165	- 195	.
Totale	+ 1.800	+ 1.155	+ 265	+ 305	+ 320	+ 265	+ 250
Bilancia corrente	+ 2.340	+ 815	+ 40	+ 130	+ 250	+ 395	+ 50
Bilancia corrente non rettificata	+ 2.340	+ 815	- 95	+ 160	+ 590	+ 160	- 125
Movimenti di capitali							
Residenti	- 3.855	- 2.410	- 985	- 720	- 395	- 310	.
Non residenti	+ 230	+ 2.185	+ 450	+ 695	+ 435	+ 605	.
Errori e omissioni	+ 110	- 185	- 80	+ 45	- 260	+ 110	.
Totale	- 3.515	- 410	- 615	+ 20	- 220	+ 405	+ 425
Saldo complessivo	- 1.175	+ 405	- 710	+ 180	+ 370	+ 565	+ 300
Contropartita delle assegnazioni di DSP	-	+ 105	+ 105	-	-	-	+ 110
Saldo complessivo inclusa contropartita assegnazioni DSP	- 1.175	+ 510	- 605	+ 180	+ 370	+ 565	+ 410

¹ Sulla base delle transazioni. ² I dati trimestrali relativi alla bilancia corrente sono rettificati su base stagionale.

ripreso ad aumentare e l'andamento del conto merci ha invertito la tendenza e realizzato un deficit di \$0,2 miliardi.

Considerando l'anno nell'insieme, il deterioramento nella bilancia commerciale, sulla base delle statistiche doganali c.i.f./f.o.b., è dovuto sia al sempre elevato saggio d'incremento delle importazioni (20 contro 21%) sia al più lento progresso delle esportazioni (dal 15 al 12,5%). Come in molti altri paesi, gli aumenti dei prezzi hanno rappresentato una parte cospicua dell'espansione del commercio estero verificatosi nello scorso anno, in quanto i prezzi all'importazione sono saliti del 4% e quelli all'esportazione del 5%.

Una tendenza particolarmente sfavorevole si è sviluppata negli scambi di prodotti semilavorati: le importazioni di queste merci sono aumentate del 30% nel 1970, e quelle di ferro ed acciaio di ben il 55%, mentre le esportazioni hanno subito un'espansione soltanto del 12%. In valori assoluti, il deterioramento è ammontato ad oltre \$0,6 miliardi, concorrendo così per circa due terzi all'incremento del disavanzo commerciale globale (da \$0,7 a 1,7 miliardi). Il crescente deficit del conto combustibili ed energia ha contribuito al peggioramento per altri \$0,2 miliardi.

Per quanto riguarda la ripartizione geografica, l'anno scorso il saldo commerciale verso gli altri paesi CEE, dopo due anni di eccedenze, hanno subito una variazione di \$0,6 miliardi, realizzando un disavanzo di \$0,5 miliardi. Due terzi del peggioramento si sono verificati nei confronti della Francia, dove un avanzo di \$0,1 miliardo ha lasciato il posto ad un deficit di \$0,3 miliardi, in seguito ad un aumento del 27% nelle importazioni. Anche i saldi con gli altri paesi CEE sono deteriorati. L'eccedenza commerciale rispetto ai paesi EFTA e altri paesi dell'Europa occidentale è, invece, cresciuta di circa \$0,1 miliardo, costituendo l'unico miglioramento verificatosi in questa area.

Oltre al peggioramento del conto merci, anche il totale del conto servizi e trasferimenti si è fortemente ridotto e, cioè, da \$1,8 a 1,2 miliardi. I proventi netti dal turismo sono diminuiti da \$1,1 a 0,9 miliardi, in seguito all'aumento delle spese effettuate all'estero da residenti italiani; il conto interessi e dividendi è passato da un'eccedenza di \$0,1 miliardo ad un modesto disavanzo netto, a causa del maggiore indebitamento verso l'estero dell'Italia e dell'incremento dei saggi d'interesse interni; e la principale causa dell'aumento a \$0,3 miliardi del deficit in conto trasferimenti governativi netti sono stati i cospicui versamenti effettuati al fondo agricolo della CEE.

In conto capitali, il totale dei deflussi netti identificati si è ridotto da \$3,6 a 0,2 miliardi. L'afflusso di capitali esteri in Italia è balzato da \$0,2 a 2,2 miliardi, mentre il deflusso netto di capitali italiani è sceso da \$3,9 a 2,4 miliardi. Queste variazioni imponenti sono state soprattutto la conseguenza delle misure di politica economica adottate dalle autorità italiane (fra cui il deciso incoraggiamento al settore pubblico di fare ricorso all'estero per il suo fabbisogno finanziario, l'aumento dei saggi d'interesse interni e provvedimenti più drastici per quanto riguarda la rimessa di biglietti di banca dall'estero), ma anche la flessione dei saggi d'interesse sui mercati finanziari internazionali e il miglioramento della situazione politica interna alla metà di agosto 1970 hanno avuto il loro peso. Quanto alla minore uscita di capitali di residenti, l'e-

lemento di gran lunga più importante è dato dalla riduzione nell'esportazione di fondi sotto forma di rimesse di biglietti di banca, da \$2,2 a 1 miliardo. Inoltre, i prestiti privati a non residenti sono scesi da \$0,5 a 0,2 miliardi e gli investimenti diretti all'estero da \$0,3 a 0,1 miliardo. Il principale fattore che spiega l'incremento dell'afflusso netto di capitali esteri è costituito dal cospicuo volume dell'indebitamento contratto all'estero, soprattutto da imprese italiane del settore pubblico, che, complessivamente, è ammontato, su base lorda, a \$2 miliardi.

Nel corso del 1970 le uscite nette di capitali italiani si sono ridotte da \$1,7 miliardi nel primo semestre a \$0,7 miliardi nel secondo, mentre le entrate nette di capitali esteri sono ammontate ad oltre \$1 miliardo in ciascun periodo. Tenendo conto della voce errori ed omissioni, un deflusso netto di \$0,6 miliardi nel primo semestre è stato seguito da un afflusso netto di \$0,2 miliardi. Nell'ultimo trimestre del 1970 e nel primo trimestre del 1971 il totale dell'afflusso netto di capitali ha superato \$0,4 miliardi.

Unione economica Belgio-Lussemburgo. L'andamento favorevole degli scambi commerciali ha spinto l'avanzo delle partite correnti da \$0,1 miliardo nel 1969 a \$0,7 miliardi lo scorso anno. In conto capitali, tuttavia, compresi errori e omissioni, l'afflusso del 1969 ha ceduto il posto ad un deflusso che ha più che compensato il miglioramento della bilancia corrente. Di conseguenza, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti (esclusa la contropartita dell'assegnazione iniziale di DSP) si è ridotto da \$0,3 a 0,1 miliardo. Ma nel primo trimestre del 1971 il saldo attivo è ammontato a \$125 milioni rispetto a \$95 milioni nel trimestre corrispondente del 1970.

La maggior parte dell'aumento del conto merci è stato il risultato di un movimento favorevole nei termini di pagamento del Belgio, che è incominciato nell'ultimo trimestre del 1969. Questo andamento è messo in evidenza dal fatto che, sulla base dei pagamenti, il saldo commerciale è passato da un deficit di \$100 milioni ad un avanzo di \$470 milioni, mentre, sulla base delle statistiche doganali, il miglioramento è stato soltanto di \$190 milioni: da un'eccedenza di \$70 milioni ad una di \$260 milioni.

Il più lento incremento del commercio estero nel 1970 è dovuto interamente alla minore espansione del volume delle transazioni: nei primi undici mesi, il volume delle importazioni si è ampliato dell'8% e quello delle esportazioni dell'11% rispetto a saggi rispettivamente, del 17 e 18% nel 1969. I valori unitari delle esportazioni sono cresciuti del 5% tanto nel 1969 che nel 1970, e quelli delle importazioni sono aumentati, rispettivamente del 3 e 4%. L'aumento dei valori unitari ha perciò contribuito per quasi un terzo all'espansione nel valore delle esportazioni ed è da attribuire, in ampia misura, ad un sensibile incremento dei prezzi dell'acciaio. Le importazioni di beni strumentali hanno presentato un'espansione assai maggiore di quella di altri gruppi di prodotti, essendo cresciute del 22% in volume nei primi tre trimestri e del 24% in valore. Nel primo trimestre del 1971 il totale delle importazioni, su base rettificata per variazioni stagionali, è salito del 10% rispetto al periodo corrispondente del 1970, mentre le esportazioni sono cresciute soltanto del 4%.

Lo scorso anno, tanto le importazioni da altri paesi CEE e le esportazioni verso di essi sono cresciute del 17% e l'avanzo commerciale rispetto alla Comunità si è

Unione Economica Belgio-Lussemburgo: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1969	Anno	1970			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merci						
Importazioni	7.780	9.335	2.150	2.360	2.310	2.515
Esportazioni	7.880	8.865	2.000	2.305	2.155	2.405
Saldo	- 100	+ 470	+ 150	+ 55	+ 155	+ 110
Servizi e trasferimenti	+ 185	+ 275	+ 95	+ 45	+ 80	+ 55
Bilancia corrente	+ 85	+ 745	+ 245	+ 100	+ 235	+ 165
Movimenti di capitali						
Autorità pubbliche	- 40	-	- 5	-	-	+ 5
Imprese semi-pubbliche ²	+ 190	- 40	- 5	- 20	+ 5	- 20
Privati						
Investimenti esteri nell'UEBL	+ 360	+ 325	+ 45	+ 125	+ 45	+ 110
Investimenti dell'UEBL all'estero	- 265	- 515	- 100	- 125	- 160	- 130
Totale	+ 245	- 230	- 65	- 20	- 110	- 35
Errori e omissioni	- 40	- 405	- 85	- 40	- 30	- 250
Saldo complessivo	+ 290	+ 110	+ 95	+ 40	+ 95	- 120
Contropartita dell'assegnazione di DSP	-	+ 70	+ 70	-	-	-
Saldo complessivo inclusa contropartita assegnazione DSP	+ 290	+ 180	+ 165	+ 40	+ 95	- 120

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

ampliato di \$200 milioni, raggiungendo il livello di \$1.265 milioni. Un deterioramento di \$170 milioni nel saldo verso la Francia è stato più che compensato da miglioramenti rispetto agli altri tre associati nel commercio; soprattutto il saldo verso la Germania è passato da un modesto deficit ad un avanzo di \$205 milioni. Il saldo commerciale verso i paesi EFTA è migliorato da un disavanzo di \$110 milioni ad un'eccedenza di \$30 milioni e sono migliorati anche i saldi verso tutte le altre aree, con l'esclusione del Giappone e del Nord America. Con quest'ultima area il deficit si è ampliato di \$300 milioni, essendo le importazioni fortemente cresciute: quelle dagli Stati Uniti del 30% e quelle del Canada dal 45%.

Al livello di \$275 milioni, i proventi netti da servizi e trasferimenti hanno superato di \$90 milioni l'importo del 1969; metà del miglioramento è dovuto a maggiori introiti netti da interessi e dividendi. Anche le entrate per noli sono cresciute, mentre le spese nette per viaggi all'estero sono state alquanto inferiori.

In contrasto con quasi tutti gli altri paesi, il saldo del conto capitali dell'UEBL, compresi errori ed omissioni, è peggiorato, passando da un afflusso netto di \$205 milioni ad un deflusso netto di \$635 milioni. Circa metà di questa variazione costituisce il risultato di aggiustamenti statistici, come mostra l'aumento da \$40 a 405 milioni nella partita negativa degli errori ed omissioni. Il deflusso netto di capitali privati identificati dell'UEBL è cresciuto da \$265 a 515 milioni. Gli investimenti diretti all'estero, che erano stati trascurabili nel 1969, lo scorso anno sono saliti a \$130 milioni. Nel 1970 sono cresciuti specialmente i prestiti netti concessi da imprese belghe e lussemburghesi (soprattutto compagnie petrolifere) alle loro filiali estere, che

l'anno prima erano diminuiti. Anche i depositi all'estero di residenti si sono dilatati, dopo i rimpatri di fondi registrati nel 1969. Sebbene gli investimenti diretti esteri siano cresciuti di \$70 milioni, a \$335 milioni, il totale degli investimenti privati esteri nel Belgio è sceso da \$360 a 325 milioni. L'afflusso di capitali in cerca di rifugio dalla Francia, notevole nel 1969, quest'anno si è arrestato.

Nel settore pubblico, le imprese e gli istituti finanziari non monetari, che avevano fatto ampiamente ricorso al credito nel 1969, lo scorso anno hanno rimborsato i fondi presi a prestito. Siccome questi pagamenti hanno superato il nuovo credito ricevuto, è stato registrato un deflusso netto di \$40 milioni contro un afflusso netto di \$190 milioni nel 1969.

Paesi Bassi. Gli sviluppi inflazionistici interni hanno provocato, lo scorso anno, un sensibile deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Sulla base dei conti di cassa, l'avanzo di \$0,2 miliardi nel 1969 è stato sostituito da un disavanzo di \$0,1 miliardo. In pari tempo, la politica monetaria antinflazionistica delle autorità olandesi, che ha coinciso con la flessione nei saggi d'interesse sul dollaro, ha provocato una variazione, di segno opposto, ancora più grande nei movimenti netti di capitali (compresi errori ed omissioni) da un modesto deflusso nel 1969 ad un afflusso netto di \$0,6 miliardi. Il saldo attivo dei conti con l'estero (esclusa la contropartita della prima assegnazione di DSP) è pertanto cresciuto notevolmente e cioè da \$0,2 a 0,5 miliardi.

La cospicua variazione occorsa nel conto capitali dal 1969 al 1970 ha avuto luogo soprattutto nel settore a lungo termine, ed è ammontata a \$550 milioni. Oltre metà del movimento ha assunto la forma di un incremento da \$375 a 665 milioni nelle vendite nette di titoli olandesi a non residenti, che sono aumentate regolarmente nel 1970 da \$70 milioni nel primo trimestre a \$280 milioni nell'ultimo. Gli acquisti netti, da parte di non residenti, di obbligazioni olandesi sono cresciuti da \$255 a 605 milioni; la domanda più sostenuta è venuta dalla Svizzera. Le vendite nette di azioni olandesi, d'altra parte, sono diminuite da \$120 a 60 milioni. Nel primo trimestre del 1971 l'afflusso netto di capitali a lungo termine è ammontato a \$255 milioni, cioè a quasi la metà dell'importo per l'intero 1970. Di questo afflusso, \$165 milioni hanno assunto la forma di investimenti diretti e \$95 milioni di operazioni in titoli.

Nove decimi del peggioramento che lo scorso anno si è verificato nelle partite correnti, sulla base dei conti di cassa, sono dovuti all'incremento nel disavanzo commerciale, da \$355 a 645 milioni. Le importazioni hanno superato del 22 %, e le esportazioni del 20 %, il livello del 1969. Il deterioramento di fondo del disavanzo commerciale nei due anni è stato persino superiore, ove lo si misuri sulla base delle transazioni: in tal caso il deficit sale da \$1.015 a 1.600 milioni. Parte dell'aumento può essere però imputato ai crediti commerciali netti a breve ricevuti dai Paesi Bassi, che sono cresciuti da \$190 a 330 milioni, in conseguenza della politica monetaria restrittiva applicata all'interno del paese. Nel primo trimestre del 1971 il deficit delle partite correnti, sulla base dei conti di cassa, è ammontato a \$135 milioni, cioè è stato quasi uguale a quello per l'intero 1970.

Per quanto riguarda la ripartizione geografica degli scambi, i deficit commerciali tanto con il Nord America quanto con i paesi in via di sviluppo sono entrambi peg-

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1969	1970				1971 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Importazioni	9.300	11.115	2.450	2.830	2.785	3.050	2.920
Esportazioni	9.655	11.760	2.545	3.035	2.900	3.280	3.135
Saldo	- 335	- 645	- 95	- 205	- 115	- 230	- 215
Servizi e trasferimenti							
Interessi e dividendi . .	+ 215	+ 125	+ 10	- 15	+ 130	-	- 45
Altri servizi	+ 315	+ 375	+ 90	+ 130	+ 80	+ 75	+ 125
Totale	+ 530	+ 500	+ 100	+ 115	+ 210	+ 75	+ 80
Bilancia corrente . . .	+ 175	- 145	+ 5	- 90	+ 95	- 155	- 135
Movimenti di capitali							
A lungo termine							
Titoli olandesi	+ 375	+ 665	+ 70	+ 115	+ 200	+ 280	+ 95
Titoli esteri	- 240	- 250	- 65	- 35	- 85	- 75	
Investimenti diretti ² . .	- 145	+ 35	+ 60	+ 170	- 235	+ 40	+ 165
Banche e altri capitali privati ³	+ 15	+ 105	+ 5	- 30	+ 205	- 75	-
Ufficiali	- 30	- 30	- 10	- 15	- 5	-	- 5
Totale	- 25	+ 525	+ 70	+ 205	+ 80	+ 170	+ 255
Bilancia di base	+ 150	+ 380	+ 75	+ 115	+ 175	+ 15	+ 120
A breve							
Non bancari	- 60	-	- 30	- 75	+ 150	- 45	+ 35
Banche	+ 20	+ 25	- 85	+ 120	- 20	+ 10	- 85
Errori ed omissioni . . .	+ 40	+ 50	+ 45	- 5	- 15	+ 25	+ 10
Totale	-	+ 75	- 70	+ 40	+ 115	- 10	- 40
Saldo complessivo	+ 150	+ 455	+ 5	+ 155	+ 290	+ 5	+ 80
Contropartita delle assegnazioni di DSP . .	-	+ 90	+ 90	-	-	-	+ 75
Saldo complessivo inclusa contropartita assegnazioni DSP	+ 150	+ 545	+ 95	+ 155	+ 290	+ 5	+ 155

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Compresi crediti a breve e a lungo termine concessi reciprocamente da società.
³ Quasi interamente crediti.

giorati di circa \$300 milioni, salendo, rispettivamente, a \$910 e 1.030 milioni. In Europa, l'avanzo rispetto ai paesi EFTA si è ridotto, ma il disavanzo nei confronti dei paesi CEE è stato minore, perchè un notevole deterioramento del saldo verso la Francia è stato più che compensato da un miglioramento in quello verso la Germania.

In volume, tanto le importazioni che le esportazioni sono cresciute con il ritmo del 15% nel 1970. La media dei prezzi all'importazione è peraltro salita molto più rapidamente di quella all'esportazione, cioè del 7 contro il 4%. Dal lato delle importazioni, un incremento del 21% nel volume degli acquisti di beni strumentali ha costituito la maggiore caratteristica del 1970; esso ha fatto seguito ad un'espansione

di soltanto il 6% registrata l'anno precedente. Quanto alle esportazioni, le vendite di generi alimentari, bevande e tabacco hanno registrato, in volume, un'espansione del 15%, cioè due volte quella del 1969.

L'avanzo dei servizi e trasferimenti è stato di \$30 milioni inferiore a quello del 1969. I redditi netti da investimenti sono diminuiti di \$90 milioni (a \$125 milioni), ma questa riduzione è stata in parte compensata da più cospicui proventi ricevuti dal fondo agricolo della CEE. I conti trasporti e turismo hanno conseguito un miglioramento rispetto al 1969; nell'ultimo caso, l'incremento è dovuto a più cospicui introiti dalla Germania.

Austria. Lo scorso anno la bilancia dei pagamenti, esclusa la contropartita dell'assegnazione iniziale di DSP, ha registrato un saldo attivo di \$70 milioni, che è alquanto inferiore a quello dell'anno prima. Inoltre, mentre il saldo attivo del 1969 è da attribuire interamente alle partite correnti, nel 1970 è stato soprattutto il risultato di afflussi di capitali non identificati.

Il deficit commerciale ha compiuto un balzo di \$290 milioni, a \$725 milioni, aumentando regolarmente nel corso dell'anno. L'espansione delle esportazioni è rallentata dal 21% nel 1969 al 18% nel 1970, mentre quella delle importazioni è accelerata dal 13 al 26%.

Gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto sono cresciuti del 33% e quelli di combustibili minerali ed energia di non meno del 44%. Per quanto riguarda la ripartizione geografica, le esportazioni verso i paesi EFTA sono salite molto rapidamente, e quello verso i paesi CEE più lentamente, del totale delle esportazioni. Le spedizioni verso la Jugoslavia hanno subito un incremento di quasi il 50%.

Il deterioramento del conto merci è stato, in parte, compensato da un ulteriore aumento di \$180 milioni nell'avanzo delle partite invisibili, dovuto interamente a più cospicui proventi netti dal turismo. Le partite correnti sono peggiorate di \$100 milioni ad una posizione di quasi equilibrio.

Il conto capitali a lungo termine è passato da un deflusso netto di \$25 milioni nel 1969 ad un afflusso netto di \$15 milioni lo scorso anno. In conto capitali a breve, che comprende errori ed omissioni, l'aumento nell'afflusso netto da \$30 a 65 milioni trova un'ampia contropartita in un incremento di \$50 milioni nei proventi non identificati.

Nel primo trimestre del 1971 il deficit commerciale è stato di \$245 milioni contro \$150 milioni nel periodo corrispondente del 1970 e il disavanzo delle partite correnti è ammontato a \$75 milioni. Questo andamento è stato in ampia misura compensato da afflussi di capitali a lungo e a breve termine, sicchè la bilancia dei pagamenti (esclusa la contropartita della seconda assegnazione di DSP) è stata praticamente in equilibrio.

Svizzera. Lo scorso anno il disavanzo commerciale della Svizzera, rispecchiando il surriscaldamento dell'economia, ha superato \$1,3 miliardi, cioè è stato di oltre due volte quello del 1969. Conseguentemente, sebbene l'avanzo delle partite invisibili sia

Paesi dell'Europa occidentale: Bilance dei pagamenti.

Paesi	Anni	Saldo commerciale (f.o.b.)	Servizi e trasferimenti	Saldo delle partite correnti	Movimenti netti di capitali (entrata +) ¹		Saldo complessivo ²
					A lungo termine	A breve termine	
milioni di dollari SU							
Belgio-Lussemburgo*	1969	- 100	+ 185	+ 85	+ 205		+ 290
	1970	+ 470	+ 275	+ 745	- 635		+ 110
Francia*	1969	- 1.560	- 445	- 2.005	+ 325	+ 15 ³	- 1.665
	1970	+ 460	- 180	+ 280	+ 550	+ 540 ⁷	+ 1.370
Germania	1969	+ 5.135	- 3.525	+ 1.610	- 6.005	+ 170	- 4.225
	1970	+ 5.820	- 5.155	+ 665	- 1.235	+ 4.370	+ 3.800
Italia	1969	+ 540	+ 1.800	+ 2.340	- 3.515		- 1.175
	1970	- 340	+ 1.155	+ 815	- 410		+ 405
Paesi Bassi*	1969	- 355	+ 530	+ 175	- 25	-	+ 150
	1970	- 645	+ 500	- 145	+ 525	+ 75	+ 455
Totale paesi CEE . . .	1969	+ 3.660	- 1.455	+ 2.205	- 8.830		- 6.625
	1970	+ 5.765	- 3.405	+ 2.360	+ 3.780		+ 6.140
Austria	1969	- 435 ⁴	+ 535	+ 100	- 25	+ 30	+ 105
	1970	- 725 ⁴	+ 715	- 10	+ 15	+ 65	+ 70
Danimarca	1969	- 630	+ 220	- 410	+ 330		- 80
	1970	- 785	+ 245	- 540	+ 545		+ 5
Finlandia	1969	- 55 ⁴	+ 75	+ 20	+ 25	+ 10	+ 55
	1970	- 350 ⁴	+ 125	- 225	+ 80	+ 205	+ 60
Islanda	1969	-	+ 5	+ 5	+ 20	- 10	+ 15
	1970	+ 10	+ 5	+ 15	- 5	-	+ 10
Norvegia	1969	- 780 ⁴	+ 915	+ 135	- 160	- 30	- 55
	1970	- 1.285 ⁴	+ 1.100	- 185	+ 90	+ 220	+ 125
Portogallo	1969	- 390	+ 435	+ 45	- 40	+ 80 ⁴	+ 85
	1970	- 500	+ 540	+ 40	+ 15	+ 25 ⁴	+ 80
Regno Unito	1969	- 340	+ 1.390	+ 1.050	+ 465		+ 1.515
	1970	+ 5	+ 1.510	+ 1.515	- 405		+ 1.110
Svezia	1969	- 175 ⁴	- 20	- 195	- 135		- 330
	1970	- 195 ⁴	- 125	- 320	+ 400		+ 80
Svizzera	1969	- 630 ⁴	+ 1.155	+ 525	- 365		+ 160
	1970	- 1.330 ⁴	+ 1.330	-	+ 1.080 ⁴		+ 1.080 ⁴
Totale paesi EFTA . . .	1969	- 3.435	+ 4.710	+ 1.275	+ 195		+ 1.470
	1970	- 5.155	+ 5.445	+ 290	+ 2.330		+ 2.620
Grecia	1969	- 900 ⁴	+ 550	- 350	+ 210	+ 135	- 5
	1970	- 1.095 ⁴	+ 680	- 415	+ 275	+ 115	- 25
Irlanda	1969	- 385	+ 195	- 190	+ 75	+ 260	+ 145
	1970	- 390	+ 240	- 150	+ 120	+ 20	+ 10
Spagna*	1969	- 2.105	+ 1.610	- 495	+ 430	- 155	- 220
	1970	- 1.940	+ 2.175	+ 235	+ 565	+ 25	+ 825
Turchia	1969	- 265 ⁴	+ 45	- 220	+ 160		- 60
	1970	- 350 ⁴	+ 155 ⁷	- 195 ⁷	+ 225 ⁷		+ 30
Totale "Altri paesi" . .	1969	- 3.655	+ 2.400	- 1.255	+ 1.115		- 140
	1970	- 3.775	+ 3.250	- 525	+ 1.345		+ 820
Totale complessivo . .	1969	- 3.430	+ 5.655	+ 2.225	- 7.520		- 5.295
	1970	- 3.165	+ 5.290	+ 2.125	+ 7.455		+ 9.590

Nota: Le bilance dei pagamenti dei paesi contrassegnati da un asterisco sono calcolate sulla base dei conti di cassa. ¹ Differenza fra il saldo delle partite correnti e il saldo globale. Include errori e omissioni. ² Pari alle variazioni nelle attività nette ufficiali (esclusa l'assegnazione di DSP) e nella posizione netta sull'estero delle banche commerciali, con l'eccezione di Regno Unito e Turchia. Per il Regno Unito, esclusi crediti in eurodollari attinti da residenti britannici presso le banche sul mercato di Londra per investimenti all'estero e crediti commerciali concessi da banche RU, che sono compresi nei movimenti netti di capitali; per la Turchia pari alle sole variazioni nelle attività ufficiali nette. ³ Compresi regolamenti multilaterali e aggiustamenti. ⁴ Importazioni calcolate su base c.i.f. ⁵ Compreso il saldo dei territori portoghesi d'oltremare rispetto all'area non appartenente all'escudo. ⁶ A causa di importanti modificazioni nel calcolo della posizione netta sull'estero da parte delle banche svizzere, i dati per il 1970 non possono essere posti a confronto con quelli relativi a precedenti periodi. ⁷ Stime.

cresciuto di altri \$0,2 miliardi, l'eccedenza delle partite correnti è sparita. Malgrado ciò e nonostante un ulteriore deflusso di capitali identificati a lungo termine, la bilancia dei pagamenti ha conseguito un saldo attivo di \$1,1 miliardi contro soltanto \$0,2 miliardi nel 1969. E ciò a causa di un incremento di \$1,3 miliardi, a \$2,1 miliardi, nell'afflusso netto di altri capitali, compresi errori ed omissioni. In seguito peraltro alle modificazioni introdotte nel calcolo della posizione netta sull'estero delle banche commerciali svizzere, il saldo globale per il 1970 della bilancia dei pagamenti non è interamente comparabile a quello per il 1969.

Mentre nel 1969 le importazioni ed esportazioni erano cresciute, rispettivamente, del 17 e 15%, lo scorso anno il saggio di sviluppo delle importazioni è salito al 23%, mentre quello delle esportazioni è invece sceso all'11%. Le ragioni di scambio sono deteriorate del 4%, in quanto i prezzi all'importazione sono aumentati dell'8% e quelli all'esportazione del 4%, di modo che, in termini di volume, importazioni ed esportazioni hanno registrato un incremento, rispettivamente, del 15 e 7%. Fra le varie categorie di merci importate i beni d'investimento hanno conseguito il saggio di espansione più elevato, compiendo un balzo del 35%, in termini di valore contro il 13% nel 1969. Le importazioni di materie prime e prodotti semilavorati sono cresciute del 23%. D'altra parte, le importazioni di beni di consumo sono aumentate meno del totale delle merci importate. Quanto alle esportazioni, la categoria che ha conseguito il migliore risultato è stata di nuovo quella dei beni d'investimento, che si sono ampliati del 16%.

Lo scorso anno, i paesi CEE sono stati la principale fonte dell'espansione nelle importazioni della Svizzera; queste ultime hanno subito un incremento del 23% contro il 14% nel 1969. Inoltre, le importazioni dai paesi EFTA sono cresciute del 23%, cioè esse sono state lievemente inferiori al saggio d'espansione del 28% registrato l'anno prima. Per quanto concerne le esportazioni, il rallentamento nel progresso è stato particolarmente pronunciato nei confronti di Germania e Francia; le vendite a questi paesi sono cresciute, rispettivamente, dell'8 e 5%. Le esportazioni negli Stati Uniti si sono ampliate del 4%, cioè all'incirca con lo stesso ritmo che nel 1969. Nel primo trimestre del 1971 il deficit commerciale, rettificato per variazioni stagionali, aveva raggiunto il livello di \$1,5 miliardi su base annua. Ma il ritmo dell'aumento nelle importazioni è sceso al 9% rispetto al 32% nel periodo corrispondente del 1970.

Nel 1970, il miglioramento di \$175 milioni nei proventi netti dalle partite invisibili è dovuto a più elevati redditi da investimenti, maggiori guadagni derivanti dal turismo e più cospicui introiti da altri servizi. Il disavanzo di \$310 milioni relativo alle rimesse di lavoratori stranieri ha superato soltanto di poco l'importo del 1969.

Il deflusso di capitali a lungo termine identificati si è ridotto di \$150 milioni, scendendo a \$1.045 milioni. L'uscita netta provocata dalle operazioni effettuate da fondi d'investimento è diminuita di \$110 milioni e le nuove obbligazioni estere emesse in Svizzera sono scese di \$65 milioni. Per quanto riguarda l'imponente afflusso di fondi non identificati, stimato a \$2,1 miliardi, parte di esso può senza dubbio essere attribuita ad un riflusso di fondi in Svizzera in seguito alla flessione nei saggi d'interesse sulle eurodivise.

Svezia. Nonostante il deterioramento, per \$125 milioni, delle partite correnti, dal 1969 al 1970 la bilancia dei pagamenti è notevolmente migliorata, da un saldo passivo di \$330 milioni ad un saldo attivo di \$80 milioni (esclusa la contropartita dell'assegnazione iniziale di DSP). Questo risultato è stato conseguito grazie ad un'inversione di tendenza nei movimenti di capitali, che sono passati da un deflusso di \$135 milioni ad un afflusso di \$400 milioni.

Il capovolgimento nel conto capitali è dovuto soprattutto ad un notevole miglioramento nei movimenti di capitali non identificati, da un'uscita per \$95 milioni nel 1969 ad un'entrata per \$175 milioni nel 1970. L'afflusso di fondi si è verificato nella prima metà dell'anno ed è indubbiamente da ascrivere, in ampia misura, al crescente ricorso a crediti commerciali concessi dall'estero, in seguito alla politica monetaria restrittiva applicata all'interno del paese. Sono da menzionare inoltre uno spostamento favorevole di \$70 milioni nel conto investimenti in titoli, derivante da emissioni di obbligazioni svedesi all'estero per finanziare gli investimenti esteri effettuati da imprese svedesi. I proventi netti da prestiti privati a lungo termine sono aumentati di \$65 milioni e altri afflussi di capitali netti privati di \$130 milioni.

Il deterioramento delle partite correnti che, l'anno scorso, hanno realizzato un disavanzo di \$320 milioni, è da attribuirsi soprattutto alle partite invisibili, rispecchiando maggiori spese in conto turismo.

Il disavanzo commerciale si è ampliato lievemente, salendo a \$195 milioni. L'espansione delle esportazioni e importazioni è stata quasi del 20%, ma circa metà di questo incremento è dovuto a prezzi più elevati. Le esportazioni di prodotti dell'industria metalmeccanica, escluse le navi, hanno rappresentato un elemento di carattere particolarmente espansionistico, essendo il loro valore cresciuto di circa il 30%. In seguito, in parte, ad uno sciopero proclamato in alcune miniere svedesi all'inizio dell'anno, le esportazioni di minerale di ferro si sono ridotte del 4%. L'incremento delle importazioni è stato gonfiato dall'elevato livello degli acquisti di materie prime e prodotti semilavorati per le scorte.

Esclusa la contropartita della seconda assegnazione di DSP, nel primo trimestre del 1971 la bilancia dei pagamenti della Svezia ha conseguito un saldo attivo di \$50 milioni. Poichè, sulla base delle statistiche doganali, le esportazioni hanno superato del 19% il livello dell'anno prima e le importazioni sono rimaste invariate, la bilancia commerciale, rettificata per variazioni stagionali, è diventata attiva per \$170 milioni contro un deficit di \$125 milioni nel primo trimestre del 1970.

Danimarca. La bilancia dei pagamenti è passata da un saldo passivo di \$115 milioni (esclusa la contropartita dell'assegnazione di DSP) nella prima metà del 1970 ad un saldo attivo di \$120 milioni nel secondo semestre, registrando così un saldo attivo di \$5 milioni per l'anno nell'insieme contro un saldo passivo di \$80 milioni nel 1969. Questo miglioramento è dovuto al fatto che, durante l'anno, gli afflussi netti di fondi sono stati più che sufficienti per compensare il disavanzo di \$130 milioni delle partite correnti.

L'aumento del deficit nelle partite correnti si è verificato tutto nel conto merci. Dopo essere cresciute notevolmente nel primo semestre dell'anno in risposta alla per-

sistente sostenutezza della domanda interna, l'aumento delle importazioni è rallentato nel secondo semestre. Ma anche così, per l'anno nell'insieme, esse si sono dilatate del 14%, mentre le esportazioni hanno registrato un incremento dell'11%. Il disavanzo commerciale è di conseguenza passato da \$630 a 785 milioni. L'avanzo delle partite invisibili ha subito soltanto un miglioramento modesto di \$25 milioni, di modo che il deficit delle partite correnti è salito da \$410 a 540 milioni.

In conto capitali gli afflussi netti sono passati da \$330 a 545 milioni. L'indebitamento netto verso l'estero da parte del settore pubblico si è lievemente ridotto, ma l'afflusso netto di capitali privati è quasi raddoppiato, a \$460 milioni, rispecchiando soprattutto condizioni creditizie restrittive all'interno del paese. Gran parte di quest'ultimo ha assunto la forma di crediti commerciali a breve, che sono balzati a circa \$300 milioni; ma, in aggiunta, le ditte danesi hanno fatto ricorso in crescente misura a prestiti finanziari a medio termine, concessi dall'estero. In conto investimenti diretti si è verificata un'entrata di \$35 milioni.

Nel primo trimestre del 1971, nonostante il deterioramento del saldo commerciale, la posizione globale, esclusa la contropartita della seconda assegnazione di DSP, ha conseguito un saldo attivo di \$90 milioni.

Norvegia. La bilancia dei pagamenti della Norvegia, che nel 1969 aveva presentato un saldo passivo di \$55 milioni, lo scorso anno è ritornata in attivo. Esclusa la contropartita della prima assegnazione di DSP, il saldo attivo è ammontato a \$125 milioni. Il miglioramento è da attribuire a favorevoli inversioni di tendenza nei conti capitali a lungo e a breve termine, che totalizzando circa \$250 milioni ciascuno, hanno notevolmente superato il deterioramento, per \$315 milioni, verificatosi nelle partite correnti. Nei primi tre mesi del 1971 la bilancia dei pagamenti ha registrato un saldo attivo di \$35 milioni.

Nell'inversione della bilancia delle partite correnti ad un disavanzo di \$185 milioni nel 1970 è compreso un peggioramento di \$505 milioni negli scambi generali e nel commercio delle navi. Escluso quest'ultimo, la bilancia commerciale è peggiorata di \$305 milioni (ad un deficit di \$1.170 milioni). Le esportazioni sono cresciute del 14%, e le importazioni del 21%. Il forte incremento delle importazioni ha rispecchiato la continua e sensibile espansione degli investimenti e consumi interni, nonché la ricostituzione di scorte. Le importazioni di materie prime e di combustibili, che nel 1969 erano cresciute soltanto moderatamente, lo scorso anno hanno progredito, rispettivamente, del 36 e 32%. L'incremento delle importazioni di macchinari è passato dal 15 al 27%, mentre quello per i manufatti è rimasto elevato. Il saldo netto del conto navi è passato da un avanzo di \$85 milioni ad un disavanzo di \$115 milioni, essendo le importazioni di navi cresciute di \$180 milioni. Nel primo trimestre del 1971, il disavanzo commerciale, escluse le navi, è salito a \$280 milioni rispetto a \$235 milioni nel primo trimestre del 1970.

L'incremento di \$185 milioni (a \$1.100 milioni) nell'avanzo delle partite invisibili è stato il risultato di maggiori introiti netti da noli; quest'ultimo conto ha rappresentato circa i due terzi dell'aumento nel deficit commerciale (escluse le navi).

L'inversione nel conto capitali a lungo termine da un'uscita netta di fondi per \$160 milioni ad un'entrata per \$90 milioni è da ascrivere soprattutto a cospicui pre-

stiti netti contratti dal settore delle navi. I crediti pubblici e privati netti ricevuti dall'estero hanno avuto per risultato un afflusso netto di \$ 135 milioni, mentre nel 1969 erano stati effettuati rimborsi netti per \$ 35 milioni. Lo scorso anno, la concessione netta di crediti all'estero si è ridotta di \$ 35 milioni. Dopo un deflusso netto di \$ 30 milioni nel 1969, il conto capitali a breve ha registrato un'entrata di fondi per \$ 220 milioni, la maggior parte dei quali è affluita nell'ultimo trimestre del 1970, quando vi è stato un ulteriore inasprimento nella politica creditizia interna.

Finlandia. Un notevole deterioramento del disavanzo commerciale da \$ 55 milioni nel 1969 a \$ 350 milioni nel 1970, che è stato compensato soltanto in parte da più cospicui introiti netti dalle partite invisibili, ha fatto sì che l'avanzo di \$ 20 milioni nelle partite correnti sia stato sostituito da un deficit di \$ 225 milioni. Tuttavia, a causa di una più cospicua eccedenza in conto capitali a lungo termine e, soprattutto, di un sensibile afflusso di fondi a breve, il saldo della bilancia dei pagamenti è rimasto attivo. Esclusa la contropartita della prima assegnazione di DSP alla Finlandia, tale saldo attivo è stato persino maggiore di quello dell'anno precedente, in quanto è ammontato a \$ 60 milioni. Nel primo trimestre del 1971 la bilancia dei pagamenti ha registrato un saldo attivo di \$ 70 milioni.

Il pronunciato peggioramento in conto merci è dovuto alle importazioni, che si sono ampliate con rapidità quasi doppia delle esportazioni. In termini di valore, l'incremento delle importazioni rispetto all'anno prima si è accelerato dal 27 al 30%, in seguito alla vivace domanda interna, soprattutto per beni d'investimento; l'espansione delle esportazioni è rallentata dal 21 al 16%, a causa dell'insufficiente capacità produttiva delle industrie che lavorano per l'esportazione. Su una base rettificata per variazioni stagionali, il livello delle esportazioni della Finlandia è rimasto assai regolare durante i singoli trimestri del 1970, mentre lo sviluppo delle importazioni è andato crescendo da un trimestre all'altro. Perciò, la bilancia commerciale, dopo essere stata in equilibrio nel primo trimestre, ha presentato maggiori disavanzi col trascorrere dell'anno. Nel 1970 i valori unitari tanto delle importazioni che delle esportazioni sono fortemente aumentati. In volume, le importazioni hanno registrato un'espansione del 20% e le esportazioni del 5%. Le importazioni di materie prime, combustibili e beni d'investimento sono tutte dilatate di circa un terzo in termini di valore.

I proventi netti dalle partite invisibili sono cresciuti lo scorso anno di \$ 50 milioni (a \$ 125 milioni). In seguito al cospicuo incremento dei noli, il conto trasporti ha registrato un aumento netto di \$ 50 milioni. Anche gli introiti dal turismo hanno subito un'espansione di \$ 35 milioni. D'altra parte, i pagamenti netti per interessi e dividendi hanno superato di \$ 15 milioni l'importo dell'anno prima.

Nel 1970 l'afflusso netto di capitali a lungo termine è stato superiore per \$ 55 milioni a quello dell'anno precedente, essendo ammontato a \$ 80 milioni. Soprattutto, i prestiti esteri sono cresciuti di \$ 100 milioni, mentre le uscite nette di fondi attraverso la concessione di crediti a lungo termine all'esportazione e altre categorie di capitali a lungo termine (compresi investimenti diretti) sono raddoppiate a \$ 110 milioni.

Il conto capitali a breve, compresi errori ed omissioni, è passato da un quasi equilibrio nel 1969 ad un afflusso di \$ 205 milioni nel 1970. All'interno di questo movimento, lo scorso anno i crediti commerciali hanno provocato un afflusso netto

di \$ 230 milioni, a paragone di un'uscita minima nel 1969. In considerazione del crescente indebitamento a breve verso l'estero della Finlandia e della persistente domanda interna in eccesso, in novembre 1970 è stato drasticamente ridotto l'utilizzo di crediti esteri a breve, prima consentito, ed una serie di merci, che contribuiscono per circa un quarto al totale delle importazioni, è stata assoggettata al pagamento anticipato attraverso banche autorizzate.

Spagna. In seguito alle misure restrittive di politica monetaria e fiscale adottate nel 1969 dalle autorità a causa del notevole peggioramento della posizione sull'estero, l'anno scorso le partite correnti e il conto capitali della bilancia dei pagamenti della Spagna (sulla base dei conti di cassa) sono migliorati sensibilmente. Il risultato complessivo è passato da un saldo passivo di \$ 220 milioni ad un saldo attivo di \$ 825 milioni (non tenendo conto della contropartita dell'assegnazione iniziale di DSP).

Per la prima volta dal 1964 i proventi netti dalle partite invisibili, aumentati di \$ 565 milioni (a \$ 2.175 milioni), hanno superato il deficit della bilancia commerciale. Il fattore più importante in questo andamento è stato l'aumento di \$ 345 milioni negli introiti netti dal turismo, che sono saliti a \$ 1.570 milioni. I proventi netti da trasferimenti, che consistono soprattutto in rimesse di lavoratori, sono cresciuti di \$ 110 milioni, salendo a \$ 660 milioni. Il risultato è stato che le partite correnti sono passate da un disavanzo di quasi \$ 500 milioni nel 1969 ad un'eccedenza di \$ 235 milioni.

Il disavanzo commerciale è diminuito di \$ 165 milioni (a \$ 1.940 milioni). Dopo aver registrato un'espansione del 21% nel 1969, le esportazioni hanno continuato a progredire con lo stesso ritmo nell'anno successivo, mentre le importazioni hanno visto rallentare il loro saggio di sviluppo al 6%, come conseguenza, in parte, del sistema dei depositi sulle importazioni. Sulla base delle statistiche doganali, durante l'anno la maggiore decelerazione nell'incremento delle importazioni si è verificata negli acquisti di prodotti semilavorati e materie prime, mentre le importazioni di beni strumentali sono cresciute soltanto poco meno che nel 1969 e quelle di combustibili hanno subito un incremento del 19%. Per quanto riguarda le esportazioni, prodotti agricoli e generi alimentari hanno registrato un incremento del 32%, dopo uno di soltanto l'8% l'anno prima, mentre l'espansione delle esportazioni di prodotti non alimentari è rallentata dal 26 al 22%. Nel primo trimestre del 1971 le esportazioni hanno superato di quasi il 30% il livello dell'anno prima, mentre le importazioni sono cresciute soltanto del 2%. Conseguentemente, il disavanzo commerciale, rettificato per variazioni stagionali si è ridotto, sulla base delle statistiche doganali, da \$ 620 milioni nel gennaio-marzo 1970 a \$ 485 milioni.

Il conto capitali a lungo termine è migliorato di \$ 135 milioni, a \$ 565 milioni, a causa di un più cospicuo afflusso di fondi privati. Soprattutto gli introiti netti da prestiti e crediti esteri sono cresciuti di \$ 180 milioni e quelli da investimenti in beni immobiliari da parte di non residenti in Spagna di \$ 35 milioni. D'altra parte, i movimenti di capitali del settore pubblico hanno registrato una variazione di \$ 55 milioni, con il risultato finale di rimborsi netti per \$ 25 milioni.

Il conto capitali a breve è passato da un'uscita di \$ 155 milioni nel 1969 ad un'entrata di \$ 25 milioni nel 1970, rispecchiando la stretta della liquidità all'interno del paese e l'aumento dei saggi d'interesse spagnoli.

Politica commerciale.

La clausola della nazione più favorita ed il principio della reciprocità sono i due criteri fondamentali sui quali si basa l'Accordo generale sulle tariffe ed il commercio (GATT). Negli ultimi anni, tuttavia, essi hanno perduto terreno per effetto della crescente tendenza alla regionalizzazione del commercio e dell'elaborazione di un sistema di preferenze per i paesi in via di sviluppo.

Liberalizzazione degli scambi all'interno del GATT. La conclusione dei negoziati Kennedy nel maggio 1967 ha segnato il culmine degli sforzi postbellici per conseguire la liberalizzazione mondiale del commercio. Quasi cinquanta paesi parteciparono ai negoziati e trentasette di essi si impegnarono a concedere riduzioni tariffarie sui manufatti. Si stabilì che queste riduzioni sarebbero state scaglionate su un quinquennio in quote annuali del 20%. Il 1° gennaio 1971 erano stati perciò applicati i quattro quinti del totale di tali quote. Intanto, l'accordo separato riguardante i prodotti chimici, che avrebbe dovuto entrare in vigore all'inizio del 1969, è stato differito al 1° gennaio 1972, dato che il Congresso degli Stati Uniti non ha finora voluto abolire il sistema dei prezzi alla vendita in vigore negli Stati Uniti per alcuni prodotti chimici (soprattutto materie coloranti). In conformità di una decisione adottata dal Consiglio del GATT all'inizio del 1971, si procederà ad uno studio comparativo della struttura tariffaria derivante dall'applicazione delle riduzioni concesse in base ai negoziati Kennedy.

All'inizio del 1971, settantotto paesi erano parti contraenti di pieno diritto del GATT, un paese - Tunisia - aveva aderito provvisoriamente e quattordici paesi, che avevano applicato i regolamenti del GATT quando erano ancora territori dipendenti, hanno continuato in questa prassi dopo aver conquistato l'indipendenza, in attesa di una decisione circa la loro futura politica commerciale. La Polonia ha aderito nel 1967 e la Romania e l'Ungheria hanno presentato domanda per diventare membri, rispettivamente, nel 1968 e 1969.

Negli ultimi due anni il Segretariato del GATT ha preparato il materiale necessario per sferrare un attacco alle barriere non tariffarie. Esso ha esaminato circa 800 misure di carattere tecnico o amministrativo, che gli erano state notificate dalle parti contraenti e che, direttamente o indirettamente, ostacolano il commercio internazionale. In seguito ad una decisione presa dal Consiglio del GATT nel febbraio 1971, i problemi concernenti stime doganali, contingenti e l'applicazione di norme industriali ai beni importati saranno analizzati durante la sessione annuale delle Parti Contraenti nel prossimo novembre. Intanto il problema delle barriere non tariffarie è stato fatto oggetto di studio anche nella CEE e nell'EFTA, che hanno istituito norme comuni per determinati prodotti industriali.

Comunità economica europea. Il 1° gennaio 1970, la CEE è entrata nella sua fase definitiva. A questa data, tutte le tariffe e contingenti fra paesi membri erano stati aboliti, come pure tutte le misure aventi effetti equivalenti a restrizioni quantitative. Anche le misure restrittive relative alla prassi seguita per commesse governative o di autorità pubbliche sono state eliminate. Era stata stabilita una tariffa esterna comune e i contingenti nei confronti della maggior parte dei paesi ad economia di mercato

sono stati aboliti quasi integralmente. Le voci ancora soggette a restrizioni quantitative riguardano soprattutto i manufatti importati dall'Asia. Esse comprendono prodotti tessili, le cui importazioni sono regolate da accordi firmati con India e Pakistan nel 1968 e con il Giappone nel 1969.

Alla Conferenza dell'Aja, tenutasi all'inizio di dicembre 1969, i rappresentanti dei Sei avevano ribadito il loro accordo di principio per quanto riguarda un ampliamento della Comunità in applicazione dell'Articolo 237 del Trattato di Roma. Il 30 giugno 1970 sono stati aperti ufficialmente i negoziati fra la CEE ed i quattro candidati all'ammissione: Danimarca, Irlanda, Norvegia e Regno Unito. Si era pure convenuto che i paesi EFTA, i quali non presentano domanda per diventare membri, avrebbero potuto, su richiesta, discutere con la CEE per trovare un *modus vivendi* con essa. Nel dicembre 1970 hanno avuto inizio conversazioni esplorative con Svezia e Svizzera e, nel gennaio 1971, con Austria, Finlandia, Islanda e Portogallo. Alla fine di maggio 1971 i negoziati con il Regno Unito avevano compiuto notevoli progressi.

Il Trattato di Roma prevede l'associazione fra la Comunità ed i territori dipendenti dai suoi paesi membri. Una volta conquistata l'indipendenza, la forma che questa associazione avrebbe dovuto assumere è stata concordata nella Convenzione di Yaoundé, firmata nel 1963 fra la CEE e diciotto stati africani, compreso il Madagascar. Questa Convenzione è stata rinnovata nel 1969 ed il nuovo accordo è entrato in vigore il 1° gennaio 1971 per un periodo di cinque anni. Lo stesso giorno è pure entrato in applicazione un accordo di associazione con altri tre stati africani (Kenia, Tanzania e Uganda), accordo che era stato concluso nel 1969 (Convenzione di Arusha).

Le due convenzioni di Yaoundé e Arusha sono simili per quanto riguarda le tariffe e le restrizioni quantitative. Esse prevedono che i prodotti industriali e quelli agricoli non competitivi possono essere importati nei paesi CEE esenti da dogana e che i prodotti agricoli e i prodotti agricoli lavorati, i quali sono identici o competitivi con prodotti della CEE, possono essere importati a condizioni più favorevoli degli stessi prodotti provenienti da altri paesi. In segno di buona volontà verso i paesi non associati, sono stati sospesi i dazi della CEE per determinati prodotti tropicali, soprattutto cacao, caffè e olio di cocco. Tutti i paesi associati accordano preferenze analoghe a prodotti aventi origine nella CEE, sebbene non tutti nella stessa misura. I paesi associati possono mantenere o reintrodurre tariffe e restrizioni quantitative e, persino, sospendere le importazioni, quando le necessità del loro sviluppo lo richiedano. Entrambe le convenzioni cercano di promuovere la cooperazione regionale fra i paesi associati. La Convenzione di Yaoundé ha aumentato l'importo di assistenza finanziaria accordata ai paesi africani associati nel commercio dei membri della CEE, mentre la Convenzione di Arusha non prevede alcun aiuto finanziario.

Le CEE ha anche concluso accordi di associazione e accordi preferenziali con paesi mediterranei. I suoi accordi di associazione con Grecia e Turchia sono in vigore, rispettivamente, dal 1962 e 1964. Mentre, negli anni recenti, la Grecia ha compiuto scarsi progressi nel processo della sua graduale associazione con la CEE, la Turchia è passata dalla fase preparatoria a quella transitoria all'inizio del 1971.

Alla fine del 1969 sono entrati in vigore gli accordi di associazione con Marocco e Tunisia e ne è stato concluso uno con Malta. Tutti e tre gli accordi hanno una validità di cinque anni. Accordi preferenziali reciproci con Israele e Spagna validi, rispettivamente, per cinque e sei anni sono entrati in vigore nell'ottobre 1970 e all'inizio del 1971 erano in corso negoziati con il Libano e la Repubblica araba unita allo scopo di concludere accordi analoghi.

Preferenze per paesi in via di sviluppo. Un'importante deroga alla clausola della nazione più favorita ed ai principi di reciprocità è stata compiuta alla seconda Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo (UNCTAD), tenutasi a Nuova Dehli nel 1968. Allo scopo di aiutare i paesi in via di sviluppo ad aumentare i loro introiti da esportazioni e stimolare l'espansione della loro economia, la conferenza ha adottato una risoluzione sulla necessità di introdurre prontamente un sistema di preferenze generali, che copra tutti i detti paesi, senza che essi debbano accordare concessioni commerciali reciproche. La Conferenza ha anche creato un organo consultivo, il Comitato speciale sulle Preferenze.

Nell'ottobre 1970 i negoziati condotti all'interno del Comitato speciale sulle Preferenze hanno avuto per risultato la conclusione di accordi fra diciotto paesi industriali e novantuno paesi in via di sviluppo. Sebbene i paesi industriali abbiano convenuto, in principio, che tutti dovrebbero accordare le stesse, o equivalenti, concessioni, si è constatata l'impossibilità di creare un sistema uniforme di preferenze, sicchè bisogna introdurre sistemi individuali, sia pure su base comune. Le preferenze in questione saranno applicate soprattutto a manufatti e prodotti semilavorati e verranno accordate temporaneamente, per un periodo iniziale di dieci anni. I paesi in via di sviluppo, per esempio quelli aderenti alla Convenzione di Yaoundé o al Commonwealth, manterranno i loro legami speciali, che non dovranno venire pregiudicati dall'introduzione di preferenze generali. Dal loro lato, i paesi industriali richiedono misure che consentano di determinare il paese di origine dei beni importati e la creazione di meccanismi di salvaguardia. Questi ultimi variano da paese a paese. Per cui, mentre la CEE consente l'entrata esente da dazio di tutti i manufatti e prodotti semilavorati, essa applica limiti quantitativi sotto forma di quote massime. Anche gli Stati Uniti consentono l'entrata esente da dazio di tali beni e, in aggiunta, di determinati prodotti agricoli primari e lavorati, i quali sono tuttavia soggetti ad importanti eccezioni rispetto ad un certo numero di voci tariffarie, cioè prodotti tessili, calzature, prodotti chimici a base di olio minerale e derivati dall'olio minerale. Inoltre, gli Stati Uniti non estenderanno le concessioni a paesi in via di sviluppo che accordano preferenze in contrasto con la CEE, a meno che essi s'impegnino ad abolirle gradualmente. Infine, sono previste clausole di salvaguardia per i casi in cui le importazioni raggiungano un livello al quale possono essere considerate una minaccia per le industrie nazionali.

L'intenzione è di far entrare in vigore i diversi sistemi, che includono misure addizionali per i paesi in via di sviluppo meno favoriti, nel 1971, non appena i governi dei paesi interessati avranno ottenuto l'approvazione dei rispettivi parlamenti in merito alle preferenze che dovranno accordare. L'unica decisione che è stata adottata finora è quella del Consiglio ministeriale della CEE, che ha annunciato in marzo 1971 che il suo elenco di preferenze verrà applicato dal 1° luglio. All'inizio di aprile il go-

verno svizzero ha presentato una relazione al parlamento, in cui propone che una prima riduzione tariffaria del 30% sui prodotti industriali entri in vigore alla fine del 1971 e che i dazi rimanenti su tali prodotti siano aboliti due anni dopo. Pure in aprile il governo svedese ha presentato un progetto in base al quale la maggior parte dei prodotti industriali e un certo numero di generi alimentari verranno importati esenti da dazio.

Nel maggio 1971 il Consiglio del GATT ha convenuto di accordare un'eccezione per un periodo di dieci anni in base all'Articolo XXV dei suoi Statuti, in conformità del quale tutti i paesi industriali che concedono preferenze generali saranno esentati dall'applicare la clausola della nazione più favorita. Questa deroga entrerà in vigore quando oltre metà delle parti contraenti l'avranno approvata.

Politica commerciale degli Stati Uniti. Poiché l'obiettivo della Legge per l'espansione degli scambi, emanata nel 1962, è stato conseguito con la conclusione dei negoziati Kennedy nel maggio 1967, nel novembre 1969 è stato presentato al Congresso un nuovo progetto di legge sul commercio. Esso mirava a continuare il movimento verso scambi commerciali più liberi, ma era meno ampio del precedente progetto. Più specificamente, esso avrebbe conferito al Presidente la facoltà di effettuare riduzioni tariffarie, sebbene soltanto su scala limitata. Si sarebbe dovuto abolire il sistema americano dei prezzi alla vendita, ampliare l'attuale facoltà di agire contro paesi che minacciano in modo sleale i prodotti americani e introdurre la nuova facoltà di adottare misure contro paesi che, mediante sovvenzioni alle esportazioni, indeboliscono la posizione delle esportazioni americane su mercati terzi. Nel corso del 1970, quando il Congresso stava discutendo la nuova legislazione, le pressioni protezionistiche che si erano andate accumulando da parecchi anni, sono diventate così forti che nel progetto di legge (noto come il progetto Mills) si sono dovuti inserire emendamenti di carattere restrittivo, soprattutto l'introduzione di contingenti per prodotti tessili e calzature; la Camera dei Rappresentanti lo ha approvato in questa stesura. Ma poiché il Senato non ha avuto il tempo di approvare il progetto prima della fine del 91° Congresso, esso non è mai entrato in vigore; nel gennaio 1971, il membro della Camera Mills ha ripresentato il suo progetto di legge all'apertura del 92° Congresso.

IV. ORO, RISERVE MONETARIE E TASSI DI CAMBIO.

Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree.

Nel 1970 la produzione aurifera mondiale (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) è aumentata da 40,6 a 41,4 milioni di once, superando così lievemente la precedente punta registrata nel 1966. Come di consueto, l'incremento è da attribuire per intero al Sud Africa, la cui produzione è salita da 31,3 a 32,1 milioni di once, mentre nel resto del mondo la produzione è rimasta praticamente invariata al livello di 9,3 milioni di once. La produzione del Canada si è contratta di 0,2 milioni di once, scedendo a 2,3 milioni, che rappresentano soltanto la metà del livello senza precedenti estratto nel 1960.

Produzione mondiale di oro.¹

Paesi	1929	1940	1945	1953	1956	1957	1968	1969	1970
peso, in migliaia di once di fino									
Sud Africa	10.412	14.046	11.927	11.941	30.869	30.535	31.169	31.276	32.148
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	3.319	2.986	2.688	2.545	2.338
Stati Uniti	2.057	4.863	1.462	1.971	1.803	1.526	1.539	1.717	1.790
Giappone	335	867	40	258	555	678	614	677	709
Ghana	208	686	586	731	684	767	727	707	705
Australia	427	1.644	824	1.075	917	805	786	699	615
Filippine	163	1.121	1	481	454	491	527	539	590
Rhodesia	561	826	545	501	550	515	515	515	500
Colombia	137	632	437	437	281	258	240	219	200
Messico	655	883	420	483	214	165	177	181	180
Congo (Rep. dem.)	158	562	332	371	160	153	172	177	180
Totale	17.041	31.663	19.423	22.305	39.806	38.879	39.154	39.252	39.953
Altri paesi	1.299	5.797	2.007	1.955	1.504	1.281	1.416	1.328	1.457
Produzione mondiale (stima)	18.340	37.460	21.430	24.260	41.310	40.160	40.570	40.580	41.410
milioni di dollari SU									
Stima della produzione mondiale a \$35 per oncia di fino	640 ²	1.310	750	850	1.445	1.405	1.420	1.420	1.450

¹ Esclusi l'URSS, altri 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.

L'espansione nella produzione aurifera del Sud Africa è da imputare ad un incremento della quantità di minerale trattato; il contenuto aureo del minerale ha presentato, in media, modeste variazioni. A causa del tono relativamente debole prevalso sul mercato privato dell'oro sino ad anno inoltrato, il prezzo medio ottenuto per oncia di oro è sceso da \$37,9 nel 1969 a \$36,5. Poichè i costi medi sono aumentati di quasi il 3%, i profitti per oncia sono diminuiti da \$14,9 a \$12,9 (esclusi gli utili derivanti dalla lavorazione dell'uranio). Il livello medio, sempre elevato, dei profitti

è dovuto ad alcune delle grandi miniere che sono entrate in esercizio più recentemente; la maggior parte delle miniere aurifere più vecchie, la cui produzione contribuisce con meno del 10% a quella globale del Sud Africa, hanno lavorato in perdita.

Calcolato a \$35 per oncia di fino, nel 1970 l'oro prodotto nel mondo occidentale è ammontato ad un importo pari a \$1.450 milioni, cioè esso ha superato di \$30 milioni l'ammontare registrato nel 1969. Come nei quattro anni precedenti non sono state dichiarate vendite di oro da parte dei paesi comunisti. Le riserve auree ufficiali sono aumentate di \$270 milioni contro \$105 milioni nel 1969, mentre l'importo netto di oro assorbito dal mercato ha subito una flessione da \$1.315 a 1.180 milioni.

La maggiore quantità di oro che nel 1970 è affluita alle riserve auree ufficiali è una conseguenza soprattutto dell'accordo concluso fra il FMI e il Sud Africa alla fine del 1969. In base a questo accordo, nel 1970 il Sud Africa ha ceduto al Fondo oro per \$640 milioni. Alquanto superiori a questo importo, pari cioè a \$685 milioni, sono invece risultate le vendite ufficiali effettuate in totale dal Sud Africa, dovendosi includere anche quelle per \$23 milioni alla Svizzera e conversioni in oro di rand per \$22 milioni prelevati dal FMI. Siccome, nel 1970, le riserve auree del Sud Africa sono diminuite di \$450 milioni, se ne deduce che lo scorso anno le riserve ufficiali hanno assorbito oro di nuova produzione per \$235 milioni.

Usi dell'oro (stime).

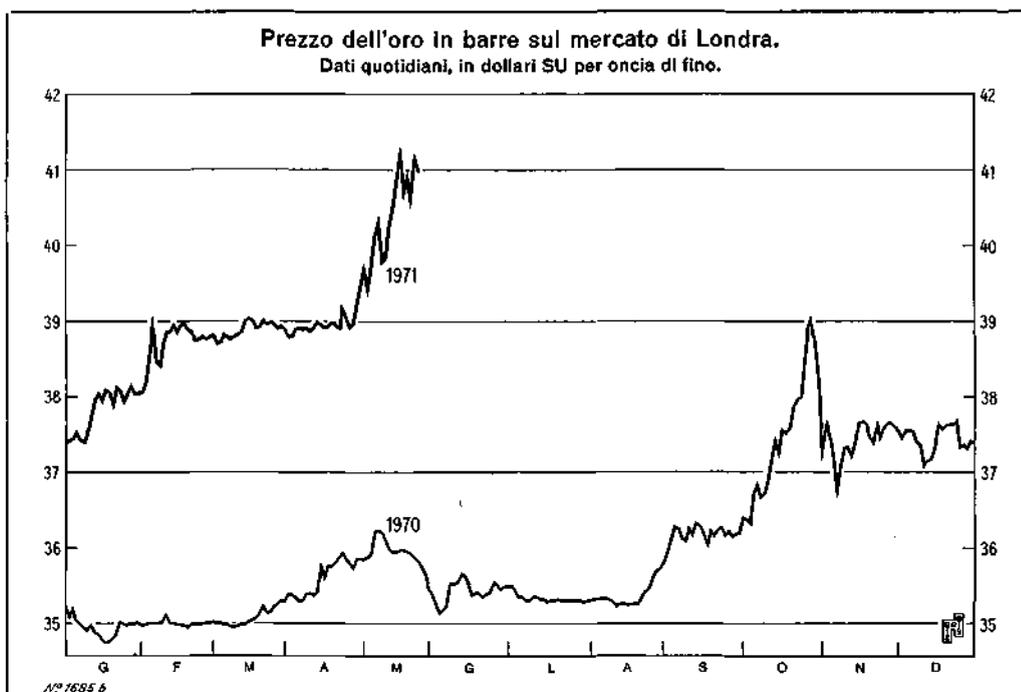
Voci	1968 (aprile- dicembre)	1969	Anno	1970			
				1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU							
Variazioni nelle riserve del Sud Africa	500	- 130	- 450	- 115	- 60	- 20	- 255
Variazioni negli averi di detentori ufficiali del mondo occidentale (escluso il Sud Africa)	170	235	720	310	25	35	350
Importo venduto sul mercato libero*	390	1.315	1.180	160	400	355	265
Totale (= produzione di oro)	1.060	1.420	1.450	355	365	370	360

* Residui.

Benchè non si conoscano tutti i dettagli delle operazioni su oro svolte nel 1970 fra Sud Africa e Fondo, pare che siano state effettuate cospicue vendite in base a ciascuno dei tre titoli di cui si compone l'accordo del 1969. Per quanto riguarda il primo titolo, ai termini del quale il Sud Africa può vendere al Fondo l'oro necessario per soddisfare il suo fabbisogno corrente di divise estere, qualora il prezzo sul mercato dell'oro scenda a \$35 per oncia o al disotto di esso, le vendite si sono concentrate nel primo trimestre dell'anno e sarebbero ammontate a circa \$200 milioni. Ai sensi del secondo titolo, che tratta delle vendite di metallo a prescindere dal prezzo di mercato nel caso in cui, durante un semestre, il fabbisogno in valute estere del Sud Africa superi i proventi derivanti dalla vendita di tutta la produzione corrente di oro, le cessioni si sono verificate soprattutto nel quarto trimestre dell'anno, in seguito ad un ulteriore deterioramento della bilancia dei pagamenti sudafricana, ammontando complessivamente a circa \$280 milioni. Le rimanenti vendite al Fondo, per circa

\$165 milioni, sono state effettuate in base al terzo titolo, che prevede trasferimenti di oro al Fondo, fino ad un importo pari a \$35 milioni per trimestre, attinti dalle riserve auree del Sud Africa, quali erano al 17 marzo 1968, meno le successive vendite ad autorità monetarie nazionali. Nel 1970, sotto questo titolo è stata inclusa anche una cessione di oro al Fondo per \$35 milioni contro sterline, originariamente proposta nel maggio 1968.

La flessione di \$135 milioni nella quantità netta di oro assorbita dal mercato rispetto al 1969 rispecchia probabilmente, in ampia misura, il fatto che nella prima parte del 1970, in seguito alla conclusione dell'accordo fra Sud Africa e FMI e all'introduzione dei DSP nel sistema monetario, un'aliquota della domanda non monetaria è stata soddisfatta con oro prelevato da averi accantonati precedentemente per scopi speculativi. La domanda netta non monetaria sembra essere stata inferiore che nel 1969 tanto nei mercati europei, soprattutto in Francia, quanto nel Sud America. D'altra parte, la domanda di oro nel Medio ed Estremo Oriente, sia per oreficeria che per scopi di tesoreggiamento, è cresciuta lo scorso anno, come pure è aumentata la domanda di metallo per uso industriale negli Stati Uniti.



Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi sul mercato libero dell'oro, il vertiginoso aumento dei saggi d'interesse sull'eurodollaro, registrato nel 1969, il deterioramento della bilancia dei pagamenti sudafricana, la ratifica del sistema dei DSP e il ritorno della fiducia nei mercati dei cambi dopo gli adeguamenti a nuove parità della Francia e della Germania, hanno spinto all'ingiù il prezzo dell'oro da quasi \$44 per oncia nel maggio 1969 a circa \$35 alla fine di tale anno. Per la maggior parte del primo trimestre del 1970 le quotazioni si sono poi aggirate su questo livello. Nel

primo trimestre dell'anno le vendite nette sul mercato sono ammontate a \$160 milioni, cioè sono state soltanto il 37% delle vendite effettuate nel secondo e terzo trimestre del 1969. Quasi il 55% dell'oro nuovo prodotto nel primo trimestre del 1970 è affluito alle riserve ufficiali e il Sud Africa ha ceduto oro per circa \$280 milioni al FMI. Nella seconda metà del marzo 1970 il prezzo di mercato ha di nuovo ripreso a salire, raggiungendo \$36 $\frac{1}{4}$ nella prima settimana di maggio. Il progressivo esaurimento delle scorte, la domanda sostenuta proveniente dal Medio e Estremo Oriente, la crisi di Wall Street e il forte peggioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, sulla base dei regolamenti ufficiali, sono tutti elementi che possono avere contribuito alla ripresa del prezzo dell'oro. La sua solidità si è rispecchiata non tanto nel prezzo dell'oro che, in giugno, è ricaduto a circa \$35 $\frac{1}{2}$, quanto nel livello degli acquisti netti sul mercato, i quali nel secondo trimestre sono saliti a \$400 milioni.

Dopo un periodo di ristagno nell'estate, il mercato si è risvegliato verso la fine di agosto. Alla metà di questo mese le quotazioni sono passate da \$35 $\frac{1}{4}$ a circa 36 $\frac{1}{4}$ ai primi di settembre. Nel terzo trimestre le vendite nette di oro sul mercato sono rimaste assai elevate, con un importo di \$355 milioni. Al principio di ottobre le incertezze derivanti dalla morte del Presidente Nasser, congiuntamente alla forte domanda di oro per uso industriale proveniente dall'Europa occidentale e dagli Stati Uniti, hanno stimolato il movimento ascendente del prezzo che sembra aver acquisito una consistenza autonoma. Il 27 ottobre un'ondata di acquisti speculativi ha portato le quotazioni alla punta di quasi \$39 $\frac{1}{4}$, ma poi questo livello è risultato insostenibile e per il resto dell'anno il prezzo ha fluttuato intorno a \$37 $\frac{1}{2}$. La contrazione nelle quotazioni sarebbe stata più pronunciata, se i nuovi approvvigionamenti al mercato non fossero rallentati notevolmente. In novembre e dicembre il Sud Africa ha venduto oro per \$250 milioni al FMI e alla Svizzera. Nel quarto trimestre le cessioni nette del mercato sono scese a \$265 milioni.

A partire dalla seconda metà di gennaio 1971 il mercato si è tuttavia andato consolidando di nuovo; le quotazioni sono salite a quasi \$39 alla metà di febbraio, rimanendo vicine a questo livello sino ad aprile inoltrato. Durante questo periodo gli acquisti netti privati di oro sembrano essere stati consistenti, avendo il Sud Africa effettuato cospicue vendite al mercato. Inoltre, per la prima volta dal 1965 è stata segnalata la ripresa di vendite da parte dell'URSS. La forza della domanda era probabilmente dovuta soprattutto alle prospettive del prezzo dell'oro come merce, considerato sullo sfondo della domanda dell'industria regolarmente crescente e dell'inflazione diffusa in tutto il mondo. Come effetto secondario delle crisi valutarie, il prezzo sul mercato dell'oro ha, in alcuni giorni di maggio, superato \$41 per oncia di fino e alla fine di questo mese era sceso poco al di sotto di tale livello.

L'anno scorso, le riserve auree ufficiali del mondo occidentale sono cresciute di \$270 milioni, portando il loro livello a \$41.280 milioni. Ma, ciononostante, erano ancora di circa \$2 miliardi al di sotto dell'importo di fine 1965. Nel 1970 si sono verificate due notevoli ed opposte variazioni nelle riserve ufficiali: un'espansione negli averi in oro delle istituzioni internazionali di \$2.200 milioni, che hanno così raggiunto l'ammontare di \$4.100 milioni e una riduzione di \$1.950 milioni nelle riserve auree dei paesi, le quali si sono così ridotte a \$37.180 milioni. Entrambi questi movimenti hanno rispecchiato principalmente operazioni effettuate dal FMI, le cui riserve di

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel			Averi a fine 1970
	1968	1969	1970	
milioni di dollari SU				
Stati Uniti	- 1.175	+ 970	- 785	11.070
Regno Unito	+ 185	- 5	- 125	1.350
Altri paesi dell'Europa occidentale.	- 660	- 740	- 435	19.245
Belgio	+ 45	- 5	- 50	1.470
Danimarca	+ 10	- 25	- 25	65
Francia	- 1.355	- 330	- 15	3.530
Germania	+ 310	- 460	- 100	3.980
Irlanda	+ 55	- 40	- 25	15
Italia	+ 525	+ 35	- 70	2.890
Paesi Bassi	- 15	+ 25	+ 70	1.790
Portogallo	+ 155	+ 20	+ 25	900
Spagna	-	-	- 285	500
Svezia	+ 20	-	- 25	200
Svizzera	- 465	+ 20	+ 90	2.730
Altri paesi	+ 55	+ 20	- 25	1.175
Canada	- 155	+ 10	- 60	790
Giappone	+ 20	+ 60	+ 120	535
America latina	+ 35	+ 55	- 5	1.085
Medio Oriente	+ 270	- 35	- 85	970
Altri paesi dell'Asia	+ 40	- 20	- 30	705
Africa	+ 740	- 90	- 470	1.065
Sud Africa	+ 660	- 130	- 450	665
Australia	+ 25	+ 5	- 25	240
Altri paesi	+ 105	- 15	- 30	125
Totale per tutti i paesi	- 570	+ 195	- 1.950	37.180
Istituzioni internazionali	- 130	- 90	+ 2.220	4.100
BRI	+ 275	- 130	+ 200	- 285
Fondo europeo	- 10	+ 20	- 10	45
FMI	- 395	+ 20	+ 2.030	4.340
Totale complessivo	- 700	+ 105	+ 270	41.280

oro sono passate da \$2.030 a 4.340 milioni. Le acquisizioni lorde di metallo da parte del Fondo sono aumentate a \$2.940 milioni, compresi \$1.795 milioni per versamenti di sottoscrizioni in oro, \$640 milioni versati dal Sud Africa e \$400 milioni sul totale di \$800 milioni di oro venduto agli Stati Uniti contro carta speciale del Tesoro SU nel periodo 1956-60. D'altra parte, il Fondo ha ceduto oro per \$550 milioni agli Stati Uniti per compensare le perdite SU di oro provocate dai pagamenti delle sottoscrizioni in oro effettuati da altri paesi membri e un ulteriore importo di \$370 milioni a vari paesi partecipanti, allo scopo di ricostituire i suoi averi nelle loro monete. La rimanenza dell'incremento negli averi in oro delle istituzioni internazionali, registrato nel 1970, è da attribuire alla BRI, la cui posizione negativa in oro a pronti si è contratta da \$485 a 285 milioni.

Quasi due terzi della riduzione di \$1.950 milioni nelle riserve auree dei paesi è da ascrivere a due di essi: Stati Uniti e Sud Africa; gli averi in oro del primo paese sono diminuiti di \$785 milioni, scendendo a \$11.070 milioni e quelli del secondo si

sono contratti di \$450 milioni, passando a \$665 milioni. Gli Stati Uniti hanno venduto oro per \$630 milioni ad altri paesi, che è stato soprattutto utilizzato per le sottoscrizioni in oro al Fondo; le vendite più cospicue sono state effettuate per \$130 milioni alla Francia, per \$120 milioni al Giappone, per \$60 milioni a Formosa e per \$50 milioni sia alla Svizzera che ai Paesi Bassi; in aggiunta essi hanno trasferito al Fondo un importo netto di \$155 milioni risultante principalmente dalle seguenti operazioni: una restituzione in oro per \$400 milioni, già menzionata, un versamento di \$385 milioni per una sottoscrizione in oro, gli acquisti di "attenuazione" per \$550 milioni ed un acquisto di \$100 milioni nel settembre 1970.

Le riserve auree dei paesi dell'Europa occidentale si sono ridotte di \$560 milioni. A prescindere dalla Spagna, i cui averi ufficiali in oro sono diminuiti di \$285 milioni contemporaneamente ad un'espansione di \$905 milioni nelle riserve globali, la contrazione si è ripartita fra numerosi paesi ed è scaturita soprattutto dai pagamenti effettuati per sottoscrizioni in oro al FMI. Ciò è vero particolarmente per le riduzioni di \$125 milioni e \$100 milioni registrate da Regno Unito e Germania nei propri averi in oro e che sono nettamente in contrasto con lo spettacolare miglioramento nelle posizioni delle riserve ufficiali globali di questi due paesi. Gli averi di Svizzera e Paesi Bassi, d'altra parte, sono cresciuti rispettivamente di \$90 milioni e \$70 milioni; in entrambi i casi gli importi comprendono acquisti di metallo per \$50 milioni dal Tesoro SU, i quali non hanno tuttavia potuto impedire un'ulteriore pronunciata flessione delle rispettive riserve ufficiali.

Al di fuori dell'Europa, il solo incremento importante delle riserve auree ufficiali è quello di \$120 milioni che è stato registrato dal Giappone. In altri paesi le riserve auree hanno subito una flessione. La riduzione di \$450 milioni negli averi in oro del Sud Africa è già stata menzionata. Gli averi del Canada si sono contratti di \$80 milioni e si sono avute diminuzioni anche nei paesi del Medio Oriente (-\$85 milioni), negli "Altri paesi asiatici" (-\$30 milioni), in Australia (-\$25 milioni) e negli "Altri paesi" (-\$30 milioni).

Sembra che, nel primo trimestre del 1971, non vi siano state praticamente variazioni nel totale delle riserve auree mondiali. Gli averi in oro delle istituzioni internazionali sono cresciuti di \$275 milioni, mentre le riserve auree dei paesi si sono ridotte di circa lo stesso importo. Quelle degli Stati Uniti sono diminuite di \$110 milioni, soprattutto a causa di vendite effettuate a Paesi Bassi e Svizzera, i cui averi in oro sono aumentati, rispettivamente, di \$25 e 75 milioni. Le riserve auree del FMI hanno subito un incremento di \$65 milioni, metà dei quali provenienti da vendite eseguite dal Sud Africa, mentre la posizione negativa dell'oro a pronti della BRI si è contratta ulteriormente di \$210 milioni.

Movimenti monetari.

Stati Uniti. Nel 1970, per il secondo anno consecutivo, l'elemento che ha da solo esercitato la maggiore influenza sul saldo monetario verso l'estero degli Stati Uniti è stata la variazione nelle passività delle banche commerciali SU verso le loro filiali estere. In conseguenza dell'indirizzo meno restrittivo della politica monetaria americana queste passività si sono ridotte, nel corso dell'anno, di \$5,1 miliardi e hanno

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1969	1970				1971 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve	+ 1.190	-2.475	+ 385	-1.020	- 800	-1.040	- 145
Oro	+ 970	- 785	+ 45	- 15	- 395	- 420	- 110
Valute estere	- 815*	-2.150	- 830	- 815	- 35	- 470	- 375
Assegnazioni di DSP	—	+ 865	+ 865	—	—	—	+ 720
Trasferimenti di DSP	—	- 15	+ 55	+ 35	+ 35	- 140	- 125
"Tranche" di oro nel FMI	+1.035	- 390	+ 250	- 225	- 405	- 10	- 255
Passività verso detentori ufficiali esteri	+ 1.510	-7.345	-2.355	-1.050	-1.810	-2.130	-4.540
Liquide	+ 515	-7.615	-2.765	- 540	-2.050	-2.260	-4.755
Non liquide	+ 995	+ 270	+ 410	- 510	+ 240	+ 130	+ 215
Saldo sulla base delle tran- sazioni ufficiali inerenti alle riserve	+2.700	-9.820	-1.970	-2.070	-2.610	-3.170	-4.685
meno Passività non liquide verso detentori ufficiali esteri	+ 995	+ 270	+ 410	- 510	+ 240	+ 130	+ 215
Variazione nelle posizione liquida ufficiale	+ 1.705	-10.090	-2.380	-1.560	-2.850	-3.300	-4.900
più Passività verso detentori esteri non ufficiali	-8.715	+6.240	+1.690	+ 130	+1.210	+3.210	+2.470
Saldo sulla base della liquidità con DSP	-7.010	-3.850	- 690	-1.430	-1.640	- 90	-2.430
Saldo sulla base della liquidità senza DSP	-7.010	-4.715	-1.555	-1.430	-1.640	- 90	-3.150

* La diminuzione, registrata nel 1969 e indicata nella presente tabella, degli averi ufficiali SU di valute estere è maggiore di \$65 milioni rispetto a quella esposta nella tabella a pagina 16 e ciò perchè quest'ultima non tiene conto dell'effetto su tale voce della rivalutazione del DM.

costituito il principale fattore che è stato alla base della contrazione di \$6,2 miliardi nelle passività liquide verso non residenti non ufficiali. Di conseguenza, sebbene il saldo passivo della bilancia dei pagamenti, calcolato sulla base della liquidità, abbia presentato una sensibile riduzione da \$7 miliardi nel 1969 a \$4,7 miliardi, esclusa la prima assegnazione di DSP, oppure a \$3,9 miliardi ove la si includa, il saldo sulla base dei regolamenti ufficiali ha registrato un passivo senza precedenti di \$9,8 miliardi, oppure di \$10,7 miliardi, esclusa l'assegnazione di DSP.

La maggior parte del saldo passivo accumulato nei regolamenti ufficiali lo scorso anno è stata finanziata con un aumento di \$7,3 miliardi nelle passività SU verso organi ufficiali esteri. Le passività ufficiali liquide si sono accresciute di \$7,6 miliardi mentre quelle non liquide hanno presentato un'ulteriore moderata flessione di \$0,3 miliardi. In quest'ultimo importo sono comprese riduzioni per \$0,8 miliardi nelle passività a lungo termine, per lo più certificati di deposito, di banche commerciali SU verso detentori ufficiali non residenti e per \$0,5 miliardi negli averi della Bundesbank in carta del governo SU non liquida, stilata in DM. D'altra parte, il cospicuo incremento che lo scorso anno il Canada ha realizzato nelle riserve monetarie ha portato ad un'espansione di \$1,2 miliardi negli averi canadesi in titoli del governo SU non liquidi e non negoziabili.

Comprendendo la prima assegnazione di DSP, nel 1970 le attività di riserva SU sono diminuite di \$2,5 miliardi. Sebbene, durante il 1970, gli averi in tutti i tipi di attività di riserva si siano ridotti, tranne i DSP, la generale contrazione è soprattutto dovuta ad una riduzione di \$2,1 miliardi negli averi ufficiali in valute estere, derivante da rimborsi britannici e francesi di assistenza. Durante l'anno gli averi in sterline si sono ridotti di \$1,8 miliardi e quelli in franchi francesi di \$0,2 miliardi. Le riserve auree degli Stati Uniti, che, nel 1969, erano aumentate di quasi \$1 miliardo, lo scorso anno sono calate di \$0,8 miliardi (come già illustrato alle pagine 140 e 141), quasi interamente nella seconda metà dell'anno. Nonostante l'aumento della quota, nel 1970 la posizione SU della "tranche" in oro nel FMI è diminuita di \$0,4 miliardi. La nuova sottoscrizione in oro è stata più che compensata dagli effetti delle vendite nette di oro e di DSP da parte del Fondo contro dollari per un importo di \$0,4 miliardi, riacquisti netti di dollari da altri paesi membri del Fondo per \$0,2 miliardi e un prelievo dal Fondo per \$0,1 miliardo.

Durante il 1970, il saldo passivo dei regolamenti ufficiali è andato crescendo regolarmente, raggiungendo nell'ultimo trimestre il cospicuo importo di \$3,2 miliardi. Nel primo trimestre del 1971 è stato registrato un ulteriore incremento a \$4,7 miliardi, oppure a \$5,4 miliardi, se si esclude la seconda assegnazione di DSP. Una parte notevole di questo deficit può essere attribuita ad una ulteriore riduzione di \$2,5 miliardi nelle passività liquide verso non residenti non ufficiali. Le passività delle banche SU verso le loro filiali estere sono diminuite di \$4,6 miliardi — quasi tanto quanto per l'intero 1970 — ma questo importo è stato in parte compensato dagli acquisti, per \$1,5 miliardi, da parte delle filiali di carta speciale a tre mesi ad esse offerta dalla Export-Import Bank. Il finanziamento del deficit dei regolamenti ufficiali ha continuato ad essere assicurato soprattutto attraverso l'espansione delle passività verso istituzioni ufficiali estere, che sono salite di \$4,5 miliardi.

Regno Unito. Nel periodo sotto rassegna la maggiore caratteristica dei movimenti monetari britannici è costituita da un imponente ulteriore miglioramento della posizione netta delle riserve, calcolata in base alle variazioni nelle attività facenti parte delle riserve ufficiali e nell'indebitamento ufficiale a breve e a medio termine verso l'estero. Durante i quindici mesi sino alla fine di marzo 1971 il Regno Unito ha registrato un avanzo finanziario ufficiale di \$6,1 miliardi, comprese le prime due assegnazioni di DSP. L'indebitamento verso l'estero è stato ridotto di \$4,7 miliardi, ivi incluso il rimborso dell'intero importo di \$3,7 miliardi di assistenza concessa da banche centrali in essere a fine 1969, congiuntamente ad una contrazione di \$1 miliardo nell'indebitamento verso il Fondo monetario internazionale. In pari tempo, le attività facenti parte delle riserve ufficiali sono cresciute di \$790 milioni, ivi compresi i DSP assegnati nel 1970 e 1971 per l'importo totale di \$710 milioni. Nel corso dei due anni e tre mesi dalla fine del 1968, quando l'indebitamento ufficiale a breve e a medio termine verso l'estero del Regno Unito toccò la punta di \$8 miliardi, esso è diminuito di \$6,4 miliardi: \$5,3 miliardi sono stati rimborsati ad autorità monetarie estere e \$1,1 miliardi al FMI.

Per l'anno 1970 l'avanzo finanziario ufficiale (compresa l'assegnazione di DSP) è ammontato a \$3,5 miliardi, di cui quasi il 90% è stato utilizzato per ridurre indebitamento. Mentre \$1,5 miliardi di questo avanzo rappresentano il saldo attivo della

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1969	1970				1971	
	Anno	Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Finanziamenti ufficiali							
Riserve monetarie	+ 105	+ 35	- 120	+ 100	- 110	+ 165	+ 275
Assegnazioni di DSP	-	+ 410	+ 410	-	-	-	+ 300
Trasferimenti di DSP	-	- 145	- 105	- 20	- 15	- 5	- 85
Contropartita dell'oro sottoscritto al FMI	-	+ 90	-	-	-	+ 90	-
Pagamenti (+) netti a/ introiti (-) da autorità monetarie estere	+ 1.605	+ 2.785	+ 2.175	+ 445	- 380	+ 545	+ 1.455
FMI	+ 75	+ 320	+ 250	+ 20	+ 15	+ 35	+ 690
Totale	+ 1.785	+ 3.495	+ 2.610	+ 545	- 490	+ 830	+ 2.635
Altri movimenti monetari							
Saldi in sterline (al lordo) di detentori dell'area della sterlina	- 655	- 1.090	- 700	- 375	+ 15	- 30	
di detentori non appartenenti all'area della sterlina	- 605	- 835	- 465	- 420	- 65	+ 115	
di organizzazioni internazionali ¹	+ 120	- 235	- 240	+ 40	+ 75	- 110	
Crediti in sterline di banche RU ²	- 170	- 20	+ 5	+ 5	+ 5	- 35	
Transazioni valutarie delle banche RU (al netto) ³	+ 120	- 155	- 125	+ 100	- 55	- 75	
Totale	- 270	- 1.975	- 1.095	- 490	+ 155	- 555	
Saldo complessivo	+ 1.515	+ 1.520	+ 1.525	+ 55	- 335	+ 275	
Saldo complessivo senza DSP	+ 1.515	+ 1.110	+ 1.115	+ 55	- 335	+ 275	

¹ Escluse le passività in sterline verso il FMI quale contropartita di prelievi, riacquisti e sottoscrizioni. ² Esclusi i crediti all'esportazione. ³ Esclusi i crediti commerciali e l'indebitamento in eurodollari da parte di residenti RU sul mercato di Londra per investimenti all'estero; comprese le transazioni nette delle banche RU in valute del resto dell'area della sterlina.

bilancia dei pagamenti, il rimanente importo, di poco più di \$ 2 miliardi, rispecchia soprattutto due cospicui afflussi monetari: aumenti, per \$ 1,1 miliardi, dei saldi in sterline, esclusi i saldi che costituiscono la contropartita dell'assistenza prestata da banche centrali; ed un'entrata netta di \$ 0,7 miliardi attraverso operazioni valutarie effettuate da banche britanniche con non residenti.

Come nel 1969, il grosso dell'incremento nei saldi in sterline è stato registrato in quelli di detentori residenti nel resto dell'area della sterlina; tali saldi sono cresciuti di \$ 835 milioni. All'interno di questo importo, il totale degli averi ufficiali è aumentato di \$ 490 milioni. Dall'introduzione delle garanzie di cambio in valuta dollaro, avvenuta nel settembre 1968, i saldi in sterline dei paesi del resto dell'area di questa moneta sono cresciuti di \$ 1,6 miliardi sotto l'effetto congiunto di un cospicuo saldo attivo della bilancia dei pagamenti, delle garanzie ora menzionate nonchè del livello dei saggi d'interesse nel Regno Unito. Questo importo è stato più che compensato da un incremento di \$ 1,7 miliardi nei saldi di detentori ufficiali; i saldi privati

hanno continuato a diminuire sino alla fine del terzo trimestre del 1969, ma sono cresciuti di \$0,3 miliardi nel 1970. Inoltre, nel 1970 i saldi in sterline di paesi non appartenenti all'area della sterlina si sono ampliati di \$0,2 miliardi; questo importo è affluito quasi per intero ai saldi privati. Alla fine del 1970, tuttavia, questi saldi erano ancora sensibilmente inferiori ai livelli raggiunti prima della svalutazione.

L'afflusso di \$730 milioni, in seguito alle transazioni nette in valute estere che le banche britanniche hanno effettuato con non residenti, ha rispecchiato i crediti a breve in divise estere, che le banche RU hanno accordato alle società britanniche per scopi interni. Nel determinare questo ricorso al credito estero hanno influito le limitazioni, consistenti in massimali, imposte al credito in sterline che le banche potevano concedere e, soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno, considerazioni circa i costi relativi.

Nel corso dell'anno, il saldo dei finanziamenti ufficiali ha subito fluttuazioni assai ampie, essendo passato da un avanzo di \$2,2 miliardi (esclusa la prima assegnazione di DSP) nel primo trimestre a un disavanzo di \$0,5 miliardi nel terzo e poi di nuovo a un avanzo di \$0,8 miliardi nell'ultimo trimestre. Benchè queste oscillazioni fossero evidentemente connesse alle variazioni nel saldo complessivo della bilancia dei pagamenti, la loro entità è stata ampliata dalle fluttuazioni che si sono verificate nei flussi monetari non ufficiali.

Così, nell'imponente avanzo dei finanziamenti ufficiali, conseguito nel primo trimestre, era incluso un afflusso netto di fondi per \$1,1 miliardi. Il principale elemento di questa entrata è stato un incremento di \$0,7 miliardi nei saldi in sterline; la solidità stagionale della bilancia dei pagamenti dell'area della sterlina ha avuto per conseguenza un aumento di \$0,5 miliardi nei suoi saldi, mentre il ritorno della fiducia nella sterlina ha provocato un'espansione di \$0,2 miliardi nei saldi dei paesi non appartenenti all'area della sterlina. Nel secondo trimestre, quando il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è quasi scomparso, l'avanzo netto delle operazioni ufficiali ha soprattutto rispecchiato un continuo e pronunciato aumento dei saldi in sterline detenuti da paesi appartenenti all'area di questa moneta. Nel terzo trimestre, quando è emerso un saldo passivo nei conti con l'estero che è stato accompagnato da una inversione di tendenza nei movimenti monetari non ufficiali, che ha dato luogo ad un deflusso netto di \$0,2 miliardi, il saldo dei finanziamenti ufficiali ha presentato un disavanzo di \$0,5 miliardi. La maggior parte di esso è stato coperto con un prelievo di \$400 milioni dalle facilitazioni di riporto stipulate con la Riserva federale. Il passaggio ad un modesto deflusso netto di fondi non ufficiali è da attribuire, in parte, ad una flessione stagionale nell'accumulazione di saldi in sterline nei paesi appartenenti all'area di questa moneta e, in parte, a fattori di fiducia, i cui effetti si sono manifestati in una contrazione tanto nei saldi in sterline dei paesi non appartenenti all'area di questa moneta, quanto nell'uscita netta di valute estere attraverso le banche. Nel quarto trimestre il ritorno ad un cospicuo avanzo in conto finanziamenti ufficiali è dovuto soprattutto ad un'entrata netta di \$450 milioni tramite la posizione valutaria delle banche, di cui sono state già menzionate le cause.

Nel primo trimestre del 1971 il conto finanziamenti ufficiali ha registrato un avanzo di \$2,6 miliardi; di questo importo, \$0,3 miliardi provengono dalla seconda

assegnazione di DSP. Gli elevati saggi d'interesse e, più generalmente, la scarsità di liquidità nel settore delle società, hanno attirato un ampio volume di fondi a breve. Sebbene gran parte di questo movimento si rispecchierà verosimilmente in una cospicua partita positiva relativa a errori ed omissioni dei conti con l'estero, è probabile che i saldi in sterline abbiano subito un altro considerevole incremento e che, attraverso le banche, sia proseguita la conversione in sterline di valute estere.

Francia. Come nel Regno Unito, la principale caratteristica presentata dai movimenti monetari con l'estero è stato il miglioramento assai considerevole nella posizione delle riserve nette. Per il periodo di quindici mesi conclusosi a fine marzo 1971, tale miglioramento si è ragguagliato a \$2,5 miliardi, ivi comprese le prime due assegnazioni di DSP. Le attività di riserva diverse dai DSP sono aumentate di \$1,3 miliardi, interamente affluiti nelle riserve in valuta estera; le passività ufficiali sono diminuite di \$0,8 miliardi, tenendo conto del rimborso, effettuato nell'aprile 1970, dell'intero ammontare, per \$1,1 miliardi, dell'assistenza ricevuta dalle banche centrali in essere a fine 1969. Questo rimborso è stato in parte finanziato mediante un prelievo sul Fondo di \$0,5 miliardi, operato nel febbraio 1970; a settembre 1970 e a maggio 1971, peraltro, la Francia ha effettuato riacquisti per, rispettivamente, \$0,2 e 0,4 miliardi, avvalendosi, per questo secondo importo, soprattutto di oro acquistato dal Tesoro SU.

Le fonti del miglioramento intervenuto nella posizione monetaria netta ufficiale hanno mutato considerevolmente la loro fisionomia nel corso del 1970. Durante il primo trimestre, la maggior parte dell'avanzo monetario ufficiale è derivato dalla bilancia dei pagamenti. Si è anche verificato un certo afflusso netto attraverso le banche, soprattutto una ricostituzione di saldi in franchi di non residenti. Nel secondo trimestre, quando l'avanzo della bilancia dei pagamenti si è in effetti raddoppiato, la posizione netta delle banche si è capovolta piuttosto bruscamente, dando luogo ad un deflusso netto di \$0,4 miliardi. Di conseguenza, il saldo attivo netto ufficiale è risul-

Francia: Movimenti monetari esterni.

Voci	1970			1971
	1° trimestre	2° trimestre	3° e 4° trimestre	1° trimestre
	milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)			
Attività ufficiali	+ 275	+ 350	+ 475	+ 530
Riserve monetarie	+ 125	+ 320	+ 505	+ 350
Assegnazioni di DSP	+ 165	—	—	+ 160
Trasferimenti di DSP	—	—	+ 5	+ 20
Altre attività	- 15	+ 30	- 35	—
Passività ufficiali	+ 420	+ 165	+ 300	- 45
verso autorità monetarie estere	+ 905	+ 165	- 75	- 45
verso il FMI	- 485	—	+ 375	—
Posizione ufficiale netta	+ 695	+ 515	+ 775	+ 485
Posizione netta delle banche	- 95	+ 355	- 710	- 295
Saldo complessivo con DSP	+ 600	+ 870	+ 65	+ 190
Saldo complessivo senza DSP	+ 435	+ 870	+ 65	+ 30

tato inferiore a quello del trimestre precedente. L'aumento intervenuto nel secondo trimestre nella posizione delle banche sull'estero è stato grandemente influenzato dal rimborso che esse hanno ricevuto di \$0,5 miliardi di divisa estera depositati presso la Banca di Francia sin dall'inizio del 1969. Non tenendo conto di questo rimborso, nel secondo trimestre le banche hanno registrato un afflusso netto, comprendente un ulteriore aumento dei saldi in franchi di pertinenza di non residenti.

Nel secondo semestre del 1970 l'andamento è assai mutato, in quanto praticamente l'intero avanzo netto ufficiale è stato determinato da un ampio afflusso netto di \$0,7 miliardi verso le banche. La più gran parte di questi fondi ha assunto la forma di depositi in valuta estera ricevuti dalle banche e da esse convertiti in franchi per considerazioni inerenti al livello dei saggi d'interesse; inoltre, l'ultimo trimestre ha visto uno sviluppo di \$0,3 miliardi nei saldi in franchi di non residenti. Durante questi tre mesi, infatti, il flusso totale ricevuto dalle banche, pari a \$0,4 miliardi, è stato più ampio dell'avanzo netto ufficiale, dal momento che la bilancia dei pagamenti è tornata ad una modesta posizione di deficit.

Nel primo trimestre del 1971 la bilancia dei pagamenti è stata appena in attivo. Grazie, tuttavia, ad un ulteriore afflusso netto di \$0,3 miliardi attraverso le banche, nonché alla seconda assegnazione di DSP, le attività ufficiali nette sono cresciute di \$0,5 miliardi.

Germania. Grazie all'afflusso di fondi a breve di vario genere, nel 1970 la posizione netta di riserva della Germania (esclusa la prima assegnazione di DSP) è migliorata di \$6 miliardi, invertendo così largamente il movimento in diminuzione che aveva avuto luogo nei mesi immediatamente successivi alla rivalutazione. Alla fine dello scorso anno le attività monetarie nette ufficiali della Bundesbank (inclusa l'assegnazione di DSP) erano salite a \$13,5 miliardi, ossia a \$1,3 miliardi in più rispetto a fine settembre 1969. Questo andamento è continuato durante i primi mesi del 1971 e, quando il mercato dei cambi venne temporaneamente chiuso il 5 maggio, quasi \$5 miliardi si erano aggiunti alle riserve valutarie in essere alla fine del 1970.

L'aumento verificatosi nel 1970 nelle attività ufficiali nette è sostanzialmente derivato da un afflusso netto per \$4,4 miliardi di fondi a breve al settore non bancario e da un afflusso di \$2,2 miliardi per il tramite del sistema bancario. Quest'ultimo afflusso è stato principalmente costituito da un aumento di \$1,8 miliardi nelle passività bancarie nette in DM verso non residenti, ivi compreso un incremento di \$1,4 miliardi nei saldi in DM di non residenti presso banche tedesche.

L'aumento globale delle attività nette ufficiali è risultato un poco inferiore all'espansione delle riserve in divise estere, che si è ragguagliata a \$6,3 miliardi. Anche la posizione della "tranche" in oro della Germania presso il FMI è considerevolmente cresciuta nel 1970, e cioè di \$0,6 miliardi, dei quali la parte in oro dell'aumento della quota presso il Fondo si è ragguagliata solamente a \$0,1 miliardo; per contro, gli averi della Bundesbank di titoli non negoziabili del governo SU sono diminuiti di \$0,5 miliardi. Nel corso del 1970 le passività monetarie ufficiali sono altresì aumentate di \$0,4 miliardi, la maggior parte dei quali sotto forma di un incremento nei saldi in DM detenuti presso la Bundesbank da autorità monetarie estere. Poiché inoltre,

lo scorso anno, circa \$0,6 miliardi dell'aumento dei saldi in DM di non residenti presso banche commerciali tedesche appaiono riflettere transazioni ufficiali, il volume globale dei saldi in DM ufficialmente detenuti da non residenti potrebbe essersi accresciuto nel 1970 per un ammontare non molto distante da \$1 miliardo.

Metà dei fondi globalmente affluiti lo scorso anno per il tramite delle banche è entrata nel paese durante l'ultimo trimestre. Nel primo trimestre del 1971 ha poi fatto seguito un deflusso netto di fondi bancari per \$1,2 miliardi in occasione dell'inversione delle operazioni di fine anno. Di conseguenza, sebbene l'avanzo globale dei conti con l'estero sia stato per il trimestre di \$3,5 miliardi (tenendo conto della seconda assegnazione di DSP), la variazione addizionale delle attività nette ufficiali è risultata di \$2,3 miliardi. In aprile la posizione ufficiale netta è poi migliorata di ulteriori \$0,9 miliardi, sì che le attività ufficiali nette sono salite a \$16,7 miliardi, e cioè a \$3,1 miliardi in più del livello di fine 1970. Le riserve valutarie si sono accresciute di \$2,9 miliardi durante i primi quattro mesi del 1971 sino a raggiungere \$10,7 miliardi. A questo punto, rispetto al totale lordo delle attività monetarie ufficiali, esse rappresentavano una quota di poco superiore al 60% contro un minimo del 21% raggiunto a fine 1969. Prima di chiudere il mercato dei cambi il 5 maggio, la Bundesbank aveva ancora acquistato altri \$2 miliardi di valuta.

Italia. Dopo un considerevole saldo passivo manifestatosi nella prima parte dell'anno, l'Italia ha terminato il 1970 con un saldo attivo dei conti con l'estero pari, escludendo la prima assegnazione di DSP, a \$0,4 miliardi. Poiché la posizione netta delle banche sull'estero è rimasta praticamente immutata durante l'anno, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti si è sostanzialmente tradotto in un aumento delle attività ufficiali nette. Più sorprendente dell'aumento in sé, tuttavia, si è rivelato il mutamento intervenuto nella composizione delle riserve italiane nel corso dell'anno: tale fenomeno è derivato dalla circostanza che, mentre i saldi attivi sono andati ad aumentare le riserve valutarie, i saldi passivi sono stati finanziati mediante l'utilizzo della linea di riporto con la Riserva federale, dei crediti accumulati dall'Italia presso il FMI e dei suoi averi di obbligazioni non negoziabili dei governi canadese e SU.

In linea generale, si può dire che i primi sette mesi del 1970 hanno rappresentato per il settore monetario ufficiale un periodo di deficit, intervallato in maggio da un considerevole avanzo derivante dall'indebitamento estero del settore pubblico. Considerando globalmente tale periodo, appare che il settore monetario ufficiale ha dovuto finanziare un deficit cumulativo dei conti con l'estero pari (escludendo l'assegnazione di DSP) a \$0,5 miliardi, nonché un aumento di \$0,2 miliardi delle attività nette a pronti delle banche sull'estero, rappresentanti queste ultime la contropartita delle vendite anormali di lire a termine effettuate dai clienti delle banche stesse in giugno e luglio, quando le prospettive politiche erano particolarmente incerte. Il deficit monetario ufficiale netto è risultato particolarmente pesante a gennaio e febbraio, quando si è ragguagliato a \$0,9 miliardi. In primo luogo, esso è stato finanziato principalmente a mezzo di un utilizzo per \$0,8 miliardi della linea di riporto con la Riserva federale, che è stata aumentata da \$1.000 a 1.250 milioni. In luglio questi prelievi sono stati rimborsati, in massima parte mediante la mobilitazione di svariati crediti dell'Italia verso il FMI per complessivi \$0,7 miliardi. In aggiunta, durante i primi sette mesi dell'anno gli averi in titoli governativi SU e canadesi non negoziabili si

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

Paesi	Fine anno	Oro, valute estere (al netto) e DSP	Posizione netta FMI e AGP	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività estere (al netto)	Variazioni (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)		
							Ufficiali		Banche
							con DSP	senza DSP	
milioni di dollari SU									
Austria	1969	1.385	165	1.550	60	1.610	+ 35	+ 35	+ 70
	1970	1.605	160	1.765	55	1.710	+ 215	+ 185	- 115
Belgio-Lussemburgo	1969	2.215	155	2.370	575	1.795	+ 205	+ 205	+ 85
	1970	2.435	390	2.825	850	1.975	+ 455	+ 385	- 275
Danimarca	1969	425	—	425	10	415	—	—	- 80
	1970	435	25	460	15	445	+ 35	+ 10	- 5
Finlandia	1969	300	40	340	50	290	- 10	- 10	+ 65
	1970	395	65	460	90	370	+ 120	+ 100	- 40
Francia	1969	2.670	500	2.170	625	1.545	- 1.100	- 1.100	- 565
	1970	4.765	610	4.155	1.075	3.080	+ 1.985	+ 1.820	- 450
Germania	1969	7.060	305	7.365	1.250	6.115	- 3.040 ¹	- 3.040 ¹	- 1.185 ¹
	1970	12.615	915	13.530	3.445	10.085	+ 6.165	+ 5.965	- 2.165 ¹
Grecia	1969	290	25	315	10	325	- 5	- 5	—
	1970	275	35	310	10	320	- 5	- 25	—
Irlanda	1969	635	55	690	.	.	+ 145	+ 145	.
	1970	665	30	695	.	.	+ 5	- 10	.
Islanda	1969	35	10	25	—	25	+ 5	+ 5	+ 10
	1970	40	—	40	5	35	+ 15	+ 15	- 5
Italia	1969	4.160	865	5.025	75	5.100	- 515	- 515	- 660
	1970	5.245	275	5.520	90	5.610	+ 495	+ 390	+ 15
Norvegia	1969	610	90	700	45	745	+ 5	+ 5	- 60
	1970	675	120	795	100	895	+ 95	+ 70	+ 55
Paesi Bassi	1969	2.070	440	2.510	—	2.510	+ 60	+ 60	+ 90
	1970	2.675	540	3.215	160	3.055	+ 705	+ 615	- 160
Portogallo	1969	1.430	20	1.450	175	1.625	+ 65	+ 65	+ 20
	1970	1.485	20	1.505	200	1.705	+ 55	+ 55	+ 25
Spagna	1969	885	—	885	10	875	- 265	- 265	+ 45
	1970	1.745	45	1.790	50	1.740	+ 905	+ 865	- 40
Svezia	1969	560	100	660	85	745	- 140	- 140	- 190
	1970	575	125	700	160	860	+ 40	+ 5	+ 75
Svizzera	1969	4.495	—	4.495	660	5.155	+ 10	+ 10	+ 150
	1970	5.185	—	5.185	1.050 ²	6.235	+ 690	+ 690	+ 390 ²
Turchia	1969	—	35	35	.	.	- 60	- 60	.
	1970	85	75	10	.	.	+ 45	+ 30	.
Totale	1969	29.225	1.715	30.940	- 1.410 ³	28.875	- 4.605	- 4.605	- 2.205 ³
	1970	40.900	2.060	42.960	- 4.135 ³	38.120	+ 12.020	+ 11.165	- 2.695 ³
Canada	1969	2.420	475	2.895	1.455	4.350	+ 50	+ 50	+ 495
	1970	3.960	670	4.630	1.540	6.170	+ 1.735	+ 1.610	+ 65
Giappone	1969	3.035	625	3.660	695	4.355	+ 800	+ 800	+ 1.485
	1970	3.820	970	4.790	1.060	5.850	+ 1.130	+ 1.005	+ 365

¹ Dopo eliminazione delle variazioni statistiche. ² In seguito a importanti mutamenti apportati negli elementi impiegati nei calcoli, i dati di fine 1970 concernenti le banche commerciali svizzere non possono essere confrontati con quelli corrispondenti di periodi precedenti. ³ Escluse Irlanda e Turchia.

Nota: Per i paesi del Gruppo dei dieci più la Svizzera, i dati sono quelli utilizzati per la sorveglianza multilaterale. Nella maggior parte dei casi essi non corrispondono esattamente ai dati delle riserve resi pubblici.

sono ridotti, rispettivamente, di \$0,2 e 0,1 miliardo. Mentre questo andamento ha rappresentato per lo più il mancato rinnovo di carta giunta a scadenza, una parte dei titoli canadesi è stata rimborsata prima della scadenza.

Dalla metà di agosto in poi la bilancia dei pagamenti ha assunto un andamento decisamente favorevole, sì che gli ultimi cinque mesi dell'anno hanno registrato un saldo attivo di \$0,9 miliardi. Per di più, essendo state liquidate le precedenti vendite di lire a termine, le attività nette a pronti delle banche sull'estero sono diminuite di \$0,2 miliardi. L'avanzo netto ufficiale per questi cinque mesi è pertanto salito a \$1,2 miliardi, tutti praticamente affluiti alle riserve valutarie.

I saldi attivi monetari ufficiali si sono mantenuti, durante il primo trimestre del 1971, pressochè del medesimo ordine di grandezza, ragguagliandosi a \$0,7 miliardi, dei quali \$0,2 miliardi sono scaturiti da un'ulteriore riduzione della posizione netta delle banche sull'estero. Le riserve valutarie sono salite di altri \$580 milioni e gli averi di DSP di \$140 milioni: di questi ultimi \$105 milioni rappresentano l'importo della seconda assegnazione annuale.

Unione economica Belgio-Lussemburgo. A non tener conto della prima assegnazione di DSP, le attività monetarie nette ufficiali dell'Unione economica Belgio-Lussemburgo hanno registrato lo scorso anno un incremento di \$0,4 miliardi. Considerando l'intero anno, la maggior parte di tale aumento è derivata da un afflusso di fondi per il tramite delle banche, le cui passività nette verso l'estero sono salite di \$0,3 miliardi. L'andamento annuo è stato tuttavia caratterizzato da due diverse fasi. Sino al termine del terzo trimestre le attività ufficiali nette (esclusa l'assegnazione di DSP) erano aumentate di \$0,3 miliardi, originati per due terzi dal saldo attivo della bilancia dei pagamenti e per un terzo dai fondi affluiti per il tramite delle banche. Successivamente, nel quarto trimestre, un'eccedenza monetaria netta ufficiale di meno che \$0,1 miliardo trova ampia contropartita in un'accelerazione dell'afflusso di fondi attraverso le banche ragguagliatosi a \$0,2 miliardi in conseguenza della flessione dei saggi d'interesse dell'eurodollaro. Praticamente tutti i fondi affluiti attraverso le banche nel quarto trimestre erano costituiti di valuta straniera convertita in franchi belgi. Per l'intero anno l'incremento netto delle passività bancarie in divise estere verso non residenti è stato di \$190 milioni; inoltre, i non residenti hanno accresciuto i loro saldi in franchi belgi di \$75 milioni durante il 1970.

Sia che lo si consideri al netto o al lordo dell'assegnazione di DSP, quasi tutto l'aumento verificatosi nel 1970 nelle attività monetarie ufficiali belghe si è concentrato, in un modo o nell'altro, presso il FMI. La posizione di riserva nel Fondo è migliorata in ragione di \$235 milioni: di questi \$55 milioni sono scaturiti dalla maggior quota in oro sottoscritta ed hanno avuto come contropartita una flessione delle riserve auree; l'assegnazione di DSP si è ragguagliata a \$70 milioni. Infine, il Belgio ha accettato \$135 milioni di DSP da altri paesi, soprattutto dagli Stati Uniti. Il ricavo in franchi belgi, per \$110 milioni, da questi DSP è stato utilizzato dalla Riserva federale per ridurre i suoi prelievi, mediante riporti, sulla Banca nazionale del Belgio, che tra fine maggio e inizio dicembre 1970 erano saliti da zero a \$320 milioni. Le riserve valutarie del Belgio sono salite di \$70 milioni.

Nel primo trimestre del 1971 si è avuto ancora un modesto afflusso di fondi per il tramite del sistema bancario, sicchè l'aumento di \$0,2 miliardi verificatosi nella posizione ufficiale netta, esclusa la seconda assegnazione di DSP, riflette ampiamente un avanzo della bilancia dei pagamenti. La posizione di riserva nel Fondo si è ulteriormente accresciuta di \$70 milioni ed il Belgio ne ha accettati ancora per \$25 milioni da altri paesi; inoltre, \$65 milioni sono andati ad aggiungersi alle riserve valutarie ed i prelievi, mediante riporti, che la Riserva federale ha effettuato sul Belgio sono passati da \$210 milioni all'inizio dell'anno a \$420 milioni all'inizio di marzo.

Paesi Bassi. Come in Germania, seppure su scala molto minore, l'afflusso dall'estero di capitali e di fondi a breve ha provocato una considerevole espansione delle attività monetarie ufficiali nette dei Paesi Bassi durante il 1970 e la prima parte del 1971. Quando, ai primi di maggio, tale afflusso ha cominciato a presentare ampi aspetti speculativi, il mercato dei cambi è stato chiuso, contemporaneamente a quello tedesco, al fine di scongiurare ulteriori aumenti delle riserve.

Per il 1970 l'incremento delle attività ufficiali nette, compresa la prima assegnazione di DSP, è stato pari a \$0,7 miliardi. Di questi, \$0,5 miliardi sono venuti dal saldo attivo della bilancia dei pagamenti e \$0,2 miliardi da un aumento delle passività bancarie nette verso l'estero. Tanto lo sviluppo delle attività ufficiali nette quanto, e ancor più, l'afflusso di fondi attraverso le banche si sono concentrati nella seconda parte dell'anno. In effetti, durante il primo semestre del 1970 le attività nette ufficiali sono aumentate meno di \$0,2 miliardi e la maggior parte dell'incremento ha semplicemente rispecchiato l'assegnazione di DSP; nel medesimo periodo il settore bancario aveva subito un deflusso di \$0,1 miliardi, quasi tre quarti dei quali costituiva un aumento delle sue attività valutarie nette sull'estero. Nel secondo semestre, per contro, le attività ufficiali nette sono salite di \$0,6 miliardi, ampiamente riflessi in un incremento delle riserve valutarie ed originati in parti pressochè uguali dal saldo attivo dei pagamenti con l'estero e da un afflusso netto di fondi per il tramite del sistema bancario. Questo secondo movimento, che ha più che bilanciato il deflusso del primo semestre, è consistito quasi interamente in un aumento dei saldi esteri in fiorini, dovuto verosimilmente al livello dei saggi d'interesse. Durante la seconda metà dell'anno la Riserva federale ha prelevato l'intero ammontare della facilitazione di riporto, per \$0,3 miliardi, conclusa con la Nederlandsche Bank.

Nel primo trimestre del 1971 metà dell'incremento di \$0,3 miliardi nelle attività ufficiali nette è nuovamente stato determinato da un afflusso netto di fondi attraverso il sistema bancario, afflusso che ha ancora principalmente assunto la forma di un aumento nelle passività bancarie nette in fiorini. La restante parte è scaturita da un saldo attivo dei conti con l'estero di \$80 milioni e dalla seconda assegnazione di DSP per \$75 milioni. In effetti, i DSP hanno costituito il grosso dell'aumento delle attività ufficiali nette durante il trimestre, dal momento che, in aggiunta all'assegnazione di DSP, ne sono stati trasferiti ai Paesi Bassi \$100 milioni da parte degli Stati Uniti. Il ricavo di questo trasferimento e quello di un prelievo SU di fiorini dal Fondo, per \$125 milioni, congiuntamente ad una vendita di DM, per \$75 milioni, alla Nederlandsche Bank, hanno consentito alla Riserva federale di liquidare i suoi riporti. In pari tempo, durante il trimestre le riserve valutarie dei Paesi Bassi sono aumentate di altri \$110 milioni.

Svizzera. Le attività monetarie nette ufficiali sono aumentate durante il 1970 di \$0,7 miliardi, che per \$0,6 miliardi si sono aggiunti alle riserve valutarie. Inoltre, la tabella di pagina 150 indica che le attività nette sull'estero delle banche commerciali svizzere sono salite di \$0,4 miliardi, dando luogo ad un avanzo esterno globale di \$1,1 miliardi rispetto a \$0,2 miliardi soltanto nel 1969. A causa peraltro delle modificazioni introdotte nel calcolo statistico delle posizioni bancarie sull'estero, è probabile che l'incremento intervenuto lo scorso anno nelle loro attività esterne nette sia stato un poco inferiore a quanto indicato dalle cifre suddette.

Per di più, l'aumento delle attività ufficiali nette nel 1970 è stato esso stesso gonfiato dalla circostanza che i trasferimenti di fine anno di dollari dalle banche commerciali alla Banca nazionale si sono ragguagliati a \$1,1 miliardi anziché ai \$0,8 miliardi di fine 1969. Operando una rettifica in relazione alla differenza fra queste due cifre, l'incremento delle riserve si riduce per lo scorso anno a \$0,4 miliardi. Ciò significa che, tralasciando i temporanei effetti delle più ampie operazioni di fine anno, più di metà dell'avanzo esterno registrato dalla Svizzera lo scorso anno è andato ad aumentare le attività esterne nette del sistema bancario, nonostante la flessione dei saggi d'interesse sulle eurodivise.

Nel primo trimestre del 1971 le attività nette ufficiali sono scese di \$0,5 miliardi. Ciò va quasi interamente ascritto all'inversione delle operazioni di fine anno con le banche, la quale ha dato luogo ad una flessione di \$0,9 miliardi in gennaio, nonché alle operazioni bancarie di fine trimestre che hanno determinato in marzo un aumento di \$0,4 miliardi. I prelievi della Riserva federale sulla linea di riporto con la Banca nazionale svizzera, che nel 1970 erano saliti da \$145 a 300 milioni, sono ulteriormente aumentati sino a \$450 milioni ai primi di marzo. Grazie ad una vendita di oro per \$75 milioni da parte del Tesoro SU ed al collocamento presso la Banca nazionale svizzera di titoli non negoziabili del governo SU per \$250 milioni, i riporti sono stati liquidati nel corso del mese di marzo. In aprile, nonostante l'inversione delle operazioni bancarie di fine trimestre, le attività nette sono diminuite di poco a seguito di un considerevole afflusso di fondi intervenuto nel corso del mese. L'afflusso è accelerato ai primi di maggio allo scoppiare della crisi valutaria, ma per l'intero mese le riserve hanno registrato un aumento di soltanto \$160 milioni.

Svezia. L'avanzo globale di \$80 milioni che, escludendo la prima assegnazione di DSP, è stato registrato nel 1970, si è risolto quasi interamente in un aumento delle attività esterne nette delle banche commerciali. Tenendo conto dell'assegnazione di DSP per \$35 milioni, l'avanzo globale è stato di \$115 milioni e l'aumento delle attività ufficiali nette di \$40 milioni. Lo sfavorevole andamento della bilancia dei pagamenti, che aveva caratterizzato il 1969, è persistito durante il primo trimestre del 1970, allorché un deficit globale di \$80 milioni (esclusa l'assegnazione di DSP) venne finanziato prelevando dalle riserve valutarie. Per il resto del 1970 la bilancia globale ha registrato un avanzo di \$160 milioni, essendo state recuperate le riserve perdute nel primo trimestre ed avendo le banche incrementato di \$75 milioni la loro posizione esterna netta. La bilancia globale ha continuato ad essere favorevole nel primo trimestre del 1971. Tenendo conto della seconda assegnazione di DSP, l'avanzo è risultato di \$85 milioni e poiché, in aggiunta, si è verificato un afflusso netto di fondi per \$25 milioni attraverso le banche, le attività ufficiali nette sono salite di

\$110 milioni. Praticamente questo incremento è confluito interamente nelle riserve valutarie, mentre l'assegnazione di DSP è stata quasi annullata da una flessione di \$30 milioni nei crediti AGP della Svezia.

Danimarca. La bilancia dei pagamenti globale ha registrato lo scorso anno un modesto avanzo di \$5 milioni. Includendo i \$25 milioni della prima assegnazione di DSP, le attività ufficiali nette sono aumentate di \$35 milioni. Queste cifre nascondono peraltro un miglioramento veramente sensazionale della posizione esterna danese tra i due semestri del 1970. Nei primi sei mesi si è verificato un deficit globale (esclusa l'assegnazione di DSP) di \$110 milioni, nonché un deflusso di fondi per \$20 milioni attraverso le banche. Le attività nette ufficiali sono perciò diminuite di \$130 milioni. Nel secondo semestre, un avanzo globale di \$115 milioni, insieme con un afflusso di fondi di \$25 milioni attraverso le banche, hanno dato luogo ad un incremento di \$140 milioni nelle attività nette ufficiali. Il miglioramento si è mantenuto nel primo trimestre del 1971, allorché un avanzo globale di \$115 milioni si è rispecchiato interamente in un aumento delle attività nette ufficiali, al quale la seconda assegnazione di DSP ha contribuito per \$30 milioni.

Finlandia. Escludendo l'assegnazione di DSP la bilancia globale ha registrato nel 1970 un avanzo di \$60 milioni, quasi uguale a quello dell'anno precedente. Diversamente dal 1969, tuttavia, allorché si era verificato un deflusso di fondi per \$65 milioni attraverso le banche, il 1970 ha visto un afflusso di \$40 milioni. Di conseguenza, le attività ufficiali nette finlandesi sono salite di \$100 milioni, o di \$120 milioni se si tiene conto della prima assegnazione di DSP. La maggior parte di questo incremento ha riguardato le riserve valutarie, le quali sono cresciute di \$90 milioni. Nel primo trimestre del 1971 le attività ufficiali nette sono salite di \$85 milioni, cui la seconda assegnazione di DSP ha contribuito per meno di un quarto.

Norvegia. I conti globali con l'estero sono migliorati, passando da un deficit di \$55 milioni nel 1969 ad un avanzo (esclusa l'assegnazione di DSP) di \$125 milioni nel 1970. Il disavanzo del 1969 era stato coperto da un afflusso di mezzi bancari per \$60 milioni; nel 1970, in conseguenza di un deflusso netto di fondi bancari per \$55 milioni, l'incremento delle attività ufficiali nette si è limitato a \$70 milioni, ovvero a \$95 milioni tenendo conto dei DSP. Come nel 1969, si sono verificati considerevoli flussi bilancianti di valuta tra i settori ufficiale e bancario, dalle riserve alle banche nel primo semestre e viceversa nel secondo. Nel primo trimestre del 1971 si è registrato un ulteriore avanzo globale di \$60 milioni (tenendo conto dell'assegnazione di \$25 milioni di DSP), che si è largamente rispecchiato in un aumento delle attività ufficiali nette.

Austria. L'avanzo globale esterno si è ragguagliato nel 1970 a \$70 milioni, poco meno dei \$105 milioni dell'anno precedente. Tuttavia, una flessione di \$115 milioni nella posizione esterna netta delle banche, la prima dal 1966, ha determinato un aumento di \$185 milioni nelle attività nette ufficiali. Tenendo conto della prima assegnazione di DSP, il miglioramento della posizione netta ufficiale sale a \$215 milioni.

Spagna. L'ampio avanzo globale dei conti con l'estero, pari a \$0,9 miliardi, ha dato luogo ad un corrispondente miglioramento della posizione monetaria ufficiale netta. Le riserve valutarie sono infatti aumentate di \$1,1 miliardi, mentre la quota in oro è diminuita di \$0,3 miliardi. La maggior parte dell'avanzo del 1970 ha preso corpo nel secondo semestre, e nel primo trimestre del 1971 le riserve della Spagna sono salite di altri \$0,3 miliardi, cui la seconda assegnazione di DSP ha contribuito per soli \$40 milioni.

Portogallo. Il saldo attivo globale di \$80 milioni registrato nel 1970 si è scostato di poco da quello dall'anno precedente. Esso si è rispecchiato in un incremento di \$25 milioni nelle attività nette sull'estero delle banche e di \$55 milioni nelle riserve. Queste ultime sono in effetti diminuite di \$70 milioni nel primo semestre, a seguito di uscite di capitali; nel secondo semestre il conto capitali è però divenuto attivo e le riserve sono salite di \$125 milioni. Nel primo trimestre del 1971 le riserve nette hanno registrato un altro leggero aumento.

Turchia. La posizione monetaria ufficiale esterna netta ha manifestato un avanzo di \$30 milioni nel 1970 (al netto della prima assegnazione di DSP), dopo un deficit di \$60 milioni l'anno precedente. Il miglioramento è chiaramente collegato con la svalutazione dell'agosto 1970, in quanto il disavanzo commerciale è diminuito da \$260 a 90 milioni tra il primo ed il secondo semestre. Per l'intero anno tale deficit è stato peraltro di \$85 milioni più ampio che nel 1969, ma le entrate invisibili sono aumentate di \$110 milioni e gli afflussi di capitali di \$65 milioni. Per quanto riguarda la composizione delle riserve turche, quelle valutarie sono salite di \$75 milioni. Due terzi di tale variazione possono essere ascritti a prelievi netti sul FMI, che hanno costituito il principale fattore di un incremento di \$40 milioni nell'indebitamento verso il Fondo della Turchia. Il miglioramento nella posizione del paese è accelerato nel primo trimestre del 1971, essendo le riserve nette salite di \$80 milioni, cui la seconda assegnazione di DSP ha contribuito per soli \$15 milioni.

Grecia. La bilancia globale ha registrato lo scorso anno un deficit di \$25 milioni, avendo gli afflussi di capitali compensato la maggior parte del deficit di \$415 milioni nelle partite correnti. Il disavanzo globale si è interamente tradotto in una flessione delle riserve, le quali sono diminuite in ogni trimestre ad eccezione, grazie a favorevoli fattori stagionali, del terzo. Tenendo comunque conto della prima assegnazione di DSP, la flessione delle riserve si riduce a \$5 milioni soltanto. Nel primo trimestre del 1971, nonostante la seconda assegnazione di \$15 milioni di DSP, le riserve sono scese di altri \$10 milioni.

Irlanda. Le attività nette ufficiali sono mutate assai di poco nel 1970 dopo il loro aumento di \$145 milioni nel 1969. Le riserve valutarie sono infatti salite di \$40 milioni, che rappresentano anche l'importo prelevato dall'Irlanda sul FMI nel 1970. La posizione di riserva nel Fondo e la riserva in oro sono diminuite entrambe di \$25 milioni. Nel primo trimestre del 1971 si è verificato un considerevole incremento di \$105 milioni nelle attività ufficiali nette, compresa un'assegnazione di DSP per \$15 milioni.

Canada. Diversamente dall'anno precedente, in cui praticamente tutto l'avanzo globale di \$0,5 miliardi nei conti con l'estero era andato a finanziare un aumento nelle attività esterne nette delle banche canadesi, più o meno l'intero saldo attivo del 1970 si è risolto in un incremento di \$1,6 miliardi nelle attività ufficiali nette. Le riserve valutarie sono salite di \$1,3 miliardi, comprendenti un aumento di \$1,2 miliardi negli averi di titoli non liquidi del Governo SU. Inoltre, la posizione netta sul FMI e nel quadro degli AGP è migliorata di \$0,2 miliardi, circa metà dei quali sono derivati dalle maggiori sottoscrizioni in oro del Canada presso il Fondo.

Sebbene la posizione esterna netta delle banche sia variata di poco durante l'intero anno, si è manifestato un forte contrasto fra l'andamento dei primi sette mesi e quello degli ultimi cinque. Nel primo periodo, si è verificato un afflusso netto di fondi attraverso le banche per \$0,6 miliardi, motivato, in parte, dai saggi d'interesse e, in parte, dal movimento speculativo verso il dollaro canadese alla vigilia della decisione di lasciarne liberamente fluttuare il cambio. Durante il resto dell'anno, quando i saggi d'interesse canadesi sono andati flettendosi, ha invece avuto luogo un deflusso di \$0,7 miliardi. Nel settore ufficiale, l'aumento delle attività nette, nei primi cinque mesi dell'anno sino alla decisione di lasciar fluttuare il cambio del dollaro canadese, si è ragguagliato a \$0,9 miliardi, mentre altri \$0,4 miliardi sono stati acquistati per riconsegna a termine. Per il resto dell'anno quindi, non tenendo conto degli acquisti a termine prima effettuati, l'incremento delle attività ufficiali nette è stato soltanto di \$0,3 miliardi.

Nel primo trimestre del 1971 la bilancia dei pagamenti globale del Canada è passata ad un deficit di \$0,4 miliardi, o di \$0,3 miliardi, tenendo conto della seconda assegnazione di DSP. Con i saggi d'interesse canadesi di nuovo relativamente appetibili, si è peraltro verificato un afflusso di fondi bancari di \$0,5 miliardi, la maggior parte dei quali è stata registrata nel primo bimestre. Le attività ufficiali nette sono pertanto moderatamente salite durante il trimestre.

Giappone. Come nel caso del Canada, il grosso dell'avanzo globale del Giappone, che nel 1969 aveva finanziato un incremento delle attività bancarie nette sull'estero, nel 1970 è andato ad aumentare le riserve. Infatti, le attività ufficiali nette sono salite di \$1,1 miliardi (inclusa la prima assegnazione di DSP per \$0,1 miliardo), sì da toccare il livello di \$4,8 miliardi al termine del 1970. Le riserve valutarie sono salite di \$0,6 miliardi ed i crediti verso il FMI di \$0,3 miliardi, questi ultimi soprattutto in conseguenza del fatto che il Giappone ha rilevato dall'Italia un prestito di \$250 milioni al Fondo. Anche la riserva aurea è aumentata, di \$0,1 miliardo. Le attività nette delle banche sull'estero sono cresciute di \$0,4 miliardi contro \$1,5 miliardi l'anno precedente.

L'andamento dei movimenti monetari con l'estero del Giappone durante l'anno ha presentato oscillazioni assai ampie. Nel primo semestre una crescita di \$0,4 miliardi nelle attività ufficiali nette è stata principalmente determinata da un afflusso di fondi bancari per \$0,3 miliardi. Da giugno in poi la Banca del Giappone ha accordato alle banche, in eccedenza alle loro quote di sconto e di prestito, prestiti in yen al saggio ufficiale di sconto per la conversione in valuta estera, e ciò al fine di ridurre la dipendenza delle banche dall'indebitamento con l'estero per il finanziamento delle importazioni. Come conseguenza, nel terzo trimestre le banche hanno aumentato le loro

attività nette sull'estero di \$0,8 miliardi e le posizioni nette ufficiali si sono un poco ridotte. Nel quarto trimestre, peraltro, le attività nette ufficiali sono salite di \$0,8 miliardi, sospinte da un rinnovato afflusso di fondi per \$0,1 miliardo attraverso le banche, aggiuntosi ad un avanzo globale di \$0,7 miliardi.

L'andamento del quarto trimestre si è mantenuto nei primi tre mesi del 1971, quando, in aggiunta ad un avanzo globale di \$0,7 miliardi (compresa un'assegnazione di DSP per \$0,1 miliardo), si è verificato un ulteriore afflusso di fondi bancari per \$0,2 miliardi. Le attività ufficiali nette sono così salite di \$0,9 miliardi a \$5,7 miliardi; a fine maggio, a seguito di considerevoli afflussi di fondi intervenuti nella prima parte del mese, esse hanno raggiunto \$7 miliardi.

Fondo monetario internazionale.

Gli avvenimenti più significativi che hanno caratterizzato la vita del Fondo monetario internazionale durante il periodo sotto rassegna sono stati la prima e la seconda assegnazione di diritti speciali di prelievo ed il generale aumento delle quote dei paesi membri. Peraltro, le transazioni effettivamente svolte in DSP, così come l'utilizzo netto da parte dei membri delle risorse del Fondo, hanno assunto dimensioni assai modeste.

Della prima assegnazione di DSP per \$3,4 miliardi, effettuata nel gennaio 1970, i paesi partecipanti hanno utilizzato un ammontare di \$857 milioni durante l'intero anno. \$472 milioni sono stati trasferiti ad altri partecipanti e il rimanente al Conto generale del Fondo. Quest'ultimo, a sua volta, ha accreditato durante l'anno ai partecipanti \$95 milioni di DSP. Di conseguenza, nel 1970 i trasferimenti globali lordi, ai paesi partecipanti di DSP (diversi da quelli accreditati in prima assegnazione) si sono ragguagliati a \$567 milioni. Tre paesi - Canada, Finlandia e Stati Uniti - hanno preferito ricevere DSP in luogo di oro per un importo totale di \$68 milioni a settembre 1970, quando il Fondo ha ripristinato con vendite di oro i propri averi in parecchie valute di paesi membri; e, inoltre, diciassette partecipanti hanno preferito ricevere \$27 milioni di DSP quando il Conto generale del Fondo ha remunerato i paesi con posizione creditoria ed ha effettuato una ripartizione del proprio reddito netto tra i paesi membri.

Su base netta, le variazioni intervenute durante l'anno negli averi di DSP sono risultate alquanto più modeste, dal momento che alcuni paesi, così come il Fondo, hanno sia utilizzato che ricevuto DSP. Il quadro generale dei movimenti netti di DSP durante il 1970 indica che i paesi meno sviluppati ne hanno utilizzati per \$371 milioni, mentre il Conto generale del Fondo ne ha ricevuti \$290 milioni ed i paesi sviluppati \$81 milioni. Nell'ambito delle aree mondiali meno sviluppate, i DSP sono stati utilizzati con intensità assai diverse, che vanno dall'88% rispetto all'assegnazione iniziale nel Medio Oriente al 18% dell'America latina. All'infuori del Conto generale del Fondo, il paese che più ha accettato DSP nel 1970 è stato il Belgio con \$134 milioni. A fine anno le disponibilità del Belgio in DSP erano pari al 289% dell'assegnazione iniziale e, quindi, inferiori di solo l'11% all'ammontare massimo che il paese avrebbe potuto essere obbligato ad accettare sulla base dell'assegnazione medesima. Dal lato degli utilizzi, il Regno Unito e l'India sono stati i più forti operatori netti, con \$144 e 82 milioni rispettivamente.

Una seconda assegnazione di DSP per \$2.949 milioni ha avuto luogo il 1° gennaio 1971. Durante il primo trimestre del corrente anno i DSP si sono principalmente diretti dai paesi membri verso il Conto generale del Fondo. Pertanto, i DSP detenuti dal Fondo sono saliti per un ammontare netto di \$231 milioni, mentre i paesi sviluppati e quelli in via di sviluppo hanno effettuato trasferimenti netti per, rispettivamente, \$80 e 151 milioni. I più importanti utilizzatori netti di DSP durante questi tre mesi sono stati gli Stati Uniti, con \$125 milioni, seguiti dal Regno Unito con \$84 milioni. Quest'ultimo, infatti, nell'ambito dei propri rimborsi di marzo 1971, ha trasferito al Fondo \$160 milioni di DSP i quali hanno contribuito per due terzi ai proventi totali del Fondo in DSP. Tralasciando il FMI, il principale paese ricevitore di DSP sono stati senz'altro i Paesi Bassi, con \$100 milioni. Ad aprile 1971, quando il Fondo ha offerto di vendere oro per \$320 milioni al fine di ripristinare i suoi averi di valuta di quattordici paesi membri, tre partecipanti - e cioè Canada, Finlandia e Italia - hanno preferito ricevere DSP in luogo dell'oro, per un totale di \$56 milioni.

L'aumento generale delle quote, autorizzato dal Consiglio dei Governatori del Fondo nel febbraio 1970, a fine anno era entrato in vigore per 105 paesi membri. Come risultato, nonchè per effetto dell'aumento dei paesi partecipanti al Fondo da 115 a 117, il totale delle quote del Fondo è salito di un terzo nel 1970, da \$21,3 a 28,4 miliardi. La Cina (Formosa), uno dei paesi che non avevano accettato nel 1970 l'aumento della quota, ha completato la sottoscrizione (sebbene con un solo 11% di pagamento in oro) della quota di \$550 milioni che le era stata assegnata nel dicembre 1945. Prima, essa aveva soltanto effettuato una sottoscrizione simbolica di \$60.000.

Gli utilizzi totali netti delle risorse del Fondo nel 1970 si sono ragguagliati soltanto a \$307 milioni. I prelievi lordi sono diminuiti di circa \$1 miliardo rispetto al 1969, scendendo a \$1.839 milioni; i riacquisti invece, pari a \$1.532 milioni, sono risultati di poco inferiori a quelli dell'anno precedente. Contrariamente a quanto accaduto per i DSP, i paesi sviluppati sono stati i principali utilizzatori delle risorse del Fondo nel 1970. I paesi europei - in particolare Francia, Italia e Regno Unito - insieme con Stati Uniti e Sud Africa, hanno totalizzato l'82% dei prelievi globali lordi ma solo il 54% dei riacquisti. L'utilizzo globale netto di risorse del Fondo da parte di tutti i paesi sviluppati, nonostante una flessione netta di \$321 milioni nell'indebitamento del Regno Unito verso il Fondo medesimo, si è ragguagliato a più del doppio del totale dei prelievi netti. Gli altri membri del Fondo considerati globalmente hanno effettuato riacquisti netti per \$340 milioni. L'India ha riacquistato \$197 milioni e i paesi dell'America latina un ammontare netto di \$182 milioni.

Diciannove diverse monete sono state utilizzate per i prelievi ed i riacquisti effettuati nel corso del 1970. Come già nel 1969, la divisa più usata per entrambi gli scopi è stato il dollaro SU; ma, contrariamente a quanto avvenuto l'anno precedente, i riacquisti in dollari, pari a \$742 milioni, sono stati maggiori dei prelievi, ragguagliatisi a \$589 milioni. Le altre monete più usate per i prelievi sono state (in milioni di dollari) il marco tedesco (394), il franco belga (180), il dollaro canadese (156), il fiorino olandese (145) e lo yen giapponese (133). Per i riacquisti, tralasciando il dollaro SU, i più usati sono stati i DSP (292) e lo yen giapponese (106). I \$153 milioni di riacquisti netti in dollari SU, insieme ai prelievi degli Stati Uniti per \$150 milioni e alle vendite nette di oro, contro dollari SU, effettuate dal Fondo per \$416 milioni, hanno elevato durante l'anno le disponibilità del Fondo in dollari SU dal 55 al 71% della quota SU.

Fondo monetario internazionale: Prelievi e riacquisti nel 1970

Paesi o aree	Prelievi		Riacquisti ¹		Prelievi netti	
	milioni di dollari SU					
Europa		1.238		827		411
Francia	485		246		239	
Italia	463 ²		—		463	
Regno Unito	150		471 ³		— 321	
Altri paesi	140		110		30	
Stati Uniti		150		—		150
Sud Africa		125		—		125
Nuova Zelanda		—		39		— 39
Altri paesi dell'Africa		46		76		— 30
Medio Oriente		65		9		56
Asia		91		275		— 184
India	—		197		— 197	
America latina		124		306 ⁴		— 182
Totale		1.839		1.532		307

¹ Compresi rimborsi per \$138 milioni effettuati con i prelievi di altri paesi membri. ² Compreso il rimborso effettuato dal Fondo per \$330 milioni ricevuti in prestito dall'Italia. ³ Compresi rimborsi per \$43 milioni effettuati con i prelievi di altri paesi membri e per \$90 milioni per l'utilizzo di sterline da parte del Fondo allo scopo di acquistare oro. ⁴ Compreso il rimborso di \$5 milioni effettuato con il prelievo da parte di un altro paese membro.

L'indebitamento del Fondo nel quadro degli AGP è sceso durante il 1970 di \$236 milioni. Gli AGP sono stati attivati nel febbraio 1970 per \$94 milioni in connessione con prelievi della Francia per \$485 milioni; per contro, l'Italia è stata rimborsata in luglio di tutti i suoi crediti AGP per \$330 milioni. All'infuori degli AGP, il livello di indebitamento del Fondo non ha subito alcuna variazione: lo speciale prestito di \$250 milioni acceso con l'Italia è stato rimborsato, in giugno e luglio, e sostituito da un indebitamento di pari ammontare con il Giappone.

Durante il primo trimestre del 1971 l'utilizzo netto delle risorse del Fondo da parte dei paesi membri è diminuito di \$507 milioni. I prelievi si sono ragguagliati a \$333 milioni, ivi compreso uno di \$250 milioni da parte degli Stati Uniti, ed i riacquisti (compresi quelli risultanti dai prelievi di altri membri) a \$840 milioni, dei quali \$689 milioni vanno ascritti al Regno Unito. In connessione con i riacquisti RU, il Fondo ha rimborsato ulteriori \$70 milioni mutuati nel quadro degli AGP: \$40 milioni ai Paesi Bassi e \$30 milioni alla Svezia. Verso la fine di aprile il Fondo ha venduto \$320 milioni di oro e DSP a quattordici paesi membri per ripristinare i propri averi nelle divise dei paesi medesimi. Sempre in aprile, il Fondo ha rimborsato al Giappone \$125 dei 250 milioni mutuati, al di fuori degli AGP, a metà del 1970.

Mercati dei cambi.

Nel corso dell'anno sotto rassegna, i mercati dei cambi sono stati soprattutto caratterizzati dall'indebolimento del dollaro SU e dal rafforzamento, o dalla persistente sostenutezza, di altre principali valute, sfociati nella rivalutazione del dollaro canadese nel giugno 1970 e di alcune monete europee nel maggio 1971.

La situazione in cui si sono determinati tali avvenimenti ha preso a manifestarsi all'inizio del 1970 con l'adozione di una politica monetaria più permissiva negli Stati Uniti, allorquando parecchi altri paesi si attenevano, o in alcuni casi si indirizzavano,

a misure più restrittive in questo campo. Nella primavera del 1970 la maggior parte delle principali valute si trovava al disopra della parità con il dollaro, con le sole eccezioni della lira, negativamente influenzata da pressioni di carattere politico ed economico, del fiorino e della corona svedese. A fine maggio 1970 la pressione al rialzo sul dollaro canadese, che essenzialmente rispecchiava la situazione assai forte della bilancia delle partite correnti ma era affetta anche da elementi speculativi, era divenuta tale che le autorità canadesi hanno deciso di abbandonare il limite superiore di intervento; dopodiché, il dollaro canadese si è rivalutato di oltre il 6% rispetto al dollaro SU.

Mentre persisteva la flessione dei saggi d'interesse negli Stati Uniti e sul mercato dell'eurodollaro, e la lira aveva riacquisito la fiducia degli operatori, nell'ultimo trimestre del 1970 tutte le principali monete — ad eccezione della sterlina che si stava riprendendo da un periodo di momentanea debolezza attraversato in estate — si trovavano al disopra della parità con il dollaro, ed alcune di esse si erano attestate, o erano prossime, ai rispettivi punti superiori d'intervento. Durante il 1970 le pressioni speculative sono state molto inferiori a quelle del 1969 e, tranne che nel caso del dollaro canadese e della lira italiana, di scarsa rilevanza.

La sterlina si è aggregata al gruppo delle monete forti agli inizi del 1971. Nel primo trimestre il deflusso di fondi dagli Stati Uniti e l'afflusso verso i paesi europei, particolarmente Germania e Regno Unito, sono continuati su larga scala. Nel caso della Germania, la speculazione valutaria è gradamente divenuta la principale forza motrice nell'afflusso di fondi dall'estero prima attratti esclusivamente dai saggi d'interesse e, verso la fine di aprile, il corso degli eventi è divenuto insostenibile. Dapprima, si seppe che i ministri economici e finanziari della Comunità economica europea stavano discutendo i possibili modi e mezzi — ivi compresa una maggiore flessibilità delle monete dei rispettivi paesi rispetto al dollaro — di isolare le rispettive economie dagli indesiderati fondi affluenti dall'estero. Poco dopo, un gruppo di istituti per lo studio della congiuntura ha espresso l'opinione che il marco tedesco dovesse essere lasciato libero di fluttuare verso l'alto oppure rivalutato. L'afflusso di mezzi monetari verso la Germania si è trasformato in marea, ed il 5 maggio la Bundesbank si è ritirata dal mercato che è stato temporaneamente chiuso. Nel medesimo giorno, in conseguenza di analoghe seppur minori pressioni, anche le autorità di Austria, Belgio, Olanda e Svizzera hanno interrotto i loro acquisti di dollari. Dopo qualche giorno di riflessione, il franco svizzero e lo scellino austriaco sono stati rivalutati, con effetto dal 10 maggio, rispettivamente del 7,07 e del 5,05%. Contemporaneamente, il marco tedesco ed il fiorino olandese sono stati lasciati liberi di fluttuare, evitando così, da un lato, di costringere le rispettive autorità monetarie ad assorbire altri dollari dal mercato e, dall'altro, di effettuare direttamente rivalutazioni, in condizioni per le quali ciò era considerato inopportuno. In Belgio, le misure adottate dalle autorità si sono rivolte alla completa separazione dei mercati valutari ufficiale e finanziario.

La sospensione dei limiti d'intervento per il marco tedesco e il fiorino ha comportato la necessità di differire l'esecuzione della decisione, adottata dal Consiglio ministeriale della CEE nel febbraio 1971, di incominciare a ridurre i margini entro cui le monete dei paesi membri potranno fluttuare le une rispetto alle altre sui mercati dei cambi. Il primo passo in questa direzione avrebbe dovuto essere compiuto

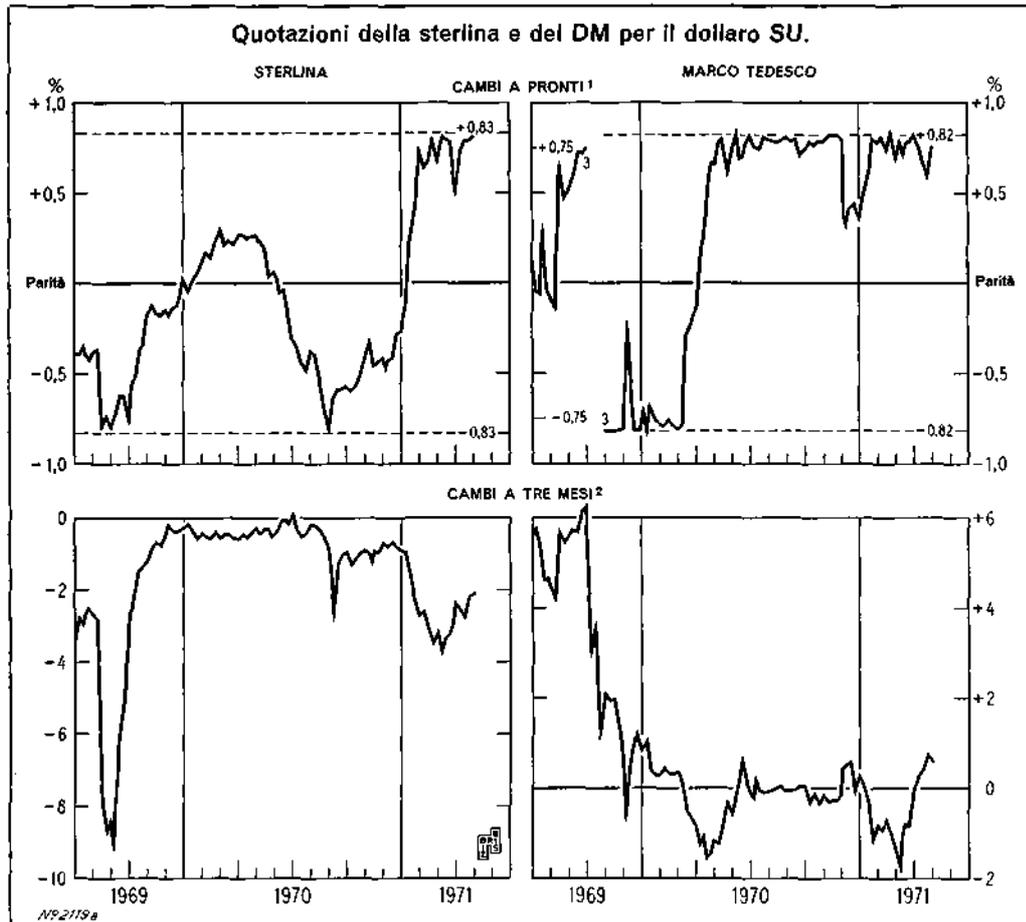
dalle banche centrali, su base sperimentale, nel giugno del corrente anno, restringendo tali margini dall'1,5 all'1,2% sopra e sotto la parità. La riduzione dei margini dei tassi di cambio fra i paesi CEE costituisce un elemento della prima fase del programma verso l'unione economica e monetaria dei paesi stessi, adottata dal Consiglio ministeriale nel febbraio 1971 come obiettivo da conseguire nel decennio 1971-80.

La sterlina. Come effetto congiunto di una favorevole bilancia esterna di base e delle condizioni restrittive prevalenti sul mercato monetario interno, il cambio a pronti della sterlina rispetto al dollaro è salito dalla parità all'inizio del 1970 sino allo 0,3% circa sopra la pari ai primi di marzo. Il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto due volte di mezzo punto, a marzo e aprile, ma le quotazioni si sono mantenute saldamente dello 0,2% circa sopra la parità sino alla metà di maggio.

A quel punto la tendenza è mutata. A maggio ed ai primi di giugno i crescenti saggi dell'eurodollaro hanno aggiunto forza agli effetti derivanti dalla flessione dei saggi interni d'interesse mentre, nel contempo, la sterlina subiva negativamente l'influsso della libera oscillazione del dollaro canadese. A fine luglio, il cambio a pronti era caduto allo 0,5% sotto la pari ed a fine agosto, sotto l'influenza di fattori stagionali avversi e dell'accelerazione degli aumenti di salari e prezzi, esso aveva quasi raggiunto il punto inferiore di intervento. In queste circostanze, la pubblicità data al problema della flessibilità dei tassi di cambio prima dell'annuale riunione del FMI ha temporaneamente provocato, ai primi di settembre, fortissime pressioni sulla sterlina, tanto che le autorità hanno dovuto effettuare massicci interventi a sostegno del mercato a pronti. Nel medesimo tempo le quotazioni a termine si sono considerevolmente indebolite: lo sconto sulla sterlina a tre mesi si è allargato dallo 0,2% dei primi di agosto a quasi il 3% annuo ad un certo momento della seconda metà di settembre.

La crisi è stata tuttavia di breve durata, poichè ben presto la sterlina ha cominciato ad essere venduta in misura superiore alle disponibilità. A fine settembre il cambio a pronti era tornato a circa lo 0,5% sotto la pari e quello a tre mesi all'1% annuo. Durante l'ultimo trimestre del 1970 la ripresa è continuata, in parte a seguito di un più favorevole andamento del commercio con l'estero ed in parte perchè un'ulteriore flessione dei saggi sull'eurodollaro ha richiamato un nuovo afflusso di fondi su Londra. A fine dicembre il cambio a pronti della sterlina era inferiore dello 0,3% soltanto alla parità con il dollaro e, dopo la fine dell'anno, le quotazioni hanno preso a crescere rapidamente, raggiungendo quasi il punto superiore d'intervento a metà febbraio. Contemporaneamente, lo sconto a termine per tre mesi si è allargato al 4%. La domanda di sterline è stata massicciamente rafforzata da un'ulteriore flessione dei saggi dell'eurodollaro e dalle aspettative circa un analogo comportamento dei saggi RU. Gli afflussi valutari hanno mantenuto il cambio a pronti ben vicino al limite superiore sino alla fine di marzo. Dopodichè, facendo seguito ad un'ulteriore riduzione del saggio ufficiale di sconto nella misura dell'1%, le quotazioni sono leggermente scese allo 0,5% sopra la parità. A metà aprile esse erano peraltro tornate vicino al limite superiore e la sterlina è rimasta sostenuta durante la crisi valutaria dei primi di maggio.

Sul mercato delle divise finanziarie — dove i residenti RU possono acquistare valuta estera per impieghi diretti di portafoglio al di fuori dell'area della sterlina, e



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 percento all'anno. ³ Precedenti limiti d'intervento sospesi il 30 settembre; nuova parità dal 27 ottobre 1969.

possono disporre sino al 75% dei proventi delle loro vendite di tali impieghi - il premio del dollaro rispetto alle quotazioni sul mercato valutario ufficiale ha oscillato dal 34 al 38% tra gennaio e metà marzo 1970. Esso ha preso a flettersi nella seconda quindicina di marzo e per i sei mesi successivi ha fluttuato tra il 21 e il 29%. Verso la fine di settembre, il premio è nuovamente salito ad una punta di quasi il 37%, in risposta alla tendenza al rialzo dei prezzi sul mercato azionario di Nuova York. In dicembre le norme valutarie regolanti l'indebitamento con l'estero dei residenti RU per impieghi di portafoglio all'estero sono state rese meno restrittive, come illustrato a pagina 170, ed il premio è caduto dal 33%, al quale si trovava alla vigilia delle nuove norme, al 22% ai primi di gennaio. Successivamente, esso ha continuato a scendere, seppure più lentamente, raggiungendo un minimo del 15% in aprile. A fine maggio è tuttavia nuovamente cresciuto sino al 22% circa.

Il marco tedesco. Durante il primo bimestre del 1970 il marco tedesco si è mantenuto, sul mercato dei cambi a pronti, in coincidenza o in prossimità del punto inferiore d'intervento rispetto al dollaro, limite al quale era caduto immediatamente

dopo la rivalutazione dell'ottobre 1969. Dopo che il deflusso di fondi, che l'apprezzamento del cambio aveva direttamente causato, era andato attenuandosi, la persistente debolezza del marco ha trovato la sua causa principale nel livello dei saggi d'interesse interni relativamente basso, nonostante la stretta monetaria dovuta all'esodo di fondi dopo la rivalutazione e la flessione dei tassi dell'eurodollaro a partire dall'inizio del 1970. A seguito dell'aumento dell'1,50% nel saggio di sconto della Bundesbank, effettuato il 6 marzo, la situazione è peraltro completamente mutata. Le società tedesche hanno cominciato a prendere a prestito fondi esteri su larga scala e, a metà maggio, il cambio a pronti col dollaro aveva toccato il punto superiore, livello al quale, o in prossimità del quale, esso è poi rimasto per quasi sette mesi, nonostante le riduzioni dello 0,5%, a luglio e a novembre, del saggio di sconto della Bundesbank.

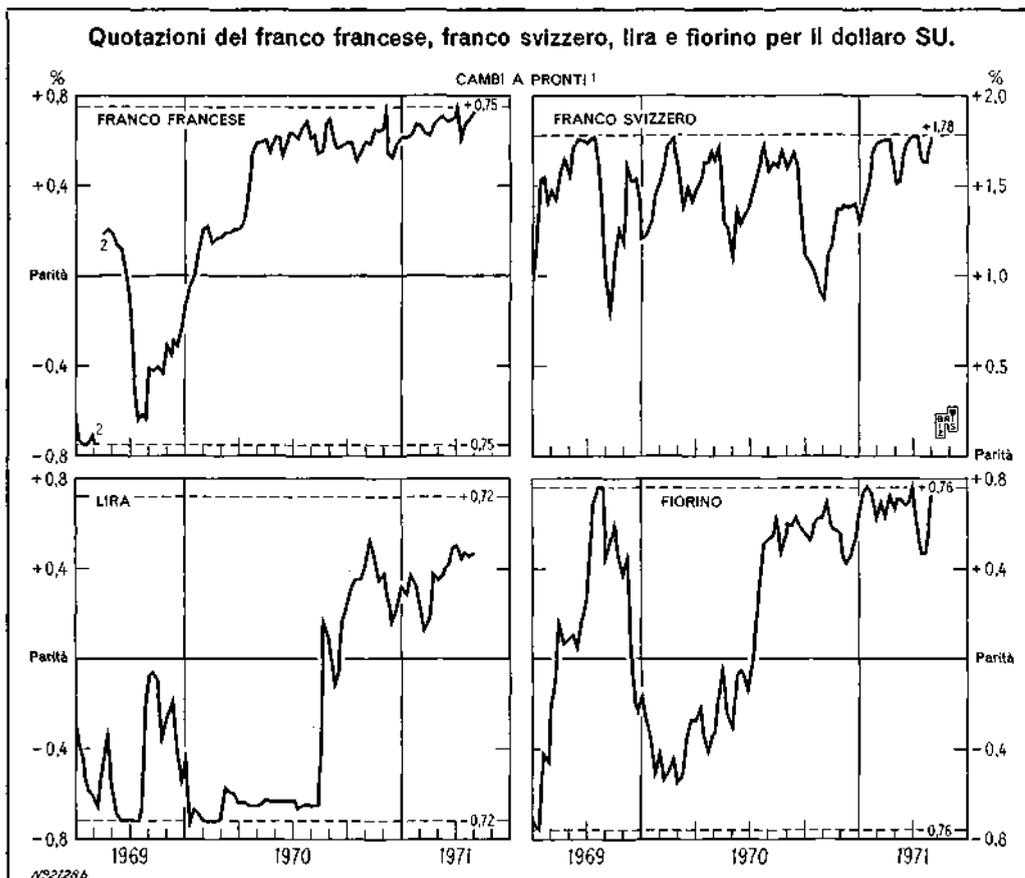
Il 2 dicembre fu annunciata una terza riduzione dello 0,5% del saggio ufficiale ed il cambio a pronti scese immediatamente allo 0,3% circa sopra la parità, mantenendosi poi a questo livello sino alla fine dell'anno. Dopo il volgere dell'anno, peraltro, essendo nuovamente e fortemente discesi i saggi dell'eurodollaro, il marco tedesco ha rapidamente preso quota tanto che, a fine gennaio, il cambio a pronti con il dollaro è tornato al limite superiore. Un ulteriore taglio di un punto nel saggio di sconto della Bundesbank all'inizio di aprile, in coincidenza con un aumento dei saggi d'interesse sull'eurodollaro, ha temporaneamente prodotto una pausa riflessiva delle quotazioni alla metà di quel mese; il cambio è peraltro tornato prontamente al limite superiore ed ivi è rimasto sino alla chiusura del mercato, avvenuta il 5 maggio. Quando le contrattazioni si sono riaperte il 10 maggio, senza che la Bundesbank acquistasse più dollari al precedente punto superiore d'intervento, il marco tedesco si è subito apprezzato di quasi il 3,5% sopra la parità con il dollaro.

Sul mercato a termine, la forte lievitazione dei saggi d'interesse tedeschi nel marzo 1970 aveva determinato la flessione del cambio per il marco a tre mesi da un modesto premio ad uno sconto dell'1,6% annuo alla metà di aprile. Successivamente lo sconto si è ridotto e, sino a fine anno, il cambio a tre mesi ha oscillato strettamente intorno alla quotazione a pronti per il dollaro. A marzo 1971 è riapparso uno sconto di quasi il 2% annuo, riflettente un nuovo ampliamento del margine tra i saggi tedeschi e quelli SU. Successivamente la domanda di marchi tedeschi ha peraltro sospinto il cambio a termine di tre mesi ad un premio annuo dell'1% ai primi di maggio.

Il franco francese. Dall'inizio del 1970 e sino ai primi di aprile le quotazioni a pronti del franco francese sul dollaro hanno seguito un andamento piuttosto simile a quello della sterlina, salendo dallo 0,1% sotto la parità allo 0,3% al disopra. La bilancia dei pagamenti era costantemente migliorata, gli sfasamenti nei termini di pagamento, prima sfavorevoli, stavano mutando segno, e alla flessione dei saggi d'interesse dell'eurodollaro si opponevano condizioni monetarie internamente restrittive. Peraltro, contrariamente alla situazione della sterlina, il franco francese ha continuato a consolidarsi anche nel secondo trimestre. A fine aprile, quando cioè i conti commerciali con l'estero erano attivi e tutto l'indebitamento con le banche centrali era stato rimborsato, le quotazioni a pronti si trovavano dello 0,6% sopra la parità con il dollaro. Da allora, il franco è rimasto considerevolmente sostenuto, raggiungendo praticamente il punto superiore d'intervento ai primi di dicembre e,

ancora, nell'aprile 1971. Il franco francese è stato ampiamente immune dalla crisi valutaria di maggio, anche se il cambio a pronti con il dollaro si è indebolito dallo 0,7 allo 0,5 % circa sopra la parità durante la prima metà del mese.

Il franco svizzero. Durante il periodo sotto rassegna i movimenti del cambio del franco svizzero con il dollaro hanno principalmente rispecchiato le variazioni stagionali della liquidità interna. Infatti, in febbraio e, ancora, in aprile e ai primi di maggio 1970, il franco è rimasto assai sostenuto in conseguenza della stretta interna di liquidità, raggiungendo il limite superiore d'intervento rispetto al dollaro in febbraio ed avvicinandosi ad esso in maggio. Entrambi questi episodi sono stati seguiti da un temporaneo affievolimento del cambio; d'altra parte, tanto a metà marzo quanto a metà giugno, il cambio a pronti non è stato influenzato dalle consuete operazioni effettuate dalle banche in connessione con i loro bilanci trimestrali, operazioni che si è preferito svolgere a mezzo di riporti tra la Banca nazionale e le banche commerciali. In luglio è ancora seguito un periodo di carente liquidità interna ed il cambio a pronti è nuovamente salito in prossimità del punto superiore d'intervento rispetto al dollaro. Esso è rimasto assai sostenuto sino alla fine di settembre, quando le più agevoli condizioni monetarie interne hanno spinto le quotazioni sino ad un minimo



dello 0,9% sopra la pari verso la fine di ottobre. Un'ulteriore stretta sul mercato svizzero ha condotto il cambio a pronti, proprio prima della fine dell'anno, all'1,4% sopra la parità con il dollaro. Il franco svizzero ha continuato ad apprezzarsi all'inizio del 1971, raggiungendo nuovamente in febbraio il punto superiore d'intervento rispetto al dollaro. Successivamente, esso si è conservato molto sostenuto sino al 5 maggio quando le autorità svizzere, seguendo l'esempio tedesco, hanno sospeso gli interventi sul mercato per far fronte agli afflussi speculativi di fondi. Dopo la rivalutazione del 7% annunciata il 9 maggio, il franco svizzero è venuto a trovarsi nella nuova posizione di essere quotato sotto la parità con il dollaro sul mercato a pronti.

La lira. Al suo inizio, il 1970 ha visto la lira sottoposta a forti pressioni sul mercato delle valute, a causa delle considerevoli uscite di capitali. Il cambio a pronti con il dollaro, che si era andato indebolendo sin dal novembre precedente, ha raggiunto il punto inferiore d'intervento a metà gennaio, rimanendovi per circa due mesi. Le varie misure adottate in maggio per tamponare l'emorragia di fondi produssero qualche miglioramento nella situazione del mercato ma, persistendo la crisi di fiducia, il cambio a pronti si mantenne allo 0,6% circa sotto la pari sino alla metà di agosto. Da maggio in avanti le agitazioni nell'industria e le incertezze politiche, tra cui le dimissioni del governo, aumentarono le pressioni sulla lira e, sul mercato delle valute a tre mesi, lo sconto si allargò dall'1% ad un massimo del 17% annuo verso la fine di luglio.

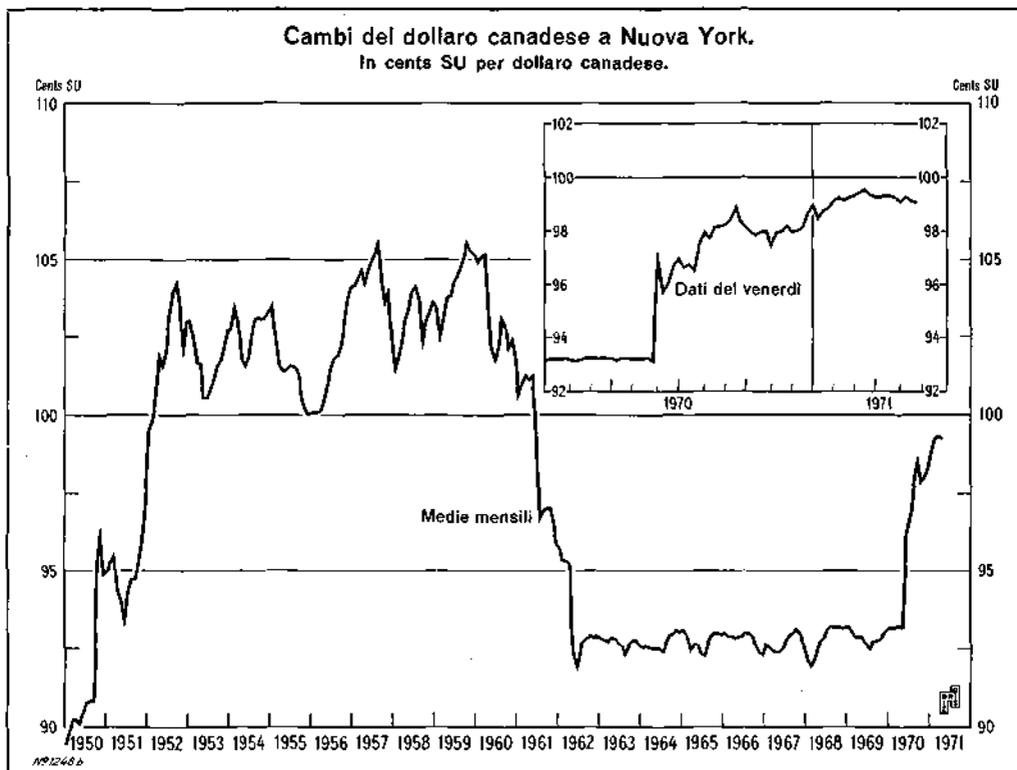
Ai primi di agosto è stato formato il nuovo governo. L'annuncio di inasprimenti tributari e di altre misure fiscali ha determinato un rapido mutamento del clima psicologico. Come risultato, grazie anche all'ausilio di fattori stagionali favorevoli, a fine agosto il cambio a pronti è venuto a trovarsi sopra la parità per la prima volta dal febbraio 1969. Dopo essere sceso appena al disotto della parità ai primi di settembre, il cambio a pronti ha ripreso il movimento ascendente ed ai primi di novembre, grazie alla flessione dei saggi dell'eurodollaro, è salito allo 0,5% sopra la pari. Contemporaneamente, lo sconto a tre mesi della lira è tornato all'1% annuo soltanto. Mentre le sue quotazioni a pronti sono scese allo 0,2% sopra la parità col dollaro a metà dicembre, ed anche un poco più in basso ai primi di febbraio 1971, la lira è rimasta nel complesso assai salda. Essa non è stata coinvolta nella crisi valutaria di maggio ed a metà del mese il cambio a pronti si trovava allo 0,4% sopra la pari.

Il fiorino. All'inizio del 1970 il fiorino si trovava ben al disotto della parità con il dollaro, avendo subito una forte flessione a fine 1969 quando era apparso evidente che, diversamente dal 1961, le autorità olandesi non avrebbero seguito l'esempio tedesco e rivalutato. Questa fase è terminata a marzo e il fiorino ha preso nuovamente ad apprezzarsi. Esso è salito sopra la parità agli inizi di luglio 1970 ed a metà agosto si trovava allo 0,6% sopra la parità con il dollaro, livello al quale, o intorno al quale, è poi rimasto sin quasi alla fine dell'anno. Questo andamento, svoltosi a fronte di un considerevole deterioramento della bilancia corrente, va sostanzialmente ascritto ai divari fra i saggi d'interesse: infatti, la politica monetaria interna era rimasta orientata, come in Germania, a criteri restrittivi mentre i saggi d'interesse sul dollaro diminuivano. Eccetto che in brevi periodi, nel novembre 1970 ed ancora agli inizi di aprile 1971, quando il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dello 0,5%,

il fiorino si è conservato assai sostenuto sino alla crisi valutaria di maggio; a questo punto, il 5 maggio, le autorità hanno smesso di comprare dollari al precedente limite superiore d'intervento ed hanno consentito al cambio di fluttuare a partire dal 10 maggio. Il fiorino si è immediatamente apprezzato sino a quasi il 2,5 % sopra la parità.

Altre valute europee. Sul mercato ufficiale dei cambi le quotazioni a pronti del franco belga si sono mantenute allo stesso livello o quasi del punto superiore d'intervento rispetto al dollaro sin già dalla rivalutazione del marco tedesco a fine ottobre 1969. Sul mercato libero, uno sconto del 2 % circa rispetto al cambio a pronti del mercato ufficiale all'inizio del 1970, è diminuito sino a proporzioni trascurabili alla fine dell'anno. A seguito della crisi valutaria del maggio 1971, le autorità belghe hanno completamente separato tra loro i mercati valutari ufficiale e libero, limitando quest'ultimo alla sole operazioni finanziarie. Successivamente, il franco è giunto ad un premio di quasi l'1 % nel mercato libero rispetto al mercato ufficiale, dove il cambio a pronti col dollaro si è trovato al suo limite superiore. Nel febbraio dello scorso anno, la corona svedese è scesa allo 0,6 % sotto la pari, avendo le autorità cessato di sostenerla al livello di parità. Successivamente, il cambio si è poco alla volta ripreso e, dopo esser caduto brevemente al punto inferiore d'intervento a settembre, è salito sopra la parità durante l'ultimo trimestre del 1970. A metà maggio 1971 la corona era quotata a pronti allo 0,2 % sopra la parità col dollaro, non avendo subito che minimamente l'influenza della crisi valutaria. La corona danese ha fluttuato piuttosto strettamente intorno alla parità durante gran parte del 1970. Rispecchiando il continuo cedimento dei saggi d'interesse sul mercato del dollaro, le quotazioni sono tuttavia salite lievemente in novembre sino a raggiungere lo 0,2 % sopra la parità alla fine dell'anno, rimanendo poi a tale livello sino alla metà di aprile 1971. Ai primi di maggio la corona era scesa poco al disotto della parità, ma è poi risalita al disopra di questa. Le quotazioni della corona norvegese hanno seguito sostanzialmente lo stesso andamento del 1970. Dopo esser rimasto piuttosto vicino alla parità col dollaro per gran parte dell'anno, il cambio a pronti è salito in dicembre a quasi lo 0,3 % sopra la pari. E' poi sceso alla parità a fine gennaio, per apprezzarsi ancora dello 0,2 % alla metà di aprile. Si è ancora un poco rafforzato durante la crisi valutaria e a metà maggio si trovava quasi allo 0,5 % sopra la parità col dollaro. Lo scellino austriaco è stato quotato tra lo 0,4 % sopra la parità col dollaro ed il punto superiore d'intervento per tutto il 1970 e la prima parte del 1971. Quando si è iniziata la crisi valutaria, il 3 maggio, il cambio a pronti si trovava allo 0,7 % sopra la parità e, dopo la rivalutazione del 5 %, è caduto vicino al nuovo punto inferiore d'intervento, cioè a quasi l'1 % sotto la parità. La peseta spagnola si è costantemente consolidata durante il primo semestre 1970, passando dalla parità allo 0,6 % al disopra; da allora, le quotazioni hanno oscillato assai strettamente intorno a tale livello.

Il dollaro canadese. L'evento forse più significativo del 1970 in campo valutario è stata la decisione del governo canadese, assunta con effetto dal 1° giugno, secondo la quale "per il momento, il Fondo canadese di stabilizzazione dei cambi cesserà di acquistare dollari SU nella quantità necessaria per impedire che il cambio del dollaro canadese sul mercato superi di più dell'1 % il suo valore di parità di cents SU 92,5". In pratica, ciò è valso a dire che il Canada, dopo un intervallo di quasi otto anni esatti, è tornato ad un regime di cambi fluttuanti. Il nuovo sistema differisce peraltro formal-



mente da quello in vigore dal settembre 1950 al maggio 1962 nel fatto che, questa volta, il dollaro canadese ha conservato la parità dichiarata al FMI di cents SU 92,5.

Prima di esser lasciato libero di fluttuare, il dollaro canadese si era mantenuto quasi continuamente, per i primi cinque mesi del 1970, al precedente punto superiore d'intervento di cents SU 93,25, pari cioè allo 0,8% sopra la parità. A partire da giugno, il cambio a pronti si è gradatamente apprezzato del 6,5% circa. Subito dopo la decisione del governo, le quotazioni sono salite ad un livello compreso fra cents SU 97 e 98, ed a questa ascesa iniziale ha fatto seguito un periodo in cui il cambio ha oscillato assai sensibilmente prima di assestarsi, a fine giugno, ad un livello di poco superiore a cents SU 96,5, con un apprezzamento del 3,5% circa. A metà luglio le quotazioni hanno ripreso a salire, sino a superare cents SU 99 a metà settembre. E' seguita peraltro, a fine mese, una certa flessione del cambio a circa cents SU 98, livello intorno al quale esso ha poi strettamente oscillato sin quasi alla fine dell'anno. Un ulteriore movimento ascendente è cominciato a fine dicembre, e le quotazioni sono nuovamente salite oltre cents SU 99 alla chiusura del 1970. Da allora il cambio a pronti si è mantenuto nel margine di cents SU 99-99,5, eccettuato un breve periodo verso la fine di febbraio in cui è salito ad oltre cents SU 99,75.

Lo yen giapponese. Il persistente avanzo della bilancia dei pagamenti giapponese ha fatto sì che lo yen si mantenesse piuttosto sostenuto rispetto al dollaro SU durante gran parte del periodo sotto rassegna. Nel primo quadrimestre del 1970 lo yen si

è generalmente tenuto vicino al punto superiore d'intervento rispetto al dollaro sul mercato a pronti. E' seguita una certa flessione del cambio da fine aprile in poi, sì che a metà luglio esso si trovava appena al disopra della parità. In agosto lo yen ha ripreso rapidamente quota e, da allora, ha generalmente oscillato tra lo 0,6% sopra la parità col dollaro ed il punto superiore d'intervento. Durante la crisi valutaria di maggio, considerevoli fondi sono affluiti alle riserve e lo yen è venuto nuovamente a trovarsi al punto superiore d'intervento.

Altri sviluppi valutari.

Nel periodo sotto rassegna sono avvenute in Europa più variazioni di cambio che non in molti anni. Se le più significative sono state le rivalutazioni di alcune principali monete europee, emerse dalla crisi valutaria del maggio 1971, non sono peraltro da tacere le svalutazioni della Turchia e della Jugoslavia.

La rivalutazione del franco svizzero, entrata in vigore il 10 maggio 1971, è ammontata al 7,07%, essendo aumentato il contenuto in oro del franco da grammi 0,20322 a 0,21759. La nuova parità con il dollaro è di fr.sv. 4,0841 per \$SU 1, ed i cambi ufficiali con il dollaro della Banca nazionale sono ora fissati, all'acquisto e alla vendita, rispettivamente a fr.sv. 4,01 e 4,16, con uno scarto fra di essi del 3,67%.

La rivalutazione dello scellino austriaco, entrata anch'essa in vigore il 10 maggio 1971, si è ragguagliata al 5,05%. Il contenuto in oro di tale moneta è pertanto salito da grammi 0,0341796 a 0,0359059. La nuova parità con il dollaro è di scellini 24,75 per \$SU 1, ed i cambi ufficiali con il dollaro della Banca Nazionale austriaca sono ora, all'acquisto e alla vendita, rispettivamente di scellini 24,51 e 24,99. Rispetto ai precedenti corrispondenti cambi di scellini 25,80 e 26,20, i margini di oscillazione fra scellino e dollaro si sono quindi allargati dallo 0,77 allo 0,97% intorno alla parità.

In Germania, la sospensione dei punti d'intervento rispetto al dollaro, attuata il 10 maggio, è stata accompagnata con alcune misure intese a scoraggiare l'afflusso di fondi dall'estero. Il pagamento (con alcune eccezioni di poco conto) degli interessi ai non residenti sui loro conti presso banche tedesche, l'acquisto di titoli del mercato monetario tedesco da parte di non residenti ed il collocamento in pegno di obbligazioni interne da parte di banche tedesche presso banche estere sono stati tutti subordinati ad autorizzazione preventiva, restando inteso che questa sarebbe stata concessa solo in casi eccezionali. Nei Paesi Bassi, la libera fluttuazione del fiorino è stata seguita dal divieto di corrispondere interessi sui depositi a vista in fiorini di banche estere.

In Belgio, l'altro paese europeo coinvolto significativamente nella crisi valutaria del maggio 1971, le autorità hanno mantenuto, sia pure in forma modificata, il doppio mercato valutario in vigore da molti anni. Dall'11 maggio 1971 i due mercati sono stati completamente separati: quello ufficiale è stato esclusivamente riservato alle transazioni correnti e quello finanziario, sul quale la Banca nazionale non effettua interventi intesi ad evitare che le quotazioni eccedano i margini consentiti dal FMI, è stato destinato soltanto alle altre operazioni. Inoltre, ai residenti UEBL non è più stato consentito, se non per importi di poco conto, di ricevere pagamenti anticipati da non residenti attraverso il mercato valutario ufficiale; nè le banche UEBL possono sia aprire a non residenti conti di deposito convertibili sul mercato

valutario ufficiale, sia pagare a non residenti interessi su conti convertibili a vista in valuta nazionale.

Infine, in relazione alla recente crisi valutaria, le autorità francesi si sono riservate, se le circostanze lo richiederanno, di sottoporre a riserva obbligatoria, in misura sino al 100%, i depositi passivi delle banche commerciali francesi verso non residenti e di limitare, o proibire, il pagamento di interessi sui depositi medesimi.

La lira turca è stata svalutata del 40% con efficacia dal 10 agosto 1970. Il suo contenuto aureo è stato ridotto da grammi 0,0987412 a 0,0592447, mentre la parità con il dollaro è mutata da £ T₉ per \$SU₁ a £ T₁₅ per \$SU₁. Nel medesimo tempo, sono state apportate alcune semplificazioni al sistema dei cambi esteri. La nuova parità vale per tutte le operazioni, eccetto che per la conversione dei proventi valutari di alcune tradizionali esportazioni agricole, cui si applica un cambio di £ T₁₂ per \$SU₁. In precedenza, oltre il cambio ufficiale, vi erano altri tre tassi di cambio effettivi, varianti da £ T_{11,25} a 13,5 per \$SU₁, che si applicavano a vari tipi di transazioni invisibili. Oltre alla svalutazione ed alla riduzione del numero dei tassi di cambio, le quote dei depositi a garanzia obbligatoriamente costituiti dagli importatori in valuta nazionale, prima varianti dall'1 al 120%, sono state generalmente dimezzate (sebbene le relative conseguenze siano state ampiamente vanificate dalla svalutazione), e l'imposta di bollo sulle importazioni è stata ridotta dal 25 al 10%.

Il dinaro jugoslavo è stato svalutato del 16,67% il 23 gennaio 1971. La nuova parità con il dollaro è di din. 15 per \$SU₁, contro i precedenti din. 12,5 per \$SU₁, mentre il nuovo contenuto in oro del dinaro è di grammi 0,0592447. La svalutazione è stata accompagnata dall'abolizione del sistema di depositi sulle importazioni introdotto l'ottobre precedente nella misura del 50%, ridotta poi al 20%, nonché da una diminuzione, dal 5 al 2%, dell'aliquota dell'imposta generale sulle importazioni introdotta nel luglio 1970.

Altri sviluppi valutari verificatisi in Europa riguardano lo smantellamento di alcune importanti restrizioni, particolarmente in Francia e Regno Unito. Per contro, vi sono stati anche alcuni casi d'adozione di nuove misure restrittive.

In Francia le autorità hanno continuato l'opera di smantellamento, iniziata poco dopo la svalutazione, dei controlli valutari imposti a seguito della crisi del maggio-giugno 1968. Sono stati in primo luogo aboliti nel giugno 1970 i depositi obbligatori da costituire presso la Banca di Francia a fronte di ogni posizione attiva netta in valuta estera di banche commerciali francesi verso non residenti, depositi la cui aliquota era stata ridotta nell'aprile 1970 dal 100 al 50%. Secondariamente, in agosto 1970, è stata rimossa ogni restrizione sui riacquisti al cambio ufficiale di banconote francesi effettuati da parte di banche francesi presso le loro corrispondenti estere; il che ha effettivamente fatto scomparire lo sconto con cui le banconote francesi erano quotate sui mercati internazionali. In terzo luogo, la scorta di valuta estera consentita a residenti per viaggi di turismo all'estero, è stata elevata in due volte, ad agosto 1970 ed a marzo 1971, da fr.fr. 1.000 per anno a fr.fr. 2.000 per viaggio nei limiti di due viaggi l'anno. Sempre nell'agosto 1970, la quantità massima di banconote francesi che i residenti possono esportare è stata alzata da fr.fr. 200 a 500 e la diaria base giornaliera per i viaggi d'affari all'estero di residenti è stata portata da fr.fr. 200 a 400,

con un massimo di fr.fr. 4.000 per viaggio. Come quarta misura, sono state alquanto mitigate le norme regolanti il trasferimento di fondi all'estero a scopo di investimento. Ad agosto 1970, l'aliquota di investimenti all'estero che alle imprese petrolifere e minerarie francesi è consentito di finanziare con fondi interni, è stata elevata dal 50 al 66%; quindi, a gennaio 1971, l'ammontare massimo che le compagnie industriali e commerciali francesi possono automaticamente trasferire all'estero ogni anno per finanziare le loro affiliate è stato elevato da fr.fr. 2,5 a 5 milioni, ovvero all'ammontare del reddito da investimenti rimpatriato dalle affiliate medesime.

Anche nel Regno Unito vi sono state alcune attenuazioni di controlli valutari. La più importante è forse stata l'abolizione nel corso del 1970 del sistema di depositi sulle importazioni. L'aliquota di tali depositi, già ridotta dal 50 al 40% nel dicembre 1969, lo è stata ulteriormente prima al 30 e poi al 20% a maggio ed a settembre. L'intero sistema è stato abolito il 4 dicembre 1970, dopo poco più di un biennio di vita.

Inoltre, sono state agevolate in parecchi modi le condizioni in base alle quali i residenti RU possono effettuare investimenti esteri non consentiti per il tramite del mercato valutario ufficiale. Dapprima, ad agosto 1970, il cosiddetto "mercato delle valute di proprietà" è stato fuso con quello più ampio delle "divise finanziarie", sul quale viene trattato il 75% dei proventi delle vendite da parte di residenti RU di altre loro attività possedute fuori dell'area della sterlina. In un secondo momento, a settembre, è stata elevata dal 10 al 20% l'aliquota del portafoglio globale in titoli esteri che gli investitori istituzionali RU possono impiegare in fondi d'investimento stranieri, le cui operazioni di conversione in titoli stilati in valuta estera non sono soggette alla disposizione in forza della quale, in via generale, il 25% dei proventi dalla vendita dei titoli suddetti deve essere ceduto al mercato ufficiale dei cambi. In terzo luogo, a dicembre, la facilitazione concessa ai residenti RU di indebitarsi in valuta con l'estero, a scopo di acquisti di titoli stranieri, che era stata sino ad allora limitata agli investitori istituzionali, è stata estesa alle banche, agli agenti di cambio e ad altri operatori professionali in titoli. Nel medesimo tempo, è stato abolito il limite di cinque anni per il quale la divisa estera poteva essere mutuata.

In contrasto con tutte queste facilitazioni, le norme regolanti l'indebitamento con l'estero di residenti RU per motivi di spesa all'interno del Regno Unito sono state inasprite a gennaio 1971, come già si è detto a pagina 29.

In Italia, la misura valutaria più importante è stata la normalizzazione del tempo massimo concesso per il rimpatrio dei proventi da esportazioni. Tale limite, che era stato ridotto da dodici a quattro mesi agli inizi del 1970, è stato riportato ad un anno nel gennaio 1971. E' rimasto invece immutato a 30 giorni il periodo massimo consentito per il pagamento anticipato di importazioni.

In Svezia, le disposizioni concernenti l'acquisto da parte di residenti di azioni svedesi detenute all'estero e l'esportazione di capitali dalla Svezia da parte di emigranti sono state liberalizzate nell'aprile 1971. L'ammontare della valuta estera consentita ai residenti per l'acquisto di abitazioni per vacanze all'estero è stato peraltro ridotto da cor.sv. 75.000 a 40.000.

In Norvegia, nuove direttive per le posizioni in valuta estera delle banche sono state introdotte in luglio 1970. In generale, le banche non possono più aumentare le

loro attività nette in valuta estera oltre il livello di fine gennaio 1970 e, in alcuni casi, hanno dovuto ridurle al disotto di quel livello medesimo. Alle banche con posizione passiva netta nel gennaio 1970 è stato consentito di costituire una modesta posizione attiva netta. Nel medesimo tempo, le banche sono state invitate a non aumentare le loro passività in valuta estera verso banche straniere oltre il livello di fine marzo 1970 senza la preventiva autorizzazione della Banca di Norvegia.

In Finlandia, a novembre del 1970, nel tentativo di rallentare lo sviluppo delle importazioni, una serie di beni, totalizzanti un quarto circa delle importazioni globali, è stata assoggettata al pagamento in contanti anticipato rispetto al regolamento doganale.

In Spagna, il sistema di depositi sulle importazioni introdotto a dicembre del 1969 per il periodo di un anno è stato prorogato alla fine dello scorso anno per ulteriori sei mesi, sino a fine giugno 1971. L'aliquota dei depositi è stata peraltro dimezzata al 10% a gennaio 1971.

In Portogallo, nel febbraio 1971, sono state introdotte alcune limitazioni alle posizioni attive nette in divisa estera delle banche commerciali. Le attività bancarie sull'estero sotto forma di depositi a vista o di investimenti con scadenza sino ad un anno, al netto delle passività estere con scadenza sino a sei mesi, non possono superare il 5% delle passività bancarie globali.

In Grecia, verso la fine del 1970, sono state adottate misure per tentare di attrarre valuta estera nel sistema bancario, ed in particolare per incoraggiare i cittadini greci abitanti all'estero a tenere in patria una parte più cospicua dei loro risparmi. Le banche greche autorizzate possono ora remunerare, con un saggio più elevato di quello applicato ai corrispondenti depositi in valuta nazionale, i depositi vincolati in valuta estera ricevuti da non residenti.

Negli Stati Uniti, durante il periodo sotto rassegna, il programma di restrizioni connesse alla bilancia dei pagamenti ha beneficiato di un certo numero di modeste attenuazioni. Nel gennaio 1971, il Consiglio del Sistema della riserva federale ha svincolato dall'osservanza del programma di norme volontarie in materia di prestiti ed investimenti esteri delle banche SU gli acquisti di obbligazioni ed effetti emessi da istituzioni internazionali delle quali gli Stati Uniti siano membri, nonchè i crediti a breve all'esportazione accordati a residenti di paesi industriali dell'Europa continentale occidentale. Nel medesimo tempo, i controlli obbligatori sugli investimenti diretti all'estero sono stati mitigati escludendo gli investimenti sino a \$2 milioni, anzichè a \$1 milione come era prima, e la percentuale degli utili relativi all'anno precedente che può essere trattenuta all'estero dalle affiliate delle società americane è stata elevata dal 30 al 40%. Con effetto dal 1° aprile 1971 l'imposta di conguaglio sugli interessi gravante gli acquisti da parte di cittadini SU di titoli esteri è stata prorogata per altri due anni. Per quanto riguarda le obbligazioni estere, tale imposta è raggugliata ad un saggio annuo dello 0,75%, e, per le azioni, ad un saggio dell'11,25%.

In Canada, ove si escluda la decisione del giugno 1970 di lasciar fluttuare il dollaro, l'unica misura valutaria di qualche importanza è stata l'estensione al dollaro canadese delle direttive introdotte nel 1968 per le posizioni nette in valuta estera delle banche nei confronti di residenti di paesi diversi da Canada e Stati Uniti. Dal marzo

1971 le banche canadesi non possono perciò aumentare ulteriormente i loro crediti netti in dollari canadesi nei confronti dei residenti sopra specificati. Scopo di tali disposizioni è di impedire che, attraverso il Canada, fondi provenienti dagli Stati Uniti siano incanalati verso altri paesi, e segnatamente verso l'Europa.

In Giappone, è stato adottato un certo numero di provvedimenti intesi ad agevolare le operazioni con l'estero delle imprese nazionali. Nell'agosto 1970 sono state considerevolmente attenuate le restrizioni poste sulle operazioni delle rappresentanze all'estero delle banche giapponesi; a settembre 1970 i limiti massimi dei diretti investimenti all'estero non subordinati ad approvazione preventiva sono stati elevati da \$ 200.000 a \$ 1 milione per ciascun progetto; e, a maggio 1971, gli operatori commerciali giapponesi ed altre organizzazioni del ramo sono stati autorizzati: 1) a trattenere i proventi delle esportazioni per sei mesi, anzichè per soli venti giorni, allo scopo di impiegarli nel pagamento di importazioni e 2) a detenere i fondi di cassa ritenuti opportuni presso le loro filiali o succursali estere. Anche gli investimenti esteri in Giappone sono stati liberalizzati sotto due aspetti nel periodo in esame. A settembre 1970, è stato aumentato di circa trecento il numero delle società industriali giapponesi in cui sono consentiti diretti investimenti esteri in misura illimitata o non superiore al 50% del capitale globale; e, nel medesimo tempo, sono stati elevati dal 20 a poco meno del 25% gli investimenti massimi che mediante acquisti di titoli i non residenti possono senza autorizzazione effettuare nelle società giapponesi non soggette a restrizione. Infine, a maggio 1971, la scorta valutaria per i viaggi all'estero di residenti giapponesi è stata aumentata da \$ 1.000 a 3.000 per viaggio.

Per contro, la dimensione del saldo attivo dei conti con l'estero del Giappone ha di recente indotto le autorità a prendere alcune misure per limitare l'afflusso di capitali. Per l'anno fiscale iniziato ad aprile 1971 si è stabilito, in linea di principio, di non autorizzare alcuna emissione di obbligazioni giapponesi sui mercati finanziari esteri il cui provento debba essere convertito in yen. Successivamente, a maggio, quando l'afflusso di fondi verso il Giappone ha in parte assunto carattere speculativo, sono stati temporaneamente vietati gli acquisti stranieri di azioni ed obbligazioni giapponesi non quotate in borsa; alle banche giapponesi è stato proibito sia di ricevere crediti esteri che di prestare la propria garanzia a favore di debiti esteri accessi da società giapponesi; e queste ultime sono state invitate, per quanto possibile, ad astenersi dal garantire i crediti esteri ricevuti dalle loro affiliate in altri paesi.

Nel Vietnam del Sud una parziale svalutazione è stata effettuata nell'ottobre 1970. Da allora, un cambio di piastre 275 per \$SU1, rispetto al precedente cambio di piastre 118 per \$SU1, si applica ai regolamenti di tutte le esportazioni, di alcune importazioni, al cambio della paga delle truppe alleate e ad alcune altre partite invisibili. Il vecchio cambio si applica ancora alla maggior parte delle importazioni e ad alcune transazioni invisibili.

A dicembre 1970 l'Indonesia ha compiuto l'ultimo passo verso un cambio unitario applicando alle merci importate e ai relativi servizi, che siano pagati con gli aiuti ricevuti dai governi esteri, il cambio di rupie 378 per \$SU1, utilizzato per tutte le altre transazioni, invece del precedente cambio di rupie 326 per \$SU1.

Nell'America latina, il Brasile ha continuato ad effettuare piccoli e frequenti allineamenti verso il basso del cambio libero, che si applica alla maggior parte delle

transazioni. Durante i dodici mesi terminati alla metà di maggio del 1971 il cambio era stato deprezzato nove volte per un totale del 12%, da cruz. 4,56 a 5,19 per \$SU1, ossia nella stessa misura percentuale dei dodici mesi precedenti. In Cile, per contro, il saggio di svalutazione dell'escudo è risultato molto inferiore nel corso del periodo in esame. Sul mercato ufficiale, che è utilizzato per ogni transazione commerciale, il cambio è caduto del 7% durante i dodici mesi terminati al maggio 1971, rispetto al 24% del periodo corrispondente precedente. In effetti, la svalutazione dell'escudo si è arrestata a luglio 1970, quando i cambi dei mercati ufficiali e libero si sono stabilizzati a escudos 12,23 e 14,35 per \$SU1. Tale stabilizzazione, peraltro, è stata ottenuta a prezzo di una considerevole flessione delle riserve valutarie. Inoltre, a settembre 1970, è stata introdotta un'imposta del 50% sugli acquisti di valuta per viaggi all'estero e, a gennaio 1971, la possibilità da parte dei residenti di conservare redditi in valuta estera è stata sottoposta a limitazioni. In Argentina, la moneta è stata svalutata del 12,5% a giugno 1970, per la prima volta dopo più di tre anni, da pesos 3,5 a 4 per \$SU1. Più recentemente, un sistema di parità mobili, analogo a quello brasiliano, si è manifestato con due ulteriori piccoli allineamenti di cambio effettuati ad aprile e maggio 1971, in conseguenza dei quali il cambio stesso è passato a pesos 4,12 per \$SU1. In Ecuador, ad agosto 1970, ha avuto luogo una svalutazione del 28%, e la parità dichiarata al FMI è mutata da sucres 18 a 25 per \$SU1. Nel medesimo tempo è stato unificato il precedente doppio sistema di cambio. Pochissimo tempo dopo, l'Ecuador ha accettato gli impegni dell'articolo VIII degli Statuti del Fondo. In Uruguay — sebbene non vi sia stato alcun mutamento nè nel cambio ufficiale, che ha continuato ad essere di pesos 250 = \$SU1, nè in quello, praticamente uguale, del mercato libero — il peso si è deprezzato assai considerevolmente sul "mercato parallelo" in conseguenza dell'inflazione interna. Ad aprile 1971 le autorità hanno temporaneamente sospeso ogni vendita di valute a residenti, ad eccezione di quelle necessarie per pagare le importazioni di merci deperibili e di minimi importi per viaggi all'estero. A tutto ciò è seguita in maggio l'introduzione di quello che può essere definito un sistema di cambi multipli, comportante una parziale svalutazione del peso, in base al quale i residenti debbono pagare "commissioni" varianti da pesos 50 a 100 per dollaro SU sui loro acquisti di valuta necessari al regolamento di una serie di transazioni visibili.

V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Andamento generale. Nonostante l'ampiezza dei fondi rimborsati dalle banche SU, nel 1970 il mercato delle eurodivise ha continuato ad espandersi assai rapidamente. Le attività sull'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti in sette divise estere sono salite di \$ 19,4 miliardi e le loro passività di \$ 18,2 miliardi. Al netto delle duplicazioni dovute ai depositi reciproci fra le banche dichiaranti, ma includendo le posizioni nei confronti di residenti non bancari, si può valutare che il credito in essere in divise estere, fruito attraverso le banche europee dichiaranti, sia salito da circa \$ 44 a 57 miliardi; tale aumento, pari al 30% circa, è andato ad aggiungersi ad un'espansione che nel 1969 era stata quasi del 50%. La componente in dollari, secondo stime, è salita da \$ 37,5 a 46 miliardi.

Era lecito attendersi che, attese le più agevoli condizioni monetarie sopravvenute negli Stati Uniti lo scorso anno, il mercato delle eurodivise avrebbe, come minimo, cessato di espandersi in misura significativa o, anche, che esso avrebbe in effetti ridotto le proprie dimensioni. Nessuna delle due ipotesi ha preso corpo. Al contrario, il mercato non solo ha trovato altri sbocchi per i fondi ricevuti di ritorno dagli Stati Uniti, ma ha altresì considerevolmente aumentato il totale dei fondi da esso prestati. Ciò è stato possibile grazie, in gran parte, all'alto livello dei saggi d'interesse che lo scorso anno sono prevalsi in paesi diversi dagli Stati Uniti e principalmente in Europa. Per cui, i margini di saggio tra Stati Uniti ed Europa hanno ancora costituito un importante fattore di crescita del mercato, con la sola differenza che la domanda di fondi è venuta questa volta dall'Europa e non, come nel 1969, dagli Stati Uniti.

Durante il 1969 l'afflusso di fondi sul mercato aveva superato in ampiezza il drenaggio operato dalle banche negli Stati Uniti; analogamente, nel 1970, i nuovi prestiti in eurodivise fuori degli Stati Uniti sono stati di gran lunga superiori al volume di fondi restituito al mercato dalle banche di quel paese. Ciò dimostra chiaramente che non esiste una determinata offerta di fondi a disposizione del mercato, errante da un paese all'altro di concerto con gli spostamenti della domanda di credito da un'area all'altra, ma piuttosto che il mercato, con l'attrarre fondi dai vari mercati finanziari nazionali, può espandere le proprie risorse per far fronte alla richiesta di qualunque mutuatario disposto a pagare il prezzo necessario.

Tanto dal lato dell'offerta che della domanda, le fonti cui è dovuto lo sviluppo registrato dal mercato lo scorso anno sono state diverse da quelle del 1969. Per quanto riguarda l'offerta, due sono state le principali differenze. In primo luogo, la quota rappresentata dalle monete diverse dal dollaro nell'offerta di nuovi fondi sul mercato è aumentata assai considerevolmente passando - sulla base degli importi lordi - dal 15% a poco più del 30%. In ampia misura vi ha contribuito il marco tedesco, dal momento che i rendimenti senza copertura dei depositi in euromarchi sono risultati mediamente più elevati che nel 1969. Inoltre, nell'ambito della quota in dollari del mercato, laddove nel 1969 i saggi eccezionalmente alti pagati dalle eurobanche avevano attirato direttamente da detentori non bancari un volume di mezzi monetari

più ampio del consueto, lo scorso anno l'offerta di nuovi fondi è in gran parte scaturita da banche. In particolare, ciò ha comportato un considerevole incremento nel volume dei mezzi detenuti sul mercato da autorità monetarie ufficiali di molte parti del mondo, come effetto di un aumento assai ampio delle riserve in dollari e al tempo stesso dell'incapacità del mercato monetario SU di offrire, come nel 1969, saggi competitivi ai depositanti esteri ufficiali.

Dal lato della domanda, la principale caratteristica del mercato nel 1970 è stata che gli operatori non bancari, specialmente in Europa, si sono sostituiti alle banche SU quale più importante gruppo di mutuatari. Date le restrizioni creditizie generalmente vigenti in Europa, e con le banche della maggior parte dei paesi europei limitate nella loro attività creditizia interna da massimali o da più alti coefficienti marginali di riserva sull'indebitamento verso l'estero, si è verificato, per la prima volta nella storia di questo mercato, un incremento assai forte dei prestiti diretti alle società non bancarie. Il ricorso di queste all'indebitamento in eurodivise, particolarmente nei paesi privi di controlli valutari, ha costituito, per l'efficacia della politica intesa a limitare il credito interno, una minaccia che, non sempre, ha potuto essere scongiurata a mezzo di misure monetarie dirette a compensarne gli effetti. Per di più, questo ampliarsi dei contatti diretti tra eurobanche e clienti non bancari sembra aver accelerato il processo di trasformazione della durata dei crediti cui il mercato delle eurodivise ha dato avvio. Un altro aspetto dello spostamento nella domanda di eurodollari non più dovuta alle banche negli Stati Uniti, è che, mentre nel 1969 il mercato era andato gradatamente diventando un'appendice del sistema bancario SU, nel 1970 l'iniziativa è passata, in certa misura, dalle filiali estere delle banche SU ad altre banche del mercato. Infine, sempre dal lato della domanda, la quota rappresentata da divise diverse dal dollaro nello sviluppo del mercato è aumentata considerevolmente, tra il 1969 ed il 1970, dal 15 a quasi il 35 %.

Posizioni globali. Dopo essere aumentate nel 1969 di \$24,8 e 23 miliardi, passività e attività verso l'estero in valute nazionali ed estere delle banche degli otto paesi europei dichiaranti si sono accresciute rispettivamente di altri \$22,6 e 21,1 miliardi nel 1970. Come nell'anno precedente, il grosso di questa espansione è stato in divise estere, mentre passività e attività in valute nazionali sono aumentate, rispettivamente, di soli \$4,2 e 1,2 miliardi sino a raggiungere \$18,7 e 9,7 miliardi. L'aumento delle attività sull'estero in valuta nazionale va principalmente ascritto alla Svizzera (+\$1,3 miliardi), e quello delle passività a Svizzera (+\$1,6 miliardi), Germania (+\$1,3 miliardi), Regno Unito (+\$0,6 miliardi) e Francia (+\$0,4 miliardi).

L'incremento delle passività esterne in dollari delle banche europee dichiaranti è sceso da \$19,3 a 12,5 miliardi tra il 1969 ed il 1970, e quello delle attività nella stessa valuta da \$17,2 a 12,7 miliardi. Il leggero aumento di \$0,2 miliardi nelle attività nette è dovuto al fatto che gli impieghi in eurodivise della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) sono compresi fra le attività delle banche svizzere; non tenendo conto della BRI, si registra invece un incremento delle passività nette, il quale rispecchia conversioni di dollari in altre divise estere e prestiti in dollari a residenti. Non soltanto la dimensione, ma anche la composizione della variazione intervenuta nelle attività e passività lorde in dollari è stata completamente diversa rispetto al 1969. Rispecchiando il fatto che il centro dell'indebitamento in eurodollari si è

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

Fine	Dollari			Altre valute estere*					
	Nei confronti di		Totale	Nei confronti di		Totale*	Di cui		
	banche	settore non bancario		banche	settore non bancario		marchi tedeschi	franchi svizzeri	sterline
milioni di dollari SU									
Passività									
1966 Dicembre .	10.640	4.130	14.770	3.060	510	3.570	970	1.220	710
1967 Giugno . .	10.840	4.090	14.930	3.610	510	4.120	1.470	1.300	950
1967 Dicembre .	13.440	4.680	18.120	3.680	470	4.150	1.670	1.400	800
1968 Giugno . .	15.990	6.390	22.380	4.890	700	5.590	2.180	2.030	1.020
1968 Dicembre .	20.630	6.240	26.870	5.620	1.040	6.660	3.010	2.290	800
1969 Marzo . . .	22.280	7.600	29.880	6.490	930	7.420	3.060	2.800	900
1969 Giugno . .	29.270	8.690	37.960	7.790	1.320	9.110	4.260	3.290	910
1969 Settembre .	31.580	9.960	41.540	8.600	1.340	9.940	4.800	3.790	760
1969 Dicembre .	35.740	10.460	46.200	9.850	1.320	10.170	4.640	4.030	810
1970 Marzo . . .	34.950	11.100	46.050	9.860	1.370	11.030	4.420	4.970	970
1970 Giugno . .	39.440	11.000	49.440	11.040	1.660	12.700	5.550	5.350	950
1970 Settembre .	39.480	10.770	50.230	12.410	2.210	14.620	6.830	5.740	940
1970 Dicembre .	47.460	11.240	58.700	13.550	2.320	15.870	8.080	5.720	940
Attività									
1966 Dicembre .	13.970	2.100	16.070	3.150	690	3.840	1.420	930	800
1967 Giugno . .	13.930	2.650	16.580	3.670	810	4.480	1.670	830	1.340
1967 Dicembre .	16.460	3.430	19.890	3.720	850	4.570	2.060	1.110	870
1968 Giugno . .	21.240	4.320	25.560	4.200	1.340	5.540	2.730	1.570	600
1968 Dicembre .	25.280	5.150	30.430	5.480	1.500	6.980	3.920	1.820	610
1969 Marzo . . .	28.420	5.230	33.650	5.380	1.670	7.050	4.020	1.850	590
1969 Giugno . .	36.340	5.940	42.280	6.700	2.030	8.730	5.380	2.010	670
1969 Settembre .	38.710	6.110	44.820	7.850	2.520	10.370	6.980	2.240	630
1969 Dicembre .	41.540	6.090	47.630	8.030	2.160	10.190	5.990	2.980	580
1970 Marzo . . .	40.210	6.760	46.970	8.820	2.470	11.290	6.270	3.490	880
1970 Giugno . .	43.470	8.560	52.030	9.560	2.980	12.540	6.850	3.930	710
1970 Settembre .	43.040	8.890	52.930	10.780	3.760	14.540	8.140	4.540	640
1970 Dicembre .	48.520	11.850	60.370	12.410	4.480	16.890	10.110	5.080	610
Posizione netta									
1966 Dicembre .	3.330	-2.030	1.300	90	180	270	450	-290	90
1967 Giugno . .	3.090	-1.440	1.650	60	300	360	200	-470	390
1967 Dicembre .	3.020	-1.250	1.770	40	380	420	390	-290	70
1968 Giugno . .	5.250	-2.070	3.180	-690	640	-50	550	-460	-420
1968 Dicembre .	4.650	-1.090	3.560	-140	460	320	910	-470	-190
1969 Marzo . . .	6.140	-2.370	3.770	-1.110	740	-370	960	-950	-310
1969 Giugno . .	7.070	-2.750	4.320	-1.090	710	-380	1.120	-1.280	-240
1969 Settembre .	7.130	-3.850	3.280	-750	1.160	430	2.180	-1.550	-130
1969 Dicembre .	5.800	-4.370	1.430	-820	840	20	1.350	-1.050	-230
1970 Marzo . . .	5.260	-4.340	920	-840	1.100	260	1.850	-1.480	-90
1970 Giugno . .	5.030	-2.440	2.590	-1.480	1.320	-160	1.300	-1.420	-240
1970 Settembre .	3.580	-860	2.700	-1.630	1.550	-80	1.310	-1.200	-300
1970 Dicembre .	1.080	610	1.670	-1.140	2.160	1.020	2.030	-640	-330

* Comprendenti, in aggiunta alle monete esposte separatamente, franchi francesi, fiorini e lire.

spostato dalle banche negli Stati Uniti alle società europee, l'aumento dei crediti in dollari verso le banche è rallentato da \$16,3 a 7 miliardi, mentre i crediti verso il settore non bancario, che nel 1969 avevano costituito solo il 5% dell'aumento globale dei crediti in dollari, sono saliti sei volte di più che l'anno precedente, e cioè di \$5,8 miliardi. Dal lato delle fonti, il quadro si è alquanto rovesciato. Le passività in dollari

verso il settore non bancario, che erano cresciute di \$4,2 miliardi nel 1969 in conseguenza dei molto elevati saggi d'interesse e dell'indebolimento dei mercati finanziari, sono salite di soli \$0,8 miliardi.

In contrasto con l'andamento della quota in dollari del mercato, l'espansione della posizione esterna delle banche nelle altre sei valute dichiarate è stata più ampia che nel 1969. Dopo essere aumentate in tale anno di \$3,5 e 3,2 miliardi, passività ed attività sono salite rispettivamente di \$5,7 e 6,7 miliardi nel 1970. Nei confronti del settore non bancario le passività si sono accresciute di \$1 miliardo (sino a \$2,3 miliardi) e i crediti si sono più che raddoppiati, passando a \$4,5 miliardi. Il fattore singolo più importante che spiega questo sviluppo è costituito dai prestiti alla Germania. Infatti, il marco tedesco da solo ha coperto circa il 60% dell'espansione di attività e passività in divise straniere diverse dal dollaro, ed il franco svizzero un altro 30%. La quota rappresentata dalla sterlina nel totale delle posizioni in valute estere ha continuato a ridursi.

Singoli paesi dichiaranti. Non a caso, le banche del *Regno Unito* hanno subito lo scorso anno le maggiori conseguenze del minor ritmo di sviluppo del mercato. Le loro attività esterne in divise estere sono aumentate di \$6,4 miliardi, dopo un incremento di \$11,8 miliardi nel 1969. Gli effetti dei rimborsi provenienti dalle banche SU sono stati naturalmente avvertiti, più in particolare, dai loro uffici di Londra, i cui nuovi prestiti in valute estere sono diminuiti tra un anno e l'altro da \$7,8 a 1,3 miliardi. Le attività esterne in divisa estera delle altre banche nel Regno Unito, per contro, sono cresciute più celermente che nel 1969, e cioè di \$5,1 miliardi rispetto a \$4 miliardi. Il diverso ruolo ricoperto dalle filiali londinesi delle banche SU appare dal fatto che esse, laddove nel 1969 avevano sollecitato fondi da altre banche nel Regno Unito per convogliarli verso le proprie sedi centrali, nel 1970 hanno impiegato una gran parte dei fondi ottenuti dall'estero per prestarli ad altre banche RU. Come risultato, la loro posizione attiva esterna netta, che era cresciuta di \$0,8 sino a 1,7 miliardi nel 1969, si è annullata nel 1970.

Un altro fenomeno degno di nota è stato il forte aumento dei prestiti diretti in divise estere di banche RU al settore non bancario estero. Dopo essere aumentate di pochissimo nel 1969, le attività nei confronti di tale settore sono raddoppiate da \$5,6 a 11,3 miliardi. Come conseguenza dei rimborsi effettuati da banche negli Stati Uniti, i crediti verso banche sono saliti solamente di \$0,8 miliardi.

Il rallentamento nella espansione delle attività sull'estero delle banche RU è interamente dovuto alle attività in dollari che, dopo essere salite di \$10,3 miliardi nel 1969, sono aumentate soltanto di \$4 miliardi. La decelerazione nello sviluppo delle passività in dollari è stata peraltro molto meno pronunciata. Di conseguenza, la loro posizione debitoria esterna netta in dollari è salita da \$0,5 a 2,2 miliardi; di tale incremento, \$1 miliardo sono stati utilizzati per prestiti netti in dollari a residenti non bancari, e \$0,6 miliardi sembra siano stati convertiti in altre principali eurodivise. Le conversioni in sterline delle banche RU, per contro, si sono dimostrate assai esigue. Al fine di consolidare la stretta creditizia interna e di evitare l'insorgere di un troppo ampio volume di indebitamento a breve in valuta estera, la durata dei debiti in eurodivise dei residenti RU per scopi interni è stata limitata, nel gennaio 1971, a periodi di cinque anni o più.

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

Paesi	Fine mese	Dollari SU			Altre valute ¹		
		Passività	Attività	Posi- zione netta	Passività	Attività	Posi- zione netta
milioni di dollari S.U.							
Belgio-Lussemburgo . . .	1969 Dicembre	2.110	2.410	300	1.890	1.180	— 710
	1970 Marzo	2.090	2.390	300	1.950	1.340	— 610
	Giugno	2.600	2.800	200	2.420	1.970	— 450
	Settembre	2.760	2.760	—	2.760	2.400	— 360
	Dicembre	3.730	3.330	— 400	3.020	2.900	— 120
Francia	1969 Dicembre	5.310	5.430	120	2.180	1.540	— 640
	1970 Marzo	5.150	5.160	10	2.150	1.530	— 620
	Giugno	5.100	5.240	140	2.160	1.710	— 450
	Settembre	5.410	5.200	— 210	2.350	1.980	— 370
	Dicembre	6.650	6.010	— 640	2.410	2.120	— 290
Germania	1969 Dicembre	2.000	1.670	— 330	90	120	30
	1970 Marzo	2.030	1.670	— 360	150	160	10
	Giugno	1.660	1.480	— 180	140	160	20
	Settembre	1.980	1.670	— 310	180	190	10
	Dicembre	2.690	2.060	— 640	180	190	10
Italia	1969 Dicembre	4.650	4.780	130	1.640	1.620	— 20
	1970 Marzo	4.110	4.160	50	1.540	1.770	230
	Giugno	4.410	4.330	— 80	1.550	1.890	330
	Settembre	4.630	4.620	— 10	1.930	2.170	240
	Dicembre	6.930	6.650	— 280	2.440	2.670	230
Paesi Bassi	1969 Dicembre	1.590	2.140	550	980	700	— 280
	1970 Marzo	1.760	2.240	480	1.260	930	— 330
	Giugno	1.960	2.630	670	1.490	1.060	— 430
	Settembre	1.840	2.820	980	1.910	1.270	— 640
	Dicembre	2.090	2.970	880	1.930	1.300	— 630
Regno Unito	1969 Dicembre	25.780	25.260	— 520	2.710	3.230	520
	1970 Marzo	26.050	25.310	— 740	3.200	3.640	440
	Giugno	28.550	27.850	— 700	4.030	4.140	110
	Settembre	28.590	27.680	— 910	4.450	4.730	280
	Dicembre	31.400	29.250	— 2.150	4.640	5.620	980
Svezia	1969 Dicembre	300	420	120	150	220	70
	1970 Marzo	300	400	100	230	290	60
	Giugno	340	460	120	240	300	60
	Settembre	440	580	140	160	210	50
	Dicembre	320	520	200	150	200	50
Svizzera ²	1969 Dicembre	4.460	5.520	1.060	530	1.580	1.050
	1970 Marzo	4.560	5.640	1.080	550	1.630	1.080
	Giugno	4.820	7.240	2.420	670	1.320	650
	Settembre	4.580	7.600	3.020	880	1.590	710
	Dicembre	4.890	9.590	4.700	1.100	1.890	790
Totale	1969 Dicembre	46.200	47.630	1.430	10.170	10.190	20
	1970 Marzo	46.050	46.970	920	11.030	11.290	260
	Giugno	49.440	52.030	2.590	12.700	12.540	— 160
	Settembre	50.230	52.930	2.700	14.620	14.540	— 80
	Dicembre	58.700	60.370	1.670	15.870	16.890	1.020
Canada	1969 Dicembre	4.240	6.170	1.930	90 ³	140 ³	50
	1970 Marzo	4.360	6.090	1.730	100 ³	130 ³	30
	Giugno	4.850	6.450	1.600	140 ³	130 ³	— 10
	Settembre	5.040	6.750	1.710	100 ³	160 ³	60
	Dicembre	5.370	7.430	2.060	130 ³	170 ³	40
Giappone	1969 Dicembre	3.810	5.470	1.660	330	360	30
	1970 Marzo	3.880	5.300	1.420	300	340	40
	Giugno	3.940	5.560	1.620	400	330	— 70
	Settembre	3.950	6.250	2.300	310	350	40
	Dicembre	4.670	6.970	2.200	310	410	100

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

In *Germania*, nonostante l'introduzione, a partire da aprile 1970, di una riserva obbligatoria addizionale del 30% sugli aumenti delle passività esterne delle banche, l'indebitamento esterno netto di queste in valuta nazionale ed estera è cresciuto lo scorso anno da \$ 2 a 3,7 miliardi. Di questa espansione, \$ 1,4 miliardi sono stati in marchi tedeschi e solo in parte hanno rispecchiato debiti in eurodivise. Infatti, una quota considerevole è rappresentata dall'aumentato utilizzo del marco tedesco a scopi di riserva. Perciò, le passività delle banche tedesche verso autorità monetarie straniere sono salite di \$ 0,8 miliardi nel 1970, e la più gran parte di tale incremento è apparsa concernere il marco tedesco. Le passività esterne nette in valuta estera sono salite soltanto di \$ 0,3 miliardi, a \$ 0,6 miliardi. Di gran lunga la maggior parte dell'indebitamento tedesco in eurodivise nel 1970 ha riguardato il settore non bancario, e non si rispecchia ovviamente in tali cifre.

La posizione esterna delle banche in *Svizzera*, compresa quella in eurodivise della BRI, ha continuato ad espandersi assai vigorosamente nel corso del 1970. Le loro passività esterne sono salite di \$ 1,6 miliardi in franchi svizzeri e di \$ 1,1 miliardi in valute estere, mentre le loro attività sono aumentate, rispettivamente, di \$ 1,3 e 4,6 miliardi.

In *Francia*, le passività esterne nette delle banche si sono accresciute di \$ 0,7 miliardi sino a raggiungere \$ 1,8 miliardi: metà dell'aumento è stato in valuta nazionale. Solo in dollari, le loro posizioni esterne nette sono passate da un attivo di \$ 0,1 miliardo ad un passivo di \$ 0,6 miliardi, mentre nel contempo esse hanno ridotto di \$ 0,6 miliardi i loro depositi di dollari presso la Banca di Francia. Per contro, le loro passività esterne nette nelle altre valute estere dichiarate si sono ridotte di \$ 0,3 miliardi.

Le banche del *Belgio-Lussemburgo* hanno registrato il più ampio incremento percentuale - pari al 70% - nelle attività e passività esterne in divise estere. Peraltro, le loro posizioni nette globali hanno manifestato variazioni relativamente modeste. La loro posizione esterna netta in dollari è divenuta, da attiva per \$ 0,3 miliardi, passiva per \$ 0,4 miliardi; l'indebitamento netto in altre valute estere è tuttavia diminuito di \$ 0,6 miliardi. I crediti verso il settore estero non bancario sono balzati da \$ 0,6 a 2,4 miliardi, costituiti soprattutto di dollari e marchi tedeschi.

In *Italia*, quasi l'intero aumento nelle passività e attività esterne in valute estere delle banche - aumento pari, rispettivamente, a \$ 3,1 e 2,9 miliardi - è intervenuto durante il quarto trimestre del 1970; ed una parte considerevole di queste variazioni dell'ultimo trimestre sembra debba essere posta in relazione con operazioni di fine anno. I prestiti in valuta estera a residenti sono appena saliti di \$ 0,2 miliardi, a \$ 2 miliardi.

Fonti ed impieghi. Le tabelle alle pagine 181 e 182 indicano le origini e le destinazioni dei flussi di eurodivise. Le differenze di contenuto e di concezione tra le due tabelle sono state illustrate nella precedente Relazione annuale (pagine 165 e 168). La novità è quest'anno rappresentata dall'inclusione nella tabella di pagina 181 di una valutazione del volume globale di tutte le monete dichiarate. In parte a causa del fatto che i dati riguardanti le altre monete sono meno completi di quelli concernenti il dollaro, la loro inclusione complica il compito di stimare la dimensione del mercato

ed amplia necessariamente i relativi margini di errore. Tuttavia, in considerazione della rilevanza quantitativa dei flussi di euromarchi tedeschi ed eurofranchi svizzeri manifestatisi nel 1970, un panorama limitato al solo dollaro non sarebbe stato del tutto soddisfacente.

Tre sono i punti significativi che emergono dalle cifre esposte nella tabella di pagina 181. In primo luogo, esse sono state ottenute col definire tutte le passività ed attività verso l'area esterna come fonti originarie ed impieghi finali dei fondi in eurodivise. Pertanto, non vi è alcun effetto sul calcolo al netto quando tali fondi sono prestati a banche fuori dell'area e da queste ridepositati presso banche all'interno dell'area dichiarante medesima. Secondariamente, le cifre figuranti nella parte della tabella riguardante il dollaro, tanto sotto le fonti che sotto gli impieghi, comprendono tutti i flussi creditizi di eurodollari, anche se questi compaiono sotto veste di dollari su un lato soltanto del bilancio delle banche dichiaranti. Per cui, i fondi ricevuti sotto forma di dollari, ma convertiti dalle banche in marchi tedeschi, verranno ad essere anche compresi, dal lato degli impieghi in dollari, sotto la voce "Banche".

In terzo luogo, è opportuno sottolineare che, contrariamente a quanto talvolta si ritiene, la dimensione della componente in dollari del mercato delle eurodivise non si esaurisce con il volume globale delle passività liquide delle banche SU verso non residenti. In effetti, a fine 1970, la prima si ragguagliava a \$46 miliardi e le seconde a \$42,7 miliardi. Inoltre, la cifra di \$42,7 miliardi comprende considerevoli attività in dollari direttamente detenuti negli Stati Uniti da non residenti diversi da eurobanche, ed in particolare da autorità monetarie estere. Il mercato delle eurodivise rappresenta in sostanza un veicolo per i flussi finanziari internazionali. La quota in dollari del mercato, quale appare quantificata nella tabella di pagina 181, rappresenta semplicemente l'importo globale di quei fondi che hanno assunto veste di dollari durante il loro percorso attraverso le banche degli otto paesi europei dichiaranti. Il fatto che questi flussi siano stilati in dollari non li rende affatto diversi dagli altri flussi finanziari sotto il profilo della loro relazione con le passività liquide esterne dichiarate dalle banche negli Stati Uniti. In particolare, i flussi di capitali in dollari tra paesi diversi dagli Stati Uniti — che coprono la maggior parte del credito in eurodollari in essere a fine 1970 — non hanno alcuna rilevanza quanto al volume delle passività liquide di quel paese, ma solo quanto alla loro distribuzione geografica.

Al netto delle duplicazioni che si verificano quando i flussi creditizi passano attraverso più di una banca dichiarante nel loro cammino dai prestatori originari ai prenditori finali, si valuta che il volume globale del credito in eurodivise fluito attraverso le banche degli otto paesi europei dichiaranti si sia sviluppato dai \$44 miliardi circa di fine 1969 a ben \$57 miliardi al termine dell'anno successivo. Questo aumento di \$13 miliardi è sopravvenuto nonostante una flessione di \$3,7 miliardi nei crediti verso gli Stati Uniti. I rimborsi effettuati dalle banche SU alle loro filiali estere durante l'anno, pari a \$5,1 miliardi, sono stati di \$1,4 miliardi più ampi di tale flessione registrata nei crediti globali delle banche dichiaranti verso residenti SU; ed è probabile che la differenza tra le due variazioni rispecchi parzialmente l'indebitamento in eurodollari da parte del settore non bancario SU. Il che appare confermato dalle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti SU, che fanno rilevare un incremento di \$1,1 miliardi nelle passività non bancarie SU verso il Regno Unito.

Dimensione del mercato delle eurodivise (stima).

(Consistenza del credito in valuta estera fluito attraverso le banche dei paesi europei dichiaranti).

Paese o area	Fonti		Impieghi		Posizione netta ¹	
	Fine 1969	Fine 1970	Fine 1969	Fine 1970	Fine 1969	Fine 1970
in miliardi di dollari SU						
Totalità delle eurodivise						
Area europea dichiarante	22,3	28,5	15,2	24,9	- 7,1	- 3,6
di cui: banche ²	10,3	14,5	7,1	9,8	- 3,2	- 4,7
settore non bancario	12,0	14,0	8,1	15,1	- 3,9	+ 1,1
Stati Uniti	4,1	4,5	16,8	13,1	+ 12,7	+ 8,6
Resto del mondo	17,6	24,0	12,0	19,0	- 5,6	- 5,0
Totale	44,0	57,0	44,0	57,0	-	-
Dollari						
Area europea dichiarante	18,3	21,0	11,6	17,4	- 6,7	- 3,6
di cui: banche ²	8,5	11,3	6,0	7,3	- 2,5	- 4,0
settore non bancario	9,8	9,7	5,6	10,1	- 4,2	+ 0,4
Stati Uniti	3,8	4,2	16,5	12,7	+ 12,7	+ 8,6
Resto del mondo	15,4	20,8	9,4	15,9	- 6,0	- 4,9
Totale	37,5	46,0	37,5	46,0	-	-

¹ Un segno negativo indica che il paese o area in questione è fornitore netto di fondi in eurodivise, mentre un segno positivo indica che è utilizzatore netto.

² Comprende: (a) sotto le "Fonti", i depositi di istituzioni monetarie ufficiali dell'area dichiarante, le conversioni effettuate da banche di valuta nazionale in estera e i fondi in valute estere che le banche dichiaranti hanno ottenuto dalle banche nei paesi di emissione della valuta di cui trattasi (quali i fondi ricevuti in marchi tedeschi da banche tedesche);

(b) sotto gli "Impieghi", le conversioni effettuate da banche di valuta estera in nazionale e fondi in valute estere forniti da banche dichiaranti alle banche commerciali dei paesi di emissione della valuta di cui trattasi (quali i fondi in DM depositati presso banche tedesche).

³ Comprende: (a) sotto le "Fonti", depositi di istituzioni monetarie dell'area dichiarante e conversioni effettuate da banche di fondi in valuta nazionale o di paesi terzi in dollari;

(b) sotto gli "Impieghi", fondi convertiti da dollari in valuta nazionale o di paesi terzi.

La flessione delle attività verso gli Stati Uniti è stata più che compensata da un'espansione nei crediti verso il resto dell'area esterna, di \$7 miliardi, pari cioè due volte e mezzo più del 1969, quando la domanda proveniente dalle banche SU era stata tale da limitare le disponibilità del mercato per gli altri prenditori. Oltre il 90% di questi \$7 miliardi è stato stilato in dollari, ed il 60% circa ha preso corpo durante la seconda parte dell'anno. Per di più, si osserva che una parte considerevole dell'incremento è stata rappresentata da prestiti al settore non bancario. I crediti verso "Altri paesi dell'Europa occidentale" sono saliti di \$1,3 miliardi, quelli verso il Canada di \$1 miliardo e di altrettanto quelli verso l'America latina. Altri importanti prenditori sono stati il Giappone (\$0,9 miliardi) ed i paesi dell'Europa orientale (\$0,6 miliardi). L'aumento più cospicuo, di \$1,9 miliardi, è stato registrato nei confronti di "Altri paesi", per i quali non è possibile un quadro più dettagliato ma che comprendono le Bahama e le Bermuda.

All'interno dell'area i crediti sono cresciuti di \$9,7 miliardi, metà circa dei quali appare essere costituita da divise diverse dal dollaro, specialmente da marchi tedeschi (l'aumento di \$10 miliardi nei crediti in dollari interni all'area, esposto nella tabella di pagina 182, comprende considerevoli duplicazioni). Inoltre, \$7 miliardi di tale incremento rappresentano prestiti diretti al settore non bancario e, in larga misura, rispecchiano l'indebitamento in eurodivise delle aziende private tedesche e britanniche e delle società italiane a partecipazione statale. Lo sviluppo, stimato in \$2,7 mi-

**Posizioni in valute estere di banche europee dichiaranti
verso non residenti.**

Posizioni	Dicembre 1969			Giugno 1970			Dicembre 1970		
	Dollari	Altre valute*	Totale	Dollari	Altre valute*	Totale	Dollari	Altre valute*	Totale
milioni di dollari SU									
Passività									
<i>Fuori dell'area</i>									
Altri paesi									
dell'Europa occidentale	2.790	410	3.200	2.810	480	3.290	4.470	640	5.110
Europa orientale	1.030	370	1.400	850	470	1.320	1.020	620	1.640
Canada	2.940	120	3.060	3.410	70	3.480	3.780	140	3.920
Giappone	400	30	430	340	30	370	550	30	580
America latina	2.550	160	2.730	2.940	240	3.180	3.670	440	4.110
Medio Oriente	2.000	270	2.270	2.440	430	2.870	2.680	440	3.120
Altri paesi	3.690	880	4.570	4.360	740	5.100	4.670	860	5.530
Totale	15.400	2.260	17.660	17.150	2.460	19.610	20.840	3.170	24.010
Stati Uniti	4.550	260	4.810	5.040	150	5.190	5.000	240	5.240
Totale fuori dell'area	19.950	2.520	22.470	22.190	2.610	24.800	25.840	3.410	29.250
<i>All'interno dell'area</i>									
Belgio	2.320	440	2.760	2.170	630	2.800	2.050	930	2.980
Francia	3.470	700	4.170	2.990	800	3.790	3.940	1.150	5.090
Germania	660	1.050	1.910	1.110	1.430	2.540	1.470	1.660	3.130
Italia	4.230	940	5.170	3.350	1.140	4.490	5.000	1.560	6.560
Paesi Bassi	1.780	620	2.400	2.190	790	2.980	2.500	860	3.360
Regno Unito	4.770	670	5.440	5.160	940	6.100	5.990	1.070	7.060
Svezia	250	90	340	300	110	410	360	80	440
Svizzera	7.910	3.490	11.400	9.250	4.540	13.790	10.970	5.510	16.480
Totale all'interno dell'area	25.590	8.000	33.590	26.520	10.380	36.900	32.280	12.820	45.100
Non individuate	660	—	660	730	—	730	580	—	580
Totale complessivo	46.200	10.520	56.720	49.440	12.990	62.430	58.700	16.230	74.930
Attività									
<i>Fuori dell'area</i>									
Altri paesi									
dell'Europa occidentale	1.610	580	2.190	1.880	650	2.530	2.600	950	3.450
Europa orientale	1.000	530	1.530	1.280	560	1.850	1.650	500	2.150
Canada	1.360	110	1.470	1.670	140	1.810	2.320	160	2.480
Giappone	1.490	210	1.700	1.890	230	2.120	2.320	230	2.550
America latina	1.440	660	2.100	1.970	680	2.650	2.470	680	3.150
Medio Oriente	460	80	540	450	70	520	810	80	890
Altri paesi	2.120	370	2.490	3.060	420	3.480	3.780	600	4.380
Totale	9.480	2.540	12.020	12.210	2.750	14.960	15.950	3.100	19.050
Stati Uniti	17.750	260	18.010	17.560	280	17.840	13.990	350	14.340
Totale fuori dell'area	27.230	2.800	30.030	29.770	3.030	32.800	29.940	3.450	33.390
<i>All'interno dell'area</i>									
Belgio	1.360	990	2.350	1.660	1.160	2.820	2.260	1.410	3.670
Francia	3.300	930	4.230	3.120	1.040	4.160	4.680	1.200	5.880
Germania	1.610	2.280	3.890	1.730	3.430	5.160	2.870	5.410	8.280
Italia	3.060	740	3.800	3.160	700	3.860	5.510	1.070	6.580
Paesi Bassi	1.050	540	1.590	1.270	620	1.890	1.610	1.000	2.610
Regno Unito	7.480	1.120	8.600	8.610	1.690	10.300	10.250	1.970	12.220
Svezia	270	240	510	350	250	600	480	250	730
Svizzera	1.990	900	2.890	2.350	980	3.330	2.500	1.550	4.050
Totale all'interno dell'area	20.120	7.740	27.860	22.250	9.870	32.120	30.160	13.860	44.020
Non individuate	280	—	280	10	—	10	270	—	270
Totale complessivo	47.630	10.540	58.170	52.030	12.900	64.930	60.370	17.310	77.680

* Marchi tedeschi, franchi francesi, fiorini, lire, sterline, franchi svizzeri. Per le banche RU sono comprese le posizioni in ogni valuta estera; ciò spiega perchè i totali di questa tabella sono leggermente superiori a quelli delle tabelle di pagina 176 e 178.

liardi, degli utilizzi da parte di "banche" di fondi in eurodivise va ampiamente ascritto a conversioni di eurodollari in tali valute e all'assorbimento, da parte di banche tedesche, di fondi in DM dal mercato delle eurodivise.

Più ampi dettagli sui flussi all'interno dell'area possono ricavarsi dalla tabella di pagina 182. Vi si osservano incrementi di \$1,3 e 3,1 miliardi nelle attività delle banche dichiaranti verso la Germania in, rispettivamente, dollari e altre valute. I crediti verso il Regno Unito e l'Italia sono aumentati rispettivamente di \$3,6 e 2,8 miliardi, ma queste cifre dovrebbero essere considerate alla luce degli incrementi di \$1,6 e 1,4 miliardi intervenuti nelle passività verso i due paesi.

Dal lato delle fonti, circa \$6,2 miliardi dello sviluppo, stimato in \$13 miliardi, registrato dal credito in essere in eurodivise, appaiono provenire dall'interno dell'area europea dichiarante. La più gran parte di essi, e cioè \$4 miliardi circa, è scaturita da sorgenti bancarie. Le passività verso il settore non bancario all'interno dell'area dichiarante, la cui rapida espansione aveva caratterizzato in misura rilevante gli sviluppi delle eurodivise nel 1969, nel 1970 sono salite dell'importo relativamente modesto di \$2 miliardi, che si ritengono interamente costituiti da valute diverse dal dollaro. Fuori dell'area dichiarante, la passività verso gli Stati Uniti sono cresciute di soli \$0,4 miliardi, mentre i fondi forniti dal resto del mondo sono aumentati di \$6,4 miliardi, e cioè di soli \$0,8 miliardi meno che nel 1969. Le passività verso "Altri paesi dell'Europa occidentale" sono salite di \$1,9 sino a 5,1 miliardi, e quelle verso America latina, Canada e Medio Oriente di \$1,4, 0,9 e 0,8 miliardi rispettivamente.

Una parte considerevole dell'incremento dei fondi bancari provenienti dall'interno dell'area dichiarante, nonché dei fondi ricevuti dall'esterno dell'area (esclusi gli Stati Uniti), ha rispecchiato le più elevate disponibilità di eurodollari, sia dirette che indirette, delle istituzioni monetarie ufficiali. Nel 1969, essendo i depositi degli enti ufficiali esteri esentati dai limiti della Disposizione Q, le banche negli Stati Uniti avevano avuto la possibilità di offrire a tali enti saggi d'interesse competitivi con quelli correnti per i depositi in eurodollari. Ugualmente, dopo l'introduzione nel settembre 1969 di una riserva marginale del 10% sul loro indebitamento in eurodollari, le banche negli Stati Uniti hanno potuto permettersi di corrispondere sui depositi ufficiali (soggetti ad una riserva obbligatoria massima del 6%) interessi più elevati che non le loro filiali operanti sul mercato dell'eurodollaro.

Nel 1970, tuttavia, per effetto della graduale evoluzione della politica monetaria SU verso misure meno restrittive e della parziale sospensione della Disposizione Q in giugno, le banche SU hanno di nuovo potuto attingere normalmente ai fondi interni; nel medesimo tempo, la domanda proveniente da fonti europee ha condotto i saggi dell'eurodollaro ad un livello superiore a quello dei comparabili saggi negli Stati Uniti, con il risultato che le banche in questo paese non hanno più avuto interesse ad offrire alle autorità monetarie estere saggi competitivi con quelli correnti sul mercato dell'eurodollaro.

Si può aggiungere a questo proposito come non vi sia nulla di sorprendente nel fatto che autorità monetarie si siano rivolte lo scorso anno verso il mercato dell'eurodollaro. Per molte di esse, specialmente nei paesi meno sviluppati, riveste sempre un certo interesse ottenere un buon rendimento dalle loro riserve valutarie. Le banche

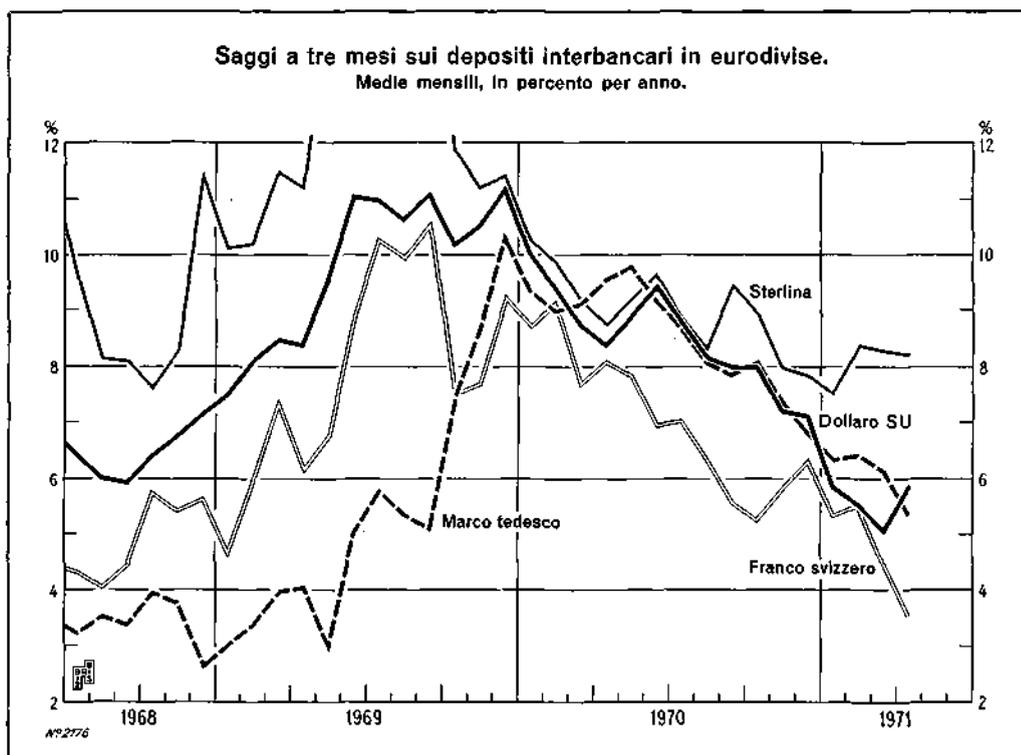
centrali hanno la responsabilità di preservare il valore delle attività monetarie ufficiali esterne dei rispettivi paesi, e molte di tali banche, quelle più piccole, dipendono dal reddito delle loro riserve valutarie; il che, in tempi di inflazione crescente, altro non significa se non assicurare che queste forniscano un ragionevole ricavo. Globalmente, l'incremento degli impieghi ufficiali sul mercato delle eurodivise nel 1970 può esser stato non molto inferiore a \$7 miliardi.

Su base netta, la principale caratteristica dei flussi di eurodivise lo scorso anno è stata un ritorno di fondi dagli Stati Uniti per \$4,1 miliardi, dei quali circa \$3,5 miliardi si valuta possano essersi diretti all'area europea dichiarante e \$0,6 miliardi al resto del mondo. Questo secondo importo comprende, tra l'altro, nuovi debiti netti per \$0,7 e 0,4 miliardi contratti rispettivamente dal Giappone e da paesi dell'Europa orientale, nonché nuovi prestiti netti per \$0,6 e 0,5 miliardi concessi da "Altri paesi dell'Europa occidentale" e dal Medio Oriente.

Andamento dei saggi d'interesse. Il periodo sotto rassegna ha visto rovesciarsi il forte aumento dei saggi d'interesse che, nel 1969, aveva condotto i saggi sulle eurodivise a livelli senza precedenti. Nel primo trimestre del 1970 le prime avvisaglie di una situazione monetaria meno tesa negli Stati Uniti e l'inversione delle operazioni di fine anno diedero luogo ad un considerevole miglioramento delle condizioni di mercato. In conseguenza della decisione di elevare i limiti della Disposizione Q nella seconda quindicina di gennaio e di una flessione dei saggi sul mercato monetario SU, divenne gradatamente più agevole per le banche SU procurarsi fondi sul mercato interno. Pertanto, tra il 14 gennaio e il 22 aprile esse hanno ridotto il loro indebitamento in eurodollari da \$14 a 11,5 miliardi ed il saggio a tre mesi sull'eurodollaro è caduto dall'11,625% intorno alla metà di dicembre 1969 all'8% a metà aprile 1970.

Nella seconda metà di aprile, peraltro, un imprevisto peggioramento nel clima dei mercati monetario e finanziario SU ha provocato di nuovo un inasprimento della situazione sul mercato delle eurodivise. I prelievi delle banche SU dalle loro filiali estere hanno ripreso a crescere, mentre, contemporaneamente, si andava manifestando una forte domanda europea di fondi in eurodivise, determinata in parte dall'indebitamento su larga scala delle aziende a partecipazione statale italiane. Il saggio a tre mesi sull'eurodollaro è risalito in giugno ad oltre il 9,5% e l'espansione del mercato è bruscamente accelerata, essendo attività e passività esterne in valuta estera delle banche europee dichiaranti cresciute di \$6,3 e 5,1 miliardi rispettivamente nel corso del secondo trimestre.

Il 24 giugno, le autorità SU hanno sospeso i limiti della Disposizione Q sui depositi a tempo di \$100.000 o più con scadenza da 30 a 89 giorni. Ciò ha voluto dire che le banche SU hanno riguadagnato un più libero accesso ai fondi interni e che il loro ricorso a mezzi esteri è tornato ad essere subordinato a considerazioni di costo, prima e piuttosto che di disponibilità. Poichè, nella seconda metà di giugno, i corrispondenti saggi sull'eurodollaro facevano premio per circa un punto e mezzo su quelli dei certificati di deposito, e poichè l'indebitamento in eccedenza ai limiti esenti da riserva era stato assoggettato a più elevati saggi di riserva obbligatoria, le banche SU hanno ridotto i loro debiti verso le filiali estere di \$1,8 miliardi (a \$10,3 miliardi) tra il 24 giugno ed il 5 agosto, procurandosi nel contempo \$5,5 miliardi sul mercato



interno mediante l'emissione di nuovi certificati di deposito. Il saggio a tre mesi sull'eurodollaro è sceso all'8% circa intorno alla metà di agosto, e sarebbe anche ulteriormente diminuito se non fosse stato per la fortissima domanda di fondi da parte di mutuatari non bancari europei, in particolare tedeschi.

Ad agosto la maggior parte delle banche aveva raggiunto i limiti del proprio indebitamento esente da riserva e, in considerazione delle prospettive ancora alquanto incerte del mercato creditizio SU, esitava a scendere al disotto. Per di più, la caduta dei saggi sull'eurodollaro aveva considerevolmente ridotto il vantaggio di costo dei fondi raccolti tramite i certificati di deposito. Verso la fine di settembre, tuttavia, la tendenza discendente dei saggi d'interesse SU si è fatta più pronunciata e le banche SU hanno preso ad eliminare assai rapidamente le loro quote esenti da riserva. Sul finire di novembre le autorità SU hanno cercato di contenere questi rimborsi raddoppiando dal 10 al 20% le riserve obbligatorie su ogni debito eccedente il limite di esenzione dalle riserve stesse (tale limite si abbassa automaticamente se una banca riduce il proprio indebitamento in eurodollari al disotto della propria base esente da riserva quale risulta dal livello dell'indebitamento medesimo nel periodo assunto per il calcolo delle riserve, corrispondente al mese di novembre 1970). Nonostante questo provvedimento, le banche hanno continuato a ridurre nei confronti delle filiali estere le loro passività, le quali sono cadute da \$10,5 a 7,9 miliardi tra la metà di settembre 1970 e quella di gennaio 1971; nel medesimo tempo le loro passività interne in certificati di deposito sono salite da \$21,1 a 27 miliardi.

Nonostante il forte riflusso di fondi dagli Stati Uniti, i saggi dell'eurodollaro sono diminuiti nel quarto trimestre molto meno che quelli del mercato monetario

SU. Ciò è dovuto in parte ai consueti effetti di fine anno e in parte al persistente forte indebitamento non bancario (specialmente in Germania e Regno Unito). L'espansione del mercato delle eurodivise è nuovamente accelerata durante il trimestre. Infatti, ai livelli di \$8,5 e 7,4 miliardi rispettivamente, gli incrementi delle passività ed attività esterne in dollari delle banche europee dichiaranti sono stati i secondi per ampiezza sinora registrati in ogni trimestre, sebbene tali cifre siano naturalmente gonfiate dai consueti fattori di fine anno.

Un aspetto saliente del mercato delle eurodivise nel 1970 è stata l'assenza di quei larghi margini tra i saggi delle varie valute che avevano caratterizzato la maggior parte del 1969. Nei primi nove mesi di tale anno, ad esempio, i depositi a tre mesi in DM avevano reso cinque punti in meno di quelli in dollari, ed i depositi in sterline, talvolta, anche quasi 10 punti in più. Questi margini si erano ristretti assai presto con il ritorno della fiducia sui mercati dei cambi, seguita alla rivalutazione del DM; nel 1970 i differenti saggi si sono mantenuti molto più vicini gli uni agli altri. Trasferitosi il punto focale della domanda di eurodivise dagli Stati Uniti alla Germania, i saggi sui depositi in DM a tre mesi sono venuti a trovarsi del 3% in media più elevati che nel 1969 e, talvolta, hanno superato i corrispondenti saggi del dollaro. Ciò contribuisce a spiegare il perchè della rapidissima crescita dei depositi in euromarchi nel 1970.

Il movimento discendente dei saggi del mercato monetario SU ha nuovamente acquistato velocità ai primi del 1971, acuendo quindi l'incentivo per le banche SU a rimborsare eurodollari. Ed infatti, tra metà gennaio e metà maggio, esse hanno ridotto i loro debiti con le filiali estere da \$7,9 a 1,6 miliardi. Al fine di attuare l'impatto internazionale di questi rimborsi le autorità SU hanno preso a far tornare negli Stati Uniti parte dei fondi in questione offrendo alle filiali estere delle banche speciali titoli, che avrebbero potuto essere computati dalle loro sedi centrali SU ai fini delle proprie quote esenti da riserva. Pertanto, \$1 miliardo e \$0,5 miliardi di carta speciale emessa dalla Export-Import Bank SU sono stati assorbiti dalle filiali estere, rispettivamente, a gennaio e marzo, e altri \$1,5 miliardi e \$0,5 miliardi di carta emessa dal Tesoro SU hanno avuto identico collocamento, rispettivamente in aprile e maggio. Questa ricanalizzazione di fondi ha naturalmente mitigato le pressioni al ribasso esercitate dai rimborsi delle banche SU tanto sul volume del mercato che sui saggi dell'eurodollaro, ed i premi dei saggi a tre mesi dell'eurodollaro sui corrispondenti saggi dei certificati di deposito negli Stati Uniti si sono ampliati dallo 0,8% di metà gennaio a ben oltre l'1,5% nella prima metà di aprile. L'entità di questo premio ha di per sé stessa dovuto spiegare una significativa influenza sul volume dei rimborsi delle banche SU.

Il saggio a tre mesi sul dollaro è sceso da poco più del 6% ai primi di gennaio al 5% nelle prime tre settimane di marzo. In aprile, gli sforzi compiuti dalle autorità monetarie SU per far sì che i saggi d'interesse a lungo termine risentissero maggiormente l'influenza delle migliorate condizioni monetarie, e per spingere all'insù i saggi a breve onde favorire la posizione internazionale del dollaro, hanno cominciato a ripercuotersi sui saggi dell'eurodollaro, i quali sono nuovamente saliti al 6,25% alla fine del mese. Ed ai primi di maggio la tempesta scatenatasi sui mercati dei cambi non ha risparmiato il campo delle eurodivise. La prospettiva di variazioni di parità ha dato luogo sia ad alcuni prelievi di fondi dal mercato, sia ad una forte domanda di

dollari da convertire nelle valute considerate candidate alla rivalutazione. Come ci si poteva aspettare, le tensioni sono state particolarmente avvertite nel settore del breve termine ed il saggio per il denaro alla giornata è stato spinto dal 5% circa in aprile ad una punta di oltre il 10% il 6 maggio. Il saggio a tre mesi, pure proseguendo la sua tendenza al rialzo, è stato anche sottoposto a pronunciate oscillazioni. Esso è balzato al 7,75% al colmo della crisi valutaria dei primi di maggio, è tornato ad un minimo del 6,75% nella seconda metà di tale mese e, in parte sotto l'influenza di ulteriori incertezze circa la sorte del marco tedesco, ha toccato una punta dell'8,25% il 2 giugno.

Nonostante l'inversione delle operazioni di fine anno, i rimborsi SU e l'imposizione da parte delle autorità RU di restrizioni sui debiti in valuta estera di residenti non bancari, il volume del credito in eurodivise appare essersi ben mantenuto nel primo trimestre del 1971. Una robusta domanda di fondi in eurodivise da parte di prenditori non bancari ha continuato a manifestarsi, specialmente in Germania. E, in considerazione del forte premio sui corrispondenti saggi del mercato monetario negli Stati Uniti, la flessione dei saggi sull'eurodollaro non ha dato luogo, a quanto sembra, a cospicui prelievi di fondi dal mercato. Nella misura in cui alcuni prelievi possono nondimeno aver avuto luogo, è verosimile essi siano stati più che annullati dall'influenza espansiva dell'amplissimo deficit registrato dalla bilancia dei pagamenti SU nel primo trimestre.

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.

Riesame dell'Accordo.

In seguito a un completo riesame del funzionamento dell'Accordo, eseguito nel 1968, esso è stato prorogato, senza modificazioni, per un ulteriore periodo di tre anni, cioè fino al 31 dicembre 1971, e soltanto le Direttive per l'applicazione dell'Accordo hanno subito alcuni emendamenti tecnici. L'Accordo stesso ha poi continuato a essere oggetto di esame, ma nè esso, nè le Direttive hanno subito ulteriori cambiamenti. Nel luglio 1970, tuttavia, il Comitato di Direzione, avvalendosi della facoltà di prendere decisioni relativamente all'esecuzione di regolamenti multilaterali, ha introdotto alcune misure procedurali in connessione con il funzionamento della garanzia di cambio. Al presente si sta procedendo ad un nuovo riesame generale dell'Accordo per decidere in merito al suo futuro dopo il 31 dicembre 1971.

Operazioni in base all'Accordo.

Fondo europeo. A fine marzo 1970, la consistenza dei crediti ammontava a \$ 115 milioni.* Di questo importo, \$ 100 milioni costituivano crediti accordati alla Turchia e \$ 15 milioni rappresentavano un credito concesso alla Grecia.

Il 5 febbraio 1971, data di scadenza delle operazioni di regolamento multilaterale per il mese di gennaio, la Grecia ha effettuato il rimborso di \$ 15 milioni, che rappresentano l'ultima quota dovuta sul credito di \$ 30 milioni concesso nel febbraio 1966.

Nel febbraio 1970 la Turchia ha chiesto il differimento dei rimborsi del nono e decimo credito ammontanti complessivamente a \$ 40 milioni, che scadevano il 30 aprile 1970 e della prima quota di \$ 5 milioni, del settimo credito, la cui restituzione

* 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.

sarebbe giunta a maturazione il 31 maggio 1970. In considerazione di circostanze eccezionali – il governo turco si era dimesso, essendo state le sue proposte di bilancio respinte dal parlamento – il Consiglio dell'OCSE, su raccomandazione del Comitato di Direzione, decise di differire i rimborsi al 31 luglio 1970. Poi, allo scopo di consentire al nuovo governo di elaborare e applicare misure adeguate per provvedere al risanamento della bilancia dei pagamenti, i rimborsi vennero ulteriormente differiti al 30 ottobre 1970.

Il 29 maggio e il 29 luglio 1970, date di scadenza, la Turchia ha rimborsato l'ottava e la nona quota, ciascuna di \$ 5 milioni, del sesto credito.

Il 10 agosto 1970 la lira turca è stata svalutata del 40% e si è proceduto a mettere in vigore un programma di stabilizzazione economica. Esso prevede l'abolizione del sistema in essere di tassi di cambio multipli, un controllo più efficace da parte della banca centrale sull'offerta monetaria e un inasprimento della politica fiscale. Per sostenere il

AME: Utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo.

Dopo le operazioni del mese	Grecia		Islanda		Spagna		Turchia		Totale		
	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 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
Maggio . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	95,0	—	110,0	110,0
Luglio . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	90,0	—	105,0	105,0
Ottobre . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	115,0	—	130,0	130,0
1971 Gennaio . .	—	—	—	—	—	—	—	115,0	—	115,0	115,0
Febbraio . .	—	—	—	—	—	—	—	130,0	—	130,0	130,0
Marzo . . .	—	—	—	—	—	—	—	130,0	—	130,0	130,0

programma, la Turchia ha chiesto l'assistenza finanziaria tanto del Fondo monetario internazionale che del Fondo europeo.

In risposta alla richiesta della Turchia, il Comitato di Direzione raccomandò che a questo paese venissero accordati crediti per un totale di \$115 milioni, in parte per consentirgli di consolidare le proprie riserve valutarie nel periodo durante il quale le misure di stabilizzazione sarebbero state applicate e, in parte, per scopi di refinanziamento. In ottobre 1970, il Consiglio, in conformità delle raccomandazioni formulate dal Comitato di Direzione, decise che il Fondo europeo avrebbe concesso alla Turchia le seguenti facilitazioni creditizie:

a) Un credito di \$40 milioni - l'undicesimo - composto di due "tranches": la prima, ammontante a \$25 milioni, sarebbe stata resa disponibile dal 30 ottobre 1970 e la seconda, di \$15 milioni, dal 15 febbraio 1971; la disponibilità di quest'ultimo importo sarebbe dipesa da un ulteriore esame, da parte del Comitato di Direzione, della situazione economica e finanziaria della Turchia. Questo prestito reca un saggio d'interesse del 3,5 % all'anno ed è rimborsabile in sette volte; il primo rimborso, di \$10 milioni, scadrà il 30 ottobre 1971 e gli altri sei, ciascuno di \$5 milioni, scadranno rispettivamente il 31 marzo 1972, il 30 giugno 1972, il 30 settembre 1972, il 31 marzo 1973, il 30 giugno 1973 e il 30 settembre 1973.

b) Un credito di \$65 milioni - il dodicesimo - composto di tre "tranches", rispettivamente, di \$5, 45 e 15 milioni, e rese disponibili, dalle date indicate, per il refinanziamento dei seguenti rimborsi:

\$5 milioni, dovuti il 28 ottobre 1970 a titolo di decimo rimborso del sesto credito;

\$45 milioni dovuti il 30 ottobre 1970 (dopo il differimento delle scadenze menzionate più sopra) a titolo di primo rimborso (\$5 milioni) del settimo credito e dell'intero importo del nono e decimo credito (rispettivamente di \$25 milioni e \$15 milioni);

\$15 milioni dovuti il 14 marzo 1971 a titolo di undicesimo rimborso del sesto credito.

L'intero credito reca il saggio d'interesse del 4 % all'anno ed è rimborsabile in tre quote, ciascuna di \$5 milioni, rispettivamente il 31 dicembre 1971, 1972 e 1973 e in otto quote, ciascuna di \$6,25 milioni, da versarsi alla fine di ciascun trimestre dal 31 marzo 1974 al 31 dicembre 1975.

c) Un credito di \$10 milioni - il tredicesimo - concesso in due "tranches", di \$5 milioni ciascuna, per finanziare il rimborso della seconda quota del settimo credito dovuta il 31 maggio 1971 e della dodicesima quota del sesto credito dovuta il 30 ottobre 1971. Le due "tranches" di questo credito saranno rese disponibili, su domanda della Turchia, alle date citate. Il credito reca il saggio d'interesse del 3,5 % all'anno ed è rimborsabile il 31 maggio 1972, quando giungerà a scadenza anche il rimanente importo di \$15 milioni, che rappresenta il terzo rimborso del settimo credito.

In ottobre 1970, le prime due "tranches", per un totale di \$50 milioni, del sopra menzionato dodicesimo credito, sono state prelevate dalla Turchia per finanziare i rimborsi maturati in tale mese.

Il 5 novembre 1970, data delle operazioni dei regolamenti multilaterali per il mese di ottobre, la Turchia ha prelevato la prima "tranche", di \$ 25 milioni, dell'undicesimo credito e il 16 febbraio 1971, in seguito all'approvazione da parte del Comitato di Direzione, essa ha prelevato la seconda ed ultima "tranche", per l'importo di \$ 15 milioni, dell'undicesimo credito.

Infine, il 14 marzo 1971 la Turchia ha prelevato la terza ed ultima "tranche", di \$ 15 milioni, del dodicesimo credito per finanziare il rimborso giunto a scadenza in tale mese.

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 1968 e, dalla fine del 1968 alla fine di marzo 1971, 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 1971 sono stati eseguiti trentanove prelievi per un importo globale di \$ 519,5 milioni; di questo ammontare sono stati rimborsati \$ 389,5 milioni. L'importo in essere a fine marzo 1971 ammontava pertanto a \$ 130 milioni, tutti dovuti dalla Turchia.

Sistema multilaterale di regolamenti. L'evoluzione delle operazioni effettuate in base al Sistema multilaterale di regolamenti è stata descritta nella Relazione dello scorso anno (pagine 179 e 180). Il meccanismo dei regolamenti non è stato utilizzato durante l'esercizio terminato il 31 marzo 1971. In seguito alla svalutazione della lira turca, le autorità della Turchia hanno adottato nuovi cambi all'acquisto e alla vendita da applicarsi a partire dal 10 agosto 1970. L'Agente ha perciò fissato la data del 19 agosto 1970 per i regolamenti speciali di saldi detenuti in questa valuta, ma nessun importo è stato notificato.

L'importo cumulativo dei regolamenti ammonta pertanto ancora a \$ 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 alla pagina seguente.

A fine marzo 1970, 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 \$ 127,2 milioni; di questo importo, \$ 115 milioni costituivano crediti in essere e \$ 12,2 milioni rappresentavano il saldo di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Il totale diminuì nel maggio 1970 e poi di nuovo nel luglio 1970 per i rimborsi effettuati dalla Turchia, più sopra menzionati, riducendo così il totale a \$ 117,2 milioni. Nell'ottobre 1970 la consistenza dei crediti salì a \$ 142,2 milioni in seguito al primo prelievo eseguito dalla Turchia sull'undicesimo credito. Nel dicembre 1970, il totale è sceso in conseguenza del decimo rimborso annuale (di \$ 2,9 milioni)

per ammortamento dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia; è diminuito ulteriormente nel gennaio 1971 in seguito al rimborso, già descritto, eseguito dalla Grecia. Infine, la consistenza dei crediti è aumentata nel febbraio 1971 in conseguenza del secondo prelievo effettuato dalla Turchia sull'undicesimo credito. A fine marzo 1971 il totale ammontava quindi a \$ 139,3 milioni.

Durante l'anno le attività non liquide del Fondo sono pertanto cresciute di \$ 12,1 milioni. Insieme alle entrate nette non distribuite che, durante il periodo, sono ammontate a \$ 7,3 milioni, le risorse liquide del Fondo si sono ridotte da \$ 111,7 milioni a fine marzo 1970 a \$ 106,9 milioni a fine marzo 1971.

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

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	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 Dicembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 Dicembre	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 Dicembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 Dicembre	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Dicembre	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 Dicembre	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 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 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
Aprile	112,0	123,5	297,9	127,2	660,7	607,5	53,2
Maggio	117,3	123,5	297,9	122,2	661,0	607,5	53,5
Giugno	119,8	123,5	297,9	122,2	663,5	607,5	56,0
Luglio	124,6	123,5	297,9	117,2	663,3	607,5	55,8
Agosto	124,9	123,5	297,9	117,2	663,6	607,5	56,1
Settembre	125,3	123,5	297,9	117,2	664,0	607,5	56,5
Ottobre	101,1	123,5	297,9	142,2	664,8	607,5	57,3
Novembre	101,5	123,5	297,9	142,2	665,2	607,5	57,7
Dicembre	108,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
1971 Gennaio	121,5	123,5	297,9	124,3	667,3	607,5	59,8
Febbraio	106,6	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
Marzo	106,9	123,5	297,9	139,3	667,7	607,5	60,2

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, portano 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 ora menzionati.

Nell'anno civile 1970 le entrate nette hanno raggiunto il livello di \$ 8,6 milioni, il più elevato finora registrato. Una contrazione, rispetto al 1969, nelle entrate ricevute per interessi sui crediti prelevati, dovuta al livello considerevolmente più basso 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 \$ 70,5 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 1970 gli interessi corrisposti sono ammontati a \$ 1,3 milioni, portando così l'importo cumulativo degli interessi, finora versati in oro ai paesi membri, a \$ 11,1 milioni. Sull'importo di \$ 38 milioni di contribuzioni versate, ciò corrisponde a un saggio d'interesse medio del 2,6% all'anno. Dopo aver effettuato, nel gennaio 1971, il pagamento degli interessi sulle contribuzioni relativamente al secondo semestre del 1970, le entrate nette non distribuite ammontavano a \$ 59,4 milioni. Di questo importo, \$ 52,4 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 dell'AME 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 1970, 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. L'attività della Banca, in questo campo, è proseguita nel 1970.

VII. ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

Nello scorso anno la Banca ha continuato a lavorare in stretta unione con le principali banche centrali, partecipando a comitati tecnici e, se necessario, cooperando in azioni volte ad alleggerire pressioni non desiderabili sui singoli mercati. Se, nello stesso periodo, si è fatto ricorso soltanto in modesta misura all'applicazione di determinati accordi a medio termine, cui hanno dato vita gruppi di importanti banche centrali e la BRI allo scopo di alleviare tensioni all'interno del sistema monetario internazionale, ciò dimostra, in parte, la misura del loro successo. Il fatto che questi accordi rimangano in essere costituisce, peraltro, un aiuto per il mantenimento il più continuo possibile della stabilità in campo monetario. In altre aree si è registrata un'ulteriore notevole espansione nelle relazioni d'affari della Banca con un numero crescente di banche centrali.

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 esaminare questioni, quali l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi e il mercato delle eurodivise, nonché per effettuare studi e scambiare informazioni su altri problemi economici e monetari di reciproco interesse. La Banca mette a disposizione anche il Segretariato per il Comitato dei Governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea e per i suoi gruppi di lavoro e sottocomitati, che tengono regolarmente riunioni, di solito a Basilea. La Banca organizza inoltre riunioni di altri gruppi di esperti delle banche centrali, allo scopo di discutere diversi problemi tecnici e legali.

Durante l'anno, la Banca ha 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 dei paesi stessi. I Governatori delle banche centrali del Gruppo dei dieci e della Svizzera, in occasione delle loro riunioni presso la Banca, hanno inoltre l'opportunità di scambiarsi le informazioni più recenti circa le facilitazioni di credito stipulate tra i membri del Gruppo e la loro applicazione. 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 1971, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione.

* * *

Il totale del bilancio al 31 marzo 1971 ammonta a 23.856.469.498 franchi* contro 20.699.016.057 franchi al 31 marzo 1970. Il totale del bilancio ha perciò registrato un incremento di 3.157.453.441 franchi pari al 15 %.

Durante l'esercizio finanziario il totale della situazione mensile ha subito fluttuazioni assai ampie. Il massimo è stato raggiunto alla fine di dicembre 1970 con 24.750 milioni di franchi. Nel corso dell'anno il minimo non è mai stato inferiore a 20 miliardi.

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	
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	
1971	23.856	+ 3.157	+ 15	

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	
	1970	1971
milioni di franchi		
Oro in custodia	1.068	958
Saldi bancari	17	15
Effetti e altri titoli	543	499
Totale dei conti non inclusi nel bilancio	1.628	1.472

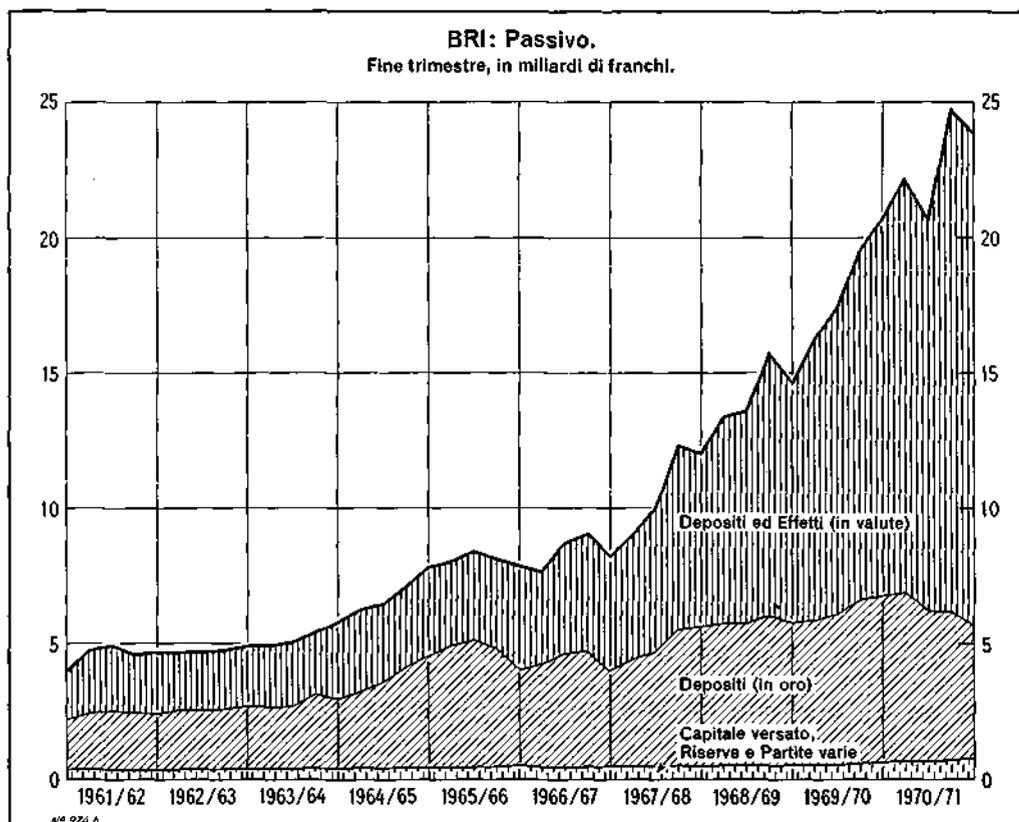
* Qualora non sia indicato diversamente, tutti gli importi riportati in questo capitolo sono espressi in franchi oro. Il metodo di conversione in franchi oro (unità di 0,290 322 58... grammi di oro fino, secondo l'articolo 4 dello Statuto) delle diverse valute che entrano in bilancio è quello stesso 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, riserve e partite varie.

In conformità delle disposizioni dell'articolo 6 dello Statuto, all'inizio del gennaio 1971 la Banca ha proceduto a una seconda emissione di azioni della terza "tranche" del suo capitale, la cui sottoscrizione è riservata interamente alle banche centrali. In seguito a questa emissione, la Banca di Riserva dell'Australia è diventata membro della BRI. Inoltre, ai termini dell'articolo 9 dello Statuto, le banche centrali fondatrici, avendo esercitato il diritto ad esse conferito dall'articolo 8, comma 2, di sottoscrivere una determinata quota di qualsiasi emissione nuova, hanno messo a disposizione della Banca per l'annullamento un certo numero di azioni così sottoscritte. Il Consiglio di amministrazione ha conseguentemente potuto emettere un numero equivalente di azioni nuove in favore di altre banche centrali azioniste.

In occasione di questa seconda emissione di azioni della terza "tranche" del capitale della Banca, sono state sottoscritte complessivamente 16.400 azioni. Il Consiglio di amministrazione ha fissato il prezzo di sottoscrizione a 1.000 franchi per azione. Poichè le azioni della Banca sono liberate nella misura del 25%, ossia 625 franchi per azione, il prezzo di sottoscrizione comprendeva un premio di emissione di 375 franchi per azione, pari al 60% dell'importo versato. Il totale dei premi derivanti da questa emissione di azioni della terza "tranche" è quindi ammontato a



6.150.000 franchi ed è stato devoluto per 1.025.000 franchi al "Fondo di riserva legale" e per 5.125.000 franchi al "Fondo di riserva generale".

Come risultato delle operazioni sopra citate, alla fine dell'anno finanziario il "Capitale versato" della Banca è passato da 280,2 milioni a 290,5 milioni di franchi e il numero delle azioni emesse, liberate nella misura del 25 %, è cresciuto da 448.325 a 464.725. Il "Capitale emesso" della Banca è così aumentato da 1.120,8 a 1.161,8 milioni.

In seguito alla precitata devoluzione dei premi ricevuti dalla Banca e tenendo conto dei trasferimenti decisi dall'Assemblea generale annuale dell'8 giugno 1970 per quanto riguarda la distribuzione dell'utile netto dell'anno finanziario 1969-70 (vedasi capitolo VII, sezione 7, della Relazione annuale dello scorso anno), i diversi conti raggruppati sotto il titolo "Riserve" sono aumentati come segue:

- a) il "Fondo di riserva legale" da 28 a 29 milioni di franchi;
- b) il "Fondo di riserva generale" da 64,9 a 100 milioni;
- c) il "Fondo speciale di riserva per dividendi" da 10 a 22 milioni;
- d) il "Fondo di riserva libero" da 80 a 98 milioni.

Le "Partite varie", che il 1° aprile 1970 ammontavano a 44,5 milioni di franchi, il 31 marzo 1971 erano salite a 50,7 milioni.

In conformità della decisione adottata dal Consiglio di amministrazione, si è proceduto al trasferimento di 32 milioni di franchi all' "Accantonamento per costruzioni", prelevando l'importo dall'utile netto delle operazioni conseguito nell'anno finanziario 1970-71. L'ammontare di questo conto è pertanto passato da 48,7 a 80,7 milioni.

L'utile netto dell'esercizio sotto rassegna, che corrisponde al totale del "Conto profitti e perdite", è ammontato a 99,4 milioni di franchi contro 83,2 milioni per l'anno finanziario precedente. I particolari sulle proposte relative alla distribuzione di questo profitto sono esposti nella sezione 6 più avanti.

BRI: Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari.

Fine esercizio	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Partite varie	Totale del bilancio
	milioni di franchi			
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
1971	539	23.086	231	23.856

Al 31 marzo 1971, il totale del "Capitale versato" e delle "Riserve" aveva pertanto subito un incremento di 76 milioni di franchi, passando da 463 a 539 milioni. Quanto al "Capitale non versato", esso si è accresciuto di 30 milioni: da 841 a 871 milioni.

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
	1970	1971	
	milioni di franchi		
Banche centrali	18.001	22.104	+ 4.103
Altri depositanti	1.225	515	- 710
Effetti	834	467	- 367
Totale	20.060	23.086	+ 3.026

I depositi delle banche centrali sono cresciuti in misura piuttosto notevole (+ 23 %) e sono all'origine dell'aumento del totale del bilancio.

Si sono registrate, invece, riduzioni notevolissime, sebbene per importi relativamente modesti, nel conto "Altri depositanti" (-58%) e negli "Effetti" (-44%). Entrambi questi conti hanno toccato il loro minimo alla fine dell'esercizio finanziario.

La riduzione nell'ultimo dei predetti conti riguarda gli effetti stilati in valute estere che erano stati venduti alle banche commerciali. Il ricavo di queste vendite era stato utilizzato per finanziare operazioni con diverse banche centrali le quali pure erano giunte a scadenza.

L'aliquota dei depositi delle banche centrali nelle risorse prese a prestito dalla Banca è pertanto ulteriormente aumentata, sicchè ora costituisce praticamente la totalità delle sue passività.

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		Variazione
	1970	1971		1970	1971		1970	1971	
	milioni di franchi								
A vista	2.320	2.846	+ 526	97	96	- 1	-	-	-
Fino a 3 mesi	2.841	1.691	- 1.150	11.860	16.748	+ 5.088	277	-	- 277
Ad oltre tre mesi	1.013	402	- 611	1.295	836	- 459	557	467	- 90
Totale	6.174	4.939	- 1.235	13.052	17.680	+ 4.628	834	467	- 367

I "Depositi in oro" hanno subito una flessione abbastanza pronunciata (-20%), in quanto la riduzione nei depositi vincolati ha notevolmente superato l'incremento dell'importo di oro ricevuto su depositi a vista. La contrazione nei depositi vincolati è da attribuire a due fattori:

- 1) i cospicui ritiri effettuati da banche centrali che hanno utilizzato i fondi per liquidare le operazioni intraprese con la Banca;
- 2) le conversioni di depositi vincolati in depositi a vista (quindi l'espansione di questi ultimi). I depositi vincolati erano stati costituiti per finanziare operazioni effettuate nel quadro della cooperazione internazionale e sono stati liquidati.

E' possibile rilevare dal bilancio che, al 31 marzo 1971, come nell'anno precedente, i depositi di oro di "Altri depositanti" erano tutti a vista e che rappresentavano soltanto circa il 3% del totale dell'oro ricevuto in deposito.

In contrasto con i depositi di oro, i "Depositi in valute" hanno subito un incremento assai considerevole, tanto in termini assoluti che relativi (+35%). L'espansione dei fondi con scadenza fino a tre mesi ha superato l'aumento globale, perchè i fondi con scadenza ad oltre tre mesi hanno registrato una contrazione - che in termini di percento è stata abbastanza pronunciata - in seguito ai proventi derivanti dagli ultimi quattro pagamenti, per quote d'ammortamento, effettuati nel quadro dell'"Accordo di Gruppo" concluso nel giugno 1966 e consolidato nel settembre 1968 (vedasi Relazione dell'esercizio finanziario 1968-69). I pagamenti sono stati eseguiti anticipatamente, perchè l'ultimo non scadeva, difatti, che nel giugno 1971. I depositi ricevuti da banche centrali per il finanziamento parziale dell'Accordo stesso sono stati restituiti immediatamente dalla Banca, cioè pure in anticipo.

Come è possibile rilevare dal bilancio, l'aliquota dei depositi in valute degli "Altri depositanti" sul totale dei depositi ricevuti in valute è sceso dall'8% alla fine del precedente anno finanziario al 2% alla fine dell'esercizio sotto rassegna.

Il totale del conto "Effetti" ha continuato a ridursi, in seguito, in ampia misura, alla liquidazione dei rimanenti effetti con scadenza fino a tre mesi e, in misura minore, a causa di una flessione in quelli con scadenza ad oltre tre mesi, la sola voce del conto che ancora rimane.

All'inizio dell'anno finanziario, i "Depositi in oro" costituivano il 31% del totale dei fondi ricevuti in prestito, i "Depositi in valute" il 65%, mentre il restante 4% era rappresentato dagli "Effetti"; il 31 marzo 1971 le aliquote erano passate rispettivamente al 21, 77 e 2%. Perciò, l'aliquota di fondi in valute ha continuato l'evoluzione degli esercizi precedenti, passando dal 69 al 79%, percentuale che rappresenta quasi i quattro quinti degli impegni.

Questa evoluzione rispecchia l'importanza che, nelle operazioni della Banca, le valute hanno progressivamente acquistato rispetto all'oro.

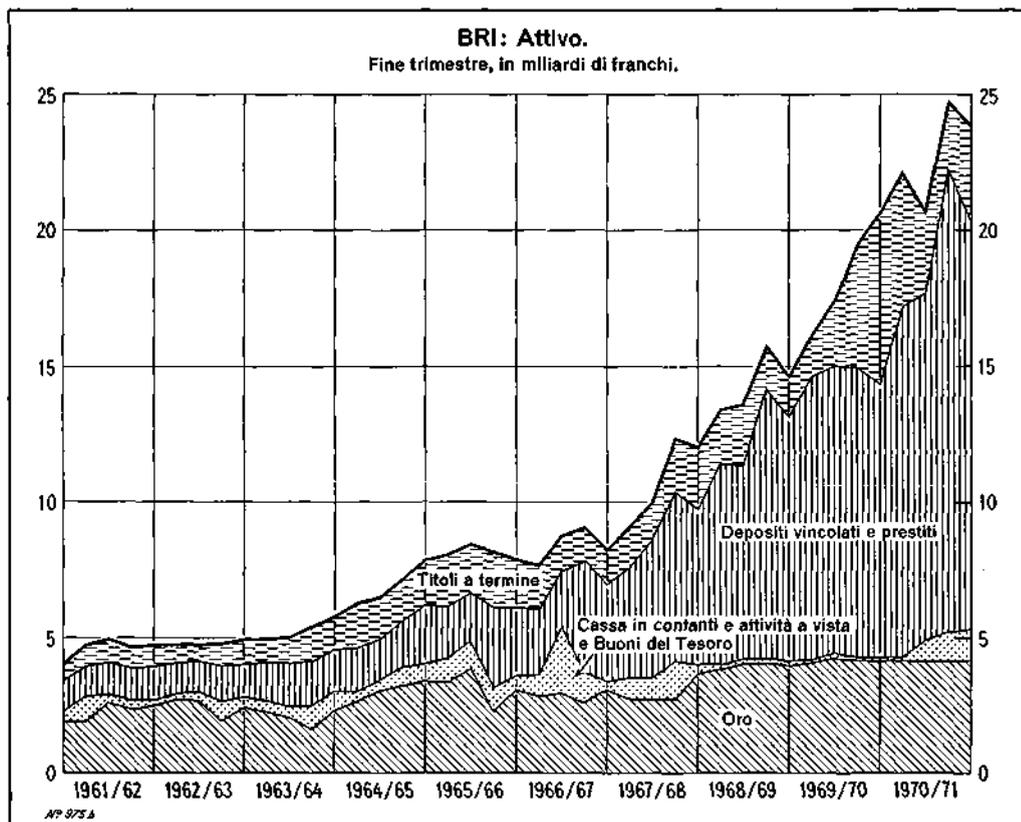
UTILIZZO DELLE RISORSE (attivo).

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	Posizione a pronti				Saldo netto delle operazioni a termine	Attività nette in oro
	Oro	Impieghi in oro	Depositi in oro	Saldo netto		
milioni di franchi						
1970						
Marzo . . .	4.161	462	- 6.174	- 1.551	+ 2.110	559
Maggio . . .	4.128 (min.)	462	- 6.212	- 1.622 (min.)	+ 2.184 (mass.)	562
Giugno . . .	4.204 (mass.)	449 (min.)	- 6.233 (mass.)	- 1.580	+ 2.126	546 (min.)
1971						
Febbraio . .	4.202	520 (mass.)	- 5.252	- 530	+ 1.183	653
Marzo . . .	4.202	514	- 4.939 (min.)	- 223 (mass.)	+ 877 (min.)	654 (mass.)
Variazione dal 31 marzo 1970 al 31 marzo 1971	+ 41	+ 52	+ 1.235	+ 1.328	- 1.233	+ 95

I conti "Oro" e "Impieghi in oro" hanno registrato soltanto modesti incrementi, che insieme hanno costituito l'aumento delle "Attività nette in oro". Quest'ultimo incremento è, in parte, la conseguenza della seconda emissione di azioni della terza "tranche" del capitale della Banca, la quale è stata sottoscritta in oro; i parti-



colari di questa operazione sono già stati descritti sotto il titolo "Capitale, riserve e partite varie".

L'evoluzione dei "Depositi ricevuti in oro" è già stata commentata sotto il titolo "Fondi ricevuti in prestito".

Nel corso dell'anno finanziario, il saldo netto delle operazioni a termine è diminuito piuttosto regolarmente, sebbene con qualche fluttuazione. La riduzione in questo conto, che è stata di oltre il 50%, è da ascrivere soprattutto alla scadenza o alla liquidazione anticipata di diverse operazioni comportanti acquisti di oro a termine contro valute; queste operazioni sono state coperte con depositi di oro a termine ricevuti dalla Banca.

BRI: Composizione delle attività a vista e di altri investimenti.

Natura	Fine esercizio		1971	Variazione	
	1970				
milioni di franchi					
Attività a vista					
Oro	4.161		4.202	+ 41	
Valute	61	4.222	53	- 8	+ 33
Altri investimenti					
Oro	462		514	+ 52	
Valute	16.002	16.464	19.086	+ 3.084	+ 3.136
Totale					
Oro	4.623		4.716	+ 93	
Valute	16.063	20.686	19.139	+ 3.076	+ 3.169

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

A. Attività mobilizzabili a vista.

Come è stato menzionato sopra, il conto "Oro" ha registrato un modesto incremento: 41 milioni di franchi.

Il totale del conto "Cassa in contanti e in conto a vista presso banche" è sceso da 61 a 53 milioni di franchi.

Il totale delle attività a vista (oro e valute) non ha quindi praticamente presentato alcuna variazione, ma la sua aliquota rispetto al totale del bilancio è diminuita ulteriormente, passando dal 20 al 18%.

Il totale del portafoglio "Buoni del Tesoro" che, all'inizio dell'esercizio finanziario, era assai modesto, è notevolmente cresciuto, in seguito soprattutto ad una serie di acquisti effettuati a cominciare dal luglio 1970 e, nel gennaio 1971, aveva quasi raggiunto l'importo di fine esercizio, cioè 1.058 milioni di franchi. D'altra parte, occorre osservare che il conto "Altri titoli mobilizzabili a vista" è stato liquidato trasferendo il modesto saldo da esso registrato per parecchi anni al conto "Buoni del Tesoro".

All'inizio dell'anno finanziario il totale delle attività mobilizzabili a vista della Banca, che comprende le varie voci summenzionate, ammontava a 4.291 milioni di

franchi e rappresentava il 20,7% del totale del bilancio. Il 31 marzo 1971 le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 5.313 milioni e 22,3%. Nello stesso periodo, i depositi a vista nel passivo del bilancio sono passati da 2.417 a 2.942 milioni, ma la loro aliquota sul totale del bilancio è aumentata soltanto dall'11,7 al 12,3%. Il coefficiente di liquidità della Banca è così lievemente migliorato.

B. Fondi vincolati.

Dall'inizio alla fine dell'esercizio finanziario il totale del conto "Depositi vincolati e prestiti" è salito da 10.017 a 15.059 milioni di franchi, registrando quindi un progresso di 5.042 milioni, pari al 50%. Questo cospicuo aumento rappresenta la differenza fra:

- 1) gli investimenti eseguiti, spesso per importi molto cospicui, su un certo numero di mercati;
- 2) i pagamenti per ammortamento, già menzionati, ricevuti in base all' "Accordo di Gruppo" consolidato nel settembre 1968, nonché la scadenza o il rimborso anticipato di crediti che erano stati concessi a diverse banche centrali.

Il totale del conto "Titoli a termine" che, il 31 marzo 1970, ammontava a 6.378 milioni di franchi, è andato riducendosi, abbastanza regolarmente, ogni mese, sino alla fine di febbraio. Esso è cresciuto nel mese di marzo raggiungendo l'importo di 3.483 milioni a fine esercizio; nel periodo di dodici mesi ha quindi subito una riduzione di 2.895 milioni pari al 45%. Questo andamento è dovuto ad una contrazione negli investimenti in certificati di deposito di banche SU e, in misura nettamente inferiore, alla carta governativa che è giunta a scadenza.

BRI: Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1970	1971	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	13.589	14.107	+ 518
Ad oltre tre mesi	2.806	4.435	+ 1.629
Totale	16.395	18.542	+ 2.147

Un quarto dell'aumento globale registrato nelle attività riportate nella tabella che precede è da attribuire ad un incremento degli investimenti con scadenza fino a tre mesi e tre quarti all'espansione di quelli con scadenza ad oltre tre mesi.

* *

*

Nell'insieme, i risultati dell'esercizio 1970-71 sono stati soddisfacenti, avendo la Banca generalmente aumentato l'entità e il volume delle sue operazioni; questo andamento si è palesato in una cospicua espansione del totale del bilancio.

Il volume delle operazioni è aumentato di un importo analogo a quello dell'anno precedente, avendo raggiunto il livello senza precedenti di 250 miliardi di franchi contro 213 miliardi nel 1969-70 e 184 miliardi nel 1968-69.

3. Le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali.

In conformità degli accordi in vigore, nell'anno sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le nuove obbligazioni del Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) e per le nuove obbligazioni del Prestito Internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young), emesse dal Governo della Repubblica federale tedesca ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953.

Per il prestito Dawes, l'esercizio finanziario 1970-71 si è chiuso il 15 aprile 1971 e per il Prestito Young il 1° giugno 1971. Per l'anno finanziario 1970-71 gli interessi sono ammontati ad un importo equivalente a circa 1 milione di franchi per il Prestito Dawes, e a circa 33,3 milioni di franchi per il Prestito Young. Questi importi sono stati debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Il rimborso delle obbligazioni di entrambi i prestiti, relativamente all'anno finanziario 1970-71, è stato effettuato mediante acquisti di obbligazioni sul mercato.

Per quanto riguarda il Prestito Dawes, sono ancora in circolazione soltanto obbligazioni delle emissioni consolidate e queste scadranno il 15 ottobre 1972. Tutte le obbligazioni in circolazione delle emissioni convertite sono state rimborsate alla scadenza, ossia il 15 ottobre 1969.

La questione se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'Accordo di Londra sia applicabile nel caso delle rivalutazioni del DM è tuttora insoluta. La materia continua ad essere all'esame dei governi dei paesi in cui sono state effettuate emissioni del Prestito.

La situazione dei prestiti Dawes e Young è indicata nelle seguenti tabelle.

Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes).
Obbligazioni consolidate.

Emissione	Valuta	Valore nominale			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-59 al 1969-70	1970-71	
Americana . .	\$	8.211.000	2.812.000	279.000	5.020.000
Belga	£	157.800	58.900	5.900	93.000
Britannica . .	£	2.232.600	626.600	83.100	1.322.900
Francese . . .	£	499.000	186.200	18.600	294.200
Olandese . . .	£	291.700	99.500	10.500	181.700
Svizzera . . .	£	115.000	41.900	4.300	68.800
Svizzera . . .	fr.sv.	415.000	136.000	14.000	265.000

Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young).

Emissione	Valuta	Valore nominale*			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-59 al 1969-70	1970-71	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	55.516.000	8.973.000	1.022.000	45.621.000
Belga	fr.belgi	202.852.000	31.832.000	3.706.000	167.314.000
Britannica . . .	£	20.663.700	3.221.900	370.900	17.070.900
Francese	fr.fr.	501.641.000	78.711.000	9.057.000	413.873.000
Olandese	florini	52.574.000	8.084.000	923.000	43.567.000
Svedese	cor.sv.	92.780.000	14.515.000	1.668.000	76.597.000
Svizzera	fr.sv.	58.385.000	9.153.000	1.011.000	48.221.000
Tedesca	DM	14.505.000	2.250.000	249.000	12.006.000
Obbligazioni consolidate					
Americana	\$	9.013.000	1.369.000	144.000	7.501.000
Belga	fr.belgi	45.683.000	7.030.000	735.000	37.918.000
Britannica	£	4.930.400	749.600	78.900	4.101.900
Francese	fr.fr.	110.490.000	16.697.000	1.753.000	92.040.000
Olandese	florini	8.499.000	1.292.000	136.000	7.071.000
Svedese	cor.sv.	6.014.000	923.000	91.000	5.000.000
Svizzera	fr.sv.	1.405.000	213.000	22.000	1.170.000
Tedesca	DM	416.000	62.000	6.000	348.000

* Valore nominale al 1° maggio 1971, 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			Saldo
		Obbligazioni convalidate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1959 al 1969	1970	
Americana	\$	1.667.000	807.000	96.000	764.000
Anglo-olandese . .	£	856.600	410.400	44.400	401.800
Svizzera	fr.sv.	7.102.000	2.956.000	359.000	3.885.000

4. 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.

5. 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 ai termini del contratto sopra menzionato, ma per tali prestiti la Banca non svolge alcuna funzione.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1971	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo SU	\$ 100.000.000	51.200.000	3 ¹ / ₂	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brusselle	Fr.belgi 200.000.000	116.600.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^a	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf e Münster ¹	DM 50.000.000	24.888.900	3 ¹ / ₂	1981
4 ^a	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.juss. 5.000.000	11.860.000	3 ¹ / ₂	1982
5 ^a	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	1.313.055	4 ¹ / ₂	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	16.250.000	4 ¹ / ₂	1974
7 ^a	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	7.900.000	5 ¹ / ₂	1975
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.juss. 100.000.000	69.942.698	5 ³ / ₂	1982
11 ^a	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	18.900.000	5	1978
13 ^a	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	16.750.000	5 ³ / ₂	1980
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.juss. 100.000.000	81.367.373	5 ¹ / ₂	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	36.600.000	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.

I rimborsi effettuati dalla Comunità, fino al 1° aprile 1971, sui prestiti garantiti sono ammontati all'equivalente di circa 450 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 371 milioni di franchi. La tabella che precede riporta i particolari dei prestiti. La Comunità ha utilizzato i gettiti dei prestiti per concedere crediti nei paesi membri della CECA.

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 20 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 41 milioni di franchi per rimborsi.

6. Distribuzione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantunesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1971, presentano un avanzo di 133.049.026 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 101.368.556 franchi. Tale aumento assai cospicuo dei profitti è da ascrivere ancora una volta 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 2 di questo capitolo.

Il Consiglio di amministrazione ha trasferito 1.600.120 franchi all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e 32.000.000 di franchi all' "Accantonamento per costruzioni". Dopo aver dedotto questi due trasferimenti, l'utile netto ammonta a 99.448.906 franchi in confronto di 83.179.570 franchi per l'anno finanziario precedente. La distribuzione di questo importo è prevista dall'Articolo 51, commi 2), 3), 4) e 5) dello Statuto.

In conformità di queste disposizioni dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale distribuisca come segue l'utile netto di 99.448.906 franchi:

- 1) un importo di 25.448.906 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 su 448.325 azioni di tale anno e per un quarto sulle 16.400 azioni emesse nell'esercizio 1970-71;
- 2) un importo di 37.000.000 di franchi al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 14.800.000 franchi al Fondo di riserva speciale per dividendi;
- 4) un importo di 22.200.000 franchi, compresa la rimanenza dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo in conformità con lo Statuto.

La proposta di trasferire al Fondo di riserva speciale per dividendi l'importo di 14.800.000 franchi, che per quest'anno costituisce il massimo statutario, farebbe salire l'ammontare di tale Fondo a 36.807.964 franchi; questo importo corrisponde

approssimativamente alla somma necessaria per pagare il dividendo prioritario del 6% all'anno per due anni sul capitale attualmente versato.

Quanto al dividendo per l'anno finanziario 1970-71, le proposte del Consiglio prevedono un dividendo globale di 56,25 franchi per azione, quando la distribuzione si riferisce all'intero esercizio finanziario e di 14,0625 franchi quando si riferisce ad un periodo di tre mesi. Questi importi saranno pagabili il 1° luglio 1971, nella misura, rispettivamente, di 75,05 franchi svizzeri e 18,76 franchi svizzeri per azione agli azionisti iscritti sui registri della Banca al 20 giugno 1971. Sebbene il dividendo in franchi sia lo stesso di quello pagato lo scorso anno, la rivalutazione del franco svizzero in data del 10 maggio 1971 ha avuto per conseguenza che l'importo pagabile in franchi svizzeri proposto per quest'anno è inferiore a quello versato lo scorso anno. Tuttavia, nel caso di dividendi non pagati per anni precedenti, pagabili in franchi svizzeri, sono state adottate le misure necessarie per assicurare che il loro pagamento venga effettuato per gli importi in franchi svizzeri stabiliti al momento in cui sono stati dichiarati dall'Assemblea generale.

Il bilancio, il conto profitti e perdite, la ripartizione dell'utile netto proposta e i movimenti che si sono verificati nel capitale versato, nei fondi di riserva 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 1971, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei Signori Price Waterhouse & Co. si trova in calce al bilancio.

7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

Nello scorso anno, la Banca ha sofferto due dolorose perdite, la prima, per la morte, avvenuta l'11 agosto 1970, del Vice Presidente del Consiglio di amministrazione, Maurice Frère, in seguito ad un incidente durante un viaggio in Turchia e, la seconda, per la morte, avvenuta il 23 dicembre 1970, del suo Direttore Generale, Gabriel Ferras, in seguito ad incidente automobilistico.

Alla riunione del Consiglio, tenutasi il 14 settembre 1970, il Presidente ha tributato un omaggio alle eminenti qualità e grandi capacità del Signor Frère. Durante i ventisei anni di sua appartenenza al Consiglio di amministrazione, il Signor Frère rivestì le cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione, dal 1946 al 1958 e di Vice Presidente, dal 1965 fino al suo decesso. Dal 1948 al 1958 tenne anche la carica di Presidente della Banca.

Alla riunione del Consiglio, tenutasi l'11 gennaio 1971, il Presidente ha ricordato le grandi doti professionali ed umane del Signor Ferras, nonché l'eccezionale contributo da lui dato allo sviluppo delle attività della Banca durante il periodo troppo breve di otto anni in cui resse la carica di Direttore Generale. La sua preparazione, le sue precedenti esperienze e le sue qualità personali lo avevano destinato in modo ideale alla posizione di Direttore Generale della BRI ed egli svolse i suoi compiti con

dignità e successo tali che si guadagnò la stima di tutti, sia dentro che fuori della Banca. Tutti i membri del Consiglio e tutti i dipendenti della Banca hanno perduto in Gabriel Ferras non soltanto un Direttore Generale di levatura eccezionale, ma anche un vero amico.

* * *

Siccome il mandato del Dott. Jelle Zijlstra, come Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca, veniva a scadere il 30 giugno 1970, egli è stato rieletto a queste cariche in base all'Articolo 38 dello Statuto nella riunione del Consiglio, tenutasi l'8 giugno 1970, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 30 giugno 1973.

Il 31 luglio 1970 il Dott. Rudolf Brinckmann ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Consigliere che teneva dal giugno 1950. Nella riunione del Consiglio, tenutasi il 6 luglio 1970, gli è stato tributato un caloroso omaggio per i molti e preziosi servizi da lui resi alla Banca in tanti anni.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi il 14 settembre 1970, il Presidente ha annunciato che il Dott. Karl Klasen, Presidente della Bundesbank, aveva nominato Consigliere il Dott. Leonhard Gleske, per occupare la carica lasciata vacante dal Dottor Brinckmann. La nomina è stata effettuata in base agli Articoli 27(2) e 28 dello Statuto, per il periodo sino allo spirare del mandato del Dottor Brinckmann, che termina il 31 dicembre 1972. Quando il Dottor Gleske è intervenuto per la prima volta alla riunione del Consiglio, il Presidente gli ha porto il benvenuto.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi il 9 novembre 1970, il Signor Henri Deroy, che era Consigliere dal 1948, è stato eletto Vice Presidente del Consiglio di amministrazione per un periodo di tre anni, a partire dal 1° novembre 1970; esso scadrà quindi il 31 ottobre 1973.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi l'11 gennaio 1971, il Presidente ha annunciato che il barone Ansiaux, Governatore della Banca nazionale del Belgio, aveva nominato Consigliere, in base agli Articoli 27(2) e 28 dello Statuto, il Signor Robert Vandeputte, il quale succede al Signor Frère nella carica lasciata vacante alla morte di questi per il periodo sino allo spirare del relativo mandato, che termina il 7 agosto 1972.

Alla fine di febbraio 1971 il barone Ansiaux ha rassegnato le dimissioni da Governatore della Banca nazionale del Belgio. Gli è succeduto il Signor Vandeputte, il quale è diventato così membro di diritto del Consiglio a partire dal 1° marzo 1971. Nella riunione del Consiglio, tenutasi l'8 marzo 1971, il Presidente ha annunciato che, in conformità degli Articoli 27(2) e 28 dello Statuto, il Signor Vandeputte aveva nominato il barone Ansiaux come Consigliere per il periodo che termina il 7 agosto 1972. Il Presidente ha anche espresso il compiacimento del Consiglio per il fatto che il barone Ansiaux, il quale è stato Consigliere di diritto dall'agosto 1957, avrebbe continuato a far parte del Consiglio stesso.

Siccome il mandato del Dott. Edwin Stopper veniva a scadere il 31 marzo 1971, nella riunione del Consiglio, tenutasi l'8 marzo 1971, egli è stato rieletto, in

base all'Articolo 27(3) dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni, che avrà termine il 31 marzo 1974.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi il 19 aprile 1971, il Presidente ha informato i membri del Consiglio stesso che il Signor Vandeputte aveva nominato suo Sostituto il Signor Georges Janson al posto del Signor Cecil de Strycker. Egli ha espresso la gratitudine della Banca al Signor de Strycker per i preziosi servizi da lui resi in oltre quindici anni.

Nella riunione del 19 aprile 1971 il Consiglio ha deciso di nominare Direttore Generale della Banca il Signor René Larre, che ha assunto le sue funzioni il 1° maggio 1971.

Il Signor Georges Janson, direttore della Banca dall'aprile 1962 ha presentato le dimissioni dalla sua carica il 4 aprile 1971, essendo stato nominato direttore nella Banca nazionale del Belgio. Nella riunione tenutasi il 19 aprile 1971, il Presidente ha espresso la gratitudine del Consiglio per il prezioso lavoro svolto dal Signor Janson durante i nove anni della sua permanenza alla Banca.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi l'8 marzo 1971, il Presidente ha annunciato che la Banca aveva deciso di promuovere a Vice Direttori il Dott. Warren D. McClam, il Signor Michael G. Dealtry e il Signor Robert Chaptinel, con decorrenza dal 1° aprile 1971. Tutti e tre fanno parte da molti anni del personale di grado elevato della Banca.

* *
*

La Banca ha appreso con profondo dolore il decesso di Sir Otto Niemeyer, avvenuto il 6 febbraio 1971 e del Signor Karl Blessing, avvenuto il 25 aprile 1971. Sir Otto era stato Consigliere dal giugno 1932 al marzo 1965 e durante il periodo eccezionalmente lungo della sua permanenza in carica era stato Presidente per tre anni e Vice Presidente del Consiglio per diciotto anni. Il Signor Blessing aveva rassegnato le dimissioni dal Consiglio soltanto alla fine del 1969, quando lasciò la carica di Presidente della Bundesbank. Era stato membro del Consiglio di amministrazione dal gennaio 1958.

CONCLUSIONE.

La principale conclusione che si può trarre dagli sviluppi economici e monetari dello scorso anno è che non è accaduto nulla di molto decisivo; il conseguimento degli obiettivi base di politica economica va catalogato sotto il titolo: "lavori in corso". Tanto negli Stati Uniti quanto nel Regno Unito le risorse non hanno trovato utilizzo completo, mentre nella maggior parte degli altri paesi industriali il saggio di sviluppo del prodotto nazionale si è ridotto o rallentato; gli sforzi compiuti per contenere l'incremento dei prezzi hanno conseguito scarso successo in quasi tutti i paesi, mentre gli incrementi dei salari hanno generalmente superato quelli già elevati del 1969; lo squilibrio nei pagamenti internazionali è stato assai più ampio che l'anno prima, sia pure a causa piuttosto di flussi di fondi che di transazioni fondamentali; e, nel maggio 1971, è scoppiata una nuova crisi valutaria in seguito alla quale il marco tedesco e il fiorino sono stati lasciati fluttuare come il dollaro canadese; inoltre il franco svizzero e lo scellino austriaco sono stati rivalutati, mentre la fiducia a più lungo termine nel dollaro è diventata meno salda.

Fra tutti questi problemi è la tendenza della produzione quello che ha destato minore preoccupazione. In numerosi paesi continentali, il rallentamento della produzione è stato la conseguenza delle misure adottate per imbrigliare l'inflazione, e la difficoltà è consistita nel fatto che esso sia stato così lento nel manifestarsi. Nel Regno Unito, la produzione ha progredito poco più dell'anno prima, ma la disoccupazione è andata crescendo. Tuttavia, questa evoluzione era da attendersi in considerazione della priorità che occorreva dare ai problemi connessi con la bilancia dei pagamenti; l'orientamento verso nuove misure dirette all'espansione si è avuto soltanto con il bilancio del marzo 1971. Negli Stati Uniti, l'inversione di tendenza nell'attività economica non si è verificata con la rapidità che sarebbe stata desiderabile, ma non vi è ragione di essere molto preoccupati a questo proposito, per quanto riguarda il futuro. La politica monetaria ha assunto progressivamente un orientamento meno restrittivo dall'inizio del 1970, ma le circostanze sono state tali che, da sola, essa non poteva dare l'avvio ad una rapida ripresa. La stessa inflazione, che nello scorso anno ha acquistato una forza autonoma, ha, in parte, assorbito l'incremento nei mezzi di pagamento e, in aggiunta, il mondo degli affari si è preoccupato di ricostituire la sua liquidità attraverso un volume, eccezionalmente cospicuo, di nuove emissioni sul mercato dei capitali a lungo termine. Poiché i margini di profitto si erano ridotti e l'utilizzo della capacità produttiva si manteneva basso, le imprese non erano stimolate ad assumere la guida nel rilancio dell'economia, accelerando le spese in impianti ed attrezzature. Si è parlato molto della mancanza d'interesse, da parte dei consumatori, a fare acquisti e dell'elevato saggio di risparmio personale, ma questi fattori non si sono comportati molto diversamente che in precedenti recessioni. Ad ogni modo, se sarà necessario, le autorità sono pronte a prendere misure ulteriori per assicurare la ripresa.

Più inquietante per il futuro è stata l'intensità dell'inflazione dei prezzi e l'inefficacia delle misure adottate per combatterla. In numerosi paesi, i prezzi al consumo

hanno registrato aumenti più cospicui dell'anno prima, con la principale eccezione del Canada. Nella maggioranza dei paesi, l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto di circa il 5%, mentre in Giappone, Svezia e Regno Unito l'incremento è stato di circa l'8%. A parte l'entità degli aumenti, è degno di rilievo il fatto che i prezzi dei prodotti industriali siano cresciuti notevolmente, sicchè l'inflazione non ha avuto, quale epicentro, servizi ed affitti come in anni precedenti.

Nello scorso anno il costo crescente del lavoro ha costituito la principale fonte d'inflazione, dato che in tutti i paesi la pressione della domanda non esisteva più, o stava scomparendo. Nei diversi paesi, gli aumenti medi dei saggi salariali hanno oscillato fra l'8% in Svizzera e il 21% in Italia. Non si dispone di dati confrontabili sui saggi salariali per gli Stati Uniti, ma la forza della pressione dei salari è indicata dall'aumento nella media dei guadagni, del 6,3% contro il 6,1% l'anno prima. Questa è una percentuale assai alta per un anno di recessione, in cui le ore lavorative settimanali stavano riducendosi, la disoccupazione era in aumento e il mondo degli affari si trovava forzato a ridurre i costi.

Il carattere aggressivo delle domande salariali presentate da parte dei sindacati dei lavoratori negli ultimi anni è dimostrato dalle pesanti perdite di ore di lavoro per scioperi. All'inizio di quest'anno, in Svezia si sono avute astensioni dal lavoro relativamente ampie per la prima volta dalla guerra. Le giornate-uomo perse in scioperi nel Regno Unito, che negli anni 1960-68 erano ammontate, in media, a 3,1 milioni, sono state 6,9 milioni nel 1969 e 11 milioni nel 1970. Nel primo trimestre di quest'anno, a causa degli scioperi nei servizi postali e della Compagnia Ford Motor, sono andate perse 9,5 milioni giornate-uomo. Negli Stati Uniti, il numero medio di giornate-uomo perse per sospensioni del lavoro negli anni 1960-66, ha superato di poco i venti milioni; esse hanno raggiunto la media di 49 milioni nel periodo 1967-70 e per il 1970 la cifra è stata di 62 milioni. In Francia, lo scorso anno, la situazione sul fronte del lavoro è stata di nuovo piuttosto calma dopo lo sconvolgimento del maggio-giugno 1968, sebbene i saggi salariali abbiano continuato la loro corsa ascendente. Il periodo peggiore in Italia è stato il quarto trimestre del 1969; purtuttavia, 12 milioni di giornate-uomo sono andate perse nella prima metà del 1970 contro 9 milioni nell'intero 1968. E non è tutto: i dati sulle perdite provocate da scioperi non rispecchiano l'effetto più importante che l'agitazione delle forze lavorative ha sull'efficienza e sulla produzione; forse più che i salari sono stati coinvolti obiettivi sociali e politici. La Germania costituisce l'eccezione fra i paesi di maggiore importanza; gli scioperi sono stati assai pochi e le giornate-uomo perse in media negli ultimi due o tre anni sono state inferiori di numero rispetto agli anni 1960-67. Ma, in Germania, i guadagni salariali per persona occupata nell'industria sono cresciuti del 21,5% nei dodici mesi al dicembre 1970.

L'esperienza passata ha dimostrato quanto gravi siano i danni causati dall'inflazione: per esempio, l'effetto di amplificazione del ciclo economico, la connessione con difficoltà nella bilancia dei pagamenti, la erosione del mercato per i titoli a reddito fisso e, in un futuro meno immediato, le conseguenze sociali e politiche. Un effetto particolarmente sfavorevole è stato, recentemente, la riduzione dei profitti, con il conseguente taglio nelle spese in impianti e attrezzature. E' evidente che se questo problema continuerà a persistere, come minaccia di fare, sarà compromesso il mante-

nimento degli incrementi di produttività e dell'imponente espansione produttiva registrati negli ultimi vent'anni. E' un'ironia della sorte che gli eccessivi aumenti dei salari monetari, per ottenere i quali si è così duramente lottato, possano essere la causa di minori incrementi nei salari reali.

Tuttavia, se vi è una cosa che gli eccessi degli ultimi due anni hanno dimostrato, è proprio che la manovra della domanda, da sola e basata specialmente sulla politica monetaria come principale strumento, non si è dimostrata una cura né rapida, né efficace, dell'inflazione da aumenti dei salari. Gli avvenimenti hanno provato, in modo più evidente che mai, che la politica salariale costituisce uno strumento del quale occorrerebbe servirsi più pienamente per un governo più soddisfacente dell'economia. Si è constatato come il settore privato non sia in grado di sopportare vertenze sindacali di lunga durata e che le forze di mercato, anche quando la domanda di lavoro si trova a livello di recessione, costituiscono un contrappeso inadeguato al potere monopolistico delle organizzazioni dei lavoratori.

Si deve ammettere che una politica salariale sempre coronata da successo è ancora da conseguire, che la materia è irta di difficoltà politiche e che esistono circostanze in cui è quasi impossibile prendere nuove iniziative. Tuttavia, è una sfida che i responsabili della politica non possono ignorare. Può darsi che si renda necessario rafforzare la legislazione del lavoro, impiegare più efficacemente l'influenza del governo, e in ogni caso l'opinione pubblica deve essere edotta della portata reale del problema. Inoltre, lo stesso settore pubblico, che è di gran lunga il più importante datore di lavoro, non può fare a meno di una politica articolata ed equa verso i propri dipendenti, la quale potrebbe costituire un esempio per il settore privato.

Che il sistema monetario internazionale sia, da alcuni anni, in una situazione che lo rende vulnerabile alle crisi, ha ricevuto ulteriore conferma dallo sconvolgimento verificatosi sui mercati dei cambi all'inizio del maggio di quest'anno a così breve distanza di quello dell'ottobre 1969. Peraltro, ogni crisi è caratterizzata da particolari circostanze, che ne formano il substrato e poi la scatenano. Il saldo passivo di base della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti costituisce certamente un permanente punto debole della situazione monetaria internazionale, ma, nello scorso anno, i saldi attivi e passivi di base, ivi compreso quello degli Stati Uniti, hanno manifestato la tendenza a ridursi. Sono stati piuttosto i massicci movimenti di fondi a breve termine, descritti nella presente Relazione, che hanno fatto da sfondo alla crisi. Si può dire, difatti, che questa è stata la prima crisi degli anni recenti, in cui gli squilibri di base nei pagamenti internazionali — cioè quelli che coinvolgono beni, servizi e capitali a lungo termine — non sono stati la causa diretta dello sconvolgimento. La sua origine risale, naturalmente, al 1969: allora una politica monetaria interna severamente restrittiva aveva fatto affluire negli Stati Uniti un cospicuo volume di fondi a breve, di oltre \$ 8 miliardi. La maggior parte di questo importo consisteva di prestiti che le banche americane avevano ricevuto dalle loro filiali estere, come conseguenza del fatto che i limiti massimi dei saggi d'interesse ammessi in base alla Disposizione Q erano stati mantenuti a livelli non competitivi. Così, non solo il compito di calmare il "boom" era stato affidato in misura eccessiva alla politica monetaria, ma gli strumenti utilizzati non prendevano nella dovuta considerazione le ripercussioni internazionali. Nel momento in cui i fondi stavano affluendo in massa dal mercato dell'eurodollaro alle

banche americane, era generalmente previsto che il successivo deflusso — inevitabile una volta che si fosse riusciti a contenere il "boom" — avrebbe provocato difficoltà sui mercati dei cambi e monetari europei. Per cui, non deve sorprendere che nel 1970-71 si siano verificate difficoltà. L'afflusso di fondi negli Stati Uniti nel 1969 non solo compensò il saldo passivo di base dei pagamenti, ma fece registrare effettivamente un saldo attivo di \$ 2,7 miliardi in conto regolamenti ufficiali. Quindi, il successivo saldo passivo dei regolamenti ufficiali ha dovuto coprire questo saldo attivo artificiale, nonché i disavanzi di base conseguiti nel 1969 e 1970. In effetti, il saldo passivo del primo trimestre 1971 è stato ancora più ampio.

Per spiegare questi movimenti, occorre prendere in esame gli sviluppi su entrambe le sponde dell'Atlantico. Tutto ha avuto inizio quando, al principio del 1970, la politica monetaria SU ha abbandonato il suo orientamento restrittivo. Il rovescio della medaglia è costituito, peraltro, dalla severa stretta monetaria esistente in numerosi paesi europei, che ha agito come una calamita per i fondi provenienti dagli Stati Uniti e dal mercato delle eurodivise, dove i saggi d'interesse stavano riducendosi. Gli importi affluiti sono stati particolarmente cospicui per la Germania, che non disponeva di controlli sull'indebitamento all'estero delle imprese, e assai considerevoli persino per il Regno Unito.

Questi afflussi si sono accelerati nel primo trimestre del 1971, provocando infine un senso di incertezza sul mercato dei cambi. Dall'inizio di aprile si è manifestata una speculazione sostenuta sul marco tedesco, la quale è diventata una forte ondata nei primi giorni di maggio. Non essendo riusciti ad arrestare il "boom" o l'afflusso di fondi dall'estero per tanti mesi, c'era poco che le autorità tedesche potessero fare, il 5 maggio, se non chiudere il mercato dei cambi e lasciar fluttuare il marco. Sebbene nella stampa fossero apparsi suggerimenti in favore di un cambio fluttuante per il marco, essi non possono essere considerati la vera causa della crisi; questa va piuttosto ricercata negli ampi divari tra i saggi d'interesse, dovuti alle divergenti politiche monetarie e negli imponenti flussi di fondi da essi provocati.

Lo yen giapponese è stato coinvolto solo marginalmente nella crisi valutaria, sebbene il saldo attivo verso l'estero sia stato di proporzioni assai ampie. Le autorità hanno dichiarato energicamente che la parità esistente dello yen sarà mantenuta, scoraggiando così la speculazione. Il saldo attivo verso l'estero è, senza dubbio, insolitamente cospicuo al presente, a causa del ristagno della domanda in Giappone; ma anche quando l'espansione sarà di nuovo in pieno sviluppo, è probabile che continuerà a persistere un consistente avanzo commerciale. Le autorità giapponesi hanno compiuto alcuni passi verso l'aggiustamento, riducendo le barriere alle importazioni e stimolando le esportazioni di capitali. Recentemente, per neutralizzare la pressione a rivalutare, è stata adottata un'ampia serie di misure: è uno sviluppo promettente.

Gli sviluppi dello scorso anno, nonché quelli del 1969, hanno servito a sottolineare diverse verità da tenere presenti, dalle autorità, nella loro azione. La prima è che è inutile annunciare una serie complicata di obiettivi — pieno impiego, espansione economica, stabilità dei prezzi ed equilibrio esterno — a meno che esse non siano disposte a fare energico uso degli ampi poteri a loro disposizione per assicurare una buona gestione dell'economia. In particolare, i governi non possono aspettarsi di conseguire risultati favorevoli, quando si rifiutano di adottare le misure necessarie,

anche se spiacevoli, e lasciano cadere tutto il peso dell'azione sulla banca centrale. Il governo dei mezzi di pagamento è strumento vitale della politica economica, ma non è una panacea, soprattutto quando la fonte dell'inflazione è costituita da salari rapidamente crescenti.

In secondo luogo, gli strumenti stessi di politica monetaria devono essere adattati alle difficoltà insite nella situazione, siano esse di origine interna od esterna. E' chiaro che gli strumenti tradizionali di politica monetaria dovranno, talvolta, venire integrati da misure specifiche, allo scopo di evitare un'espansione creditizia non desiderata all'interno, proveniente da settori non bancari oppure da indebitamento verso l'estero. Rifuggire da simili misure è ignorare che la ragion d'essere delle banche centrali è di governare il flusso della moneta e del credito.

Infine, è necessario far fronte al persistente e cospicuo saldo passivo registrato dalla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, che, da anni, ha influito sfavorevolmente sul sistema monetario internazionale, provocando in misura sempre maggiore richieste di controlli sul libero flusso degli scambi e dei pagamenti internazionali. Si ammette che la recente crisi, in seguito alla quale il marco e il fiorino sono stati lasciati fluttuare, costituisce una battuta d'arresto nel progresso del Mercato comune. E' probabile che possano sorgere altre difficoltà di questo genere. L'accumulazione di debiti ufficiali a breve da parte degli Stati Uniti, che non accenna a interrompersi, e l'affermazione che la maggiore responsabilità per il processo di aggiustamento spetta alle altre monete e non al dollaro non possono evidentemente costituire la parola definitiva sull'argomento.

RENÉ LARRE
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1971

BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 58 ...)

		<u>%</u>
Oro	4.202.105.282	17,6
Cassa in contanti e in conto a vista presso banche ...	53.286.450	0,2
Buoni del Tesoro	1.058.222.479	4,4
Depositi vincolati e prestiti		
In oro		
A 3 mesi al massimo	75.122.049	0,3
Ad oltre 3 mesi	15.162.389	0,1
In valute		
A 3 mesi al massimo	11.094.548.972	46,5
Ad oltre 3 mesi	3.874.215.124	16,3
	<u>15.059.048.534</u>	
Titoli a termine		
In oro		
A 3 mesi al massimo	264.536.957	1,1
Ad oltre 3 mesi	159.440.632	0,7
In valute		
A 3 mesi al massimo	2.673.223.893	11,2
Ad oltre 3 mesi	385.783.133	1,6
	<u>3.482.984.615</u>	
Partite varie	822.137	0,0
Terreno, immobili ed arredi	1	0,0
	<u><u>23.856.469.498</u></u>	<u>100</u>
CONTI D'ORDINE		
a. Operazioni a termine su oro:		
Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare)	876.777.582	
b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca per conto terzi:		
Oro in custodia	957.556.782	
Saldi bancari	15.215.376	
Effetti ed altri titoli a custodia	449.312.792	

31 MARZO 1971

DI ORO FINO — ART. 4 DELLO STATUTO)

PASSIVO

		%
Capitale		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	<u>1.500.000.000</u>	
Emesso: 464.725 azioni	<u>1.161.912.500</u>	
Liberato per il 25%	290.453.125	1,2
Riserve		
Fondo di riserva legale	29.045.313	
Fondo di riserva generale	99.958.210	
Fondo di riserva speciale per dividendi	22.007.964	
Fondo di riserva libero	<u>98.000.000</u>	
	249.011.487	1,0
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
A vista	2.687.647.142	11,3
A 3 mesi al massimo	1.691.193.098	7,1
Ad oltre 3 mesi	401.555.940	1,7
Altri depositanti		
A vista	<u>156.940.023</u>	0,7
	4.939.336.203	
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
A vista	77.435.804	0,3
A 3 mesi al massimo	16.438.156.306	68,9
Ad oltre 3 mesi	808.999.237	3,4
Altri depositanti		
A vista	19.247.017	0,1
A 3 mesi al massimo	309.297.765	1,3
Ad oltre 3 mesi	<u>27.270.948</u>	0,1
	17.680.407.077	
Effetti		
Ad oltre 3 mesi	466.450.851	1,9
Partite varie		
	50.690.849	0,2
Accantonamento per costruzioni		
	80.671.000	0,4
Conto profitti e perdite		
	99.448.906	0,4
	<u>23.856.469.498</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 1971, 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 1971

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1971

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi	146.766.911
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	171.708
Direzione e personale	10.361.121
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>3.185.056</u>
	<u>13.717.885</u>
Avanzo netto delle operazioni	133.049.026
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti	
per spese straordinarie di amministrazione	1.600.120
per costruzioni	<u>32.000.000</u>
	<u>33.600.120</u>
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1971	<u>99.448.906</u>

RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO
(Articolo 51 dello Statuto)

	<u>Franchi oro</u>
Utile netto	99.448.906
Dividendo del 6% all'anno sul capitale versato	
37,50 franchi oro per azione su 448.325 azioni per dodici mesi	16.812.187
9,375 franchi oro per azione su 16.400 azioni per tre mesi ...	<u>153.750</u>
	<u>16.965.937</u>
Dividendo addizionale (massimo statutario) del 3% all'anno sul capitale versato	
18,75 franchi oro per azione su 448.325 azioni per dodici mesi	8.406.094
4,6875 franchi oro per azione su 16.400 azioni per tre mesi ...	<u>76.875</u>
	<u>8.482.969</u>
	<u>74.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	<u>37.000.000</u>
	<u>37.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva speciale per dividendi (massimo statutario) ...	<u>14.800.000</u>
	<u>22.200.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>22.200.000</u>
	<u>—</u>
	<u>—</u>

**Movimenti nel Capitale versato, nei Fondi di riserva
e negli Accantonamenti
durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1971**

(Esclusi i fondi assegnati alle riserve, la cui entità sarà decisa all'Assemblea generale annuale)

In franchi oro

Capitale versato

Saldo al 1° aprile 1970					
448.325 azioni, di 2.500 franchi oro ciascuna, liberate per il 25%	...	...			280.203.125
più: ulteriori 16.400 azioni, di 2.500 franchi oro ciascuna, liberate per il 25% ed emesse durante l'esercizio finanziario 1970-71	...	...	...	...	<u>10.250.000</u>
Saldo al 31 marzo 1971, conforme al bilancio	...	...	...	...	<u><u>290.453.125</u></u>

Fondi di riserva

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo di riserva speciale per dividendi	Fondo di riserva libero
Saldi al 1° aprile 1970	28.020.313	64.833.210	10.007.964	80.000.000
più: Trasferimenti dal Conto profitti e perdite 1969-70		30.000.000	12.000.000	18.000.000
Assegnazione del premio ricevuto sull'emissione delle 16.400 nuove azioni	<u>1.025.000</u>	<u>5.125.000</u>		
Saldi al 31 marzo 1971, conformi al bilancio	<u><u>29.045.313</u></u>	<u><u>99.958.210</u></u>	<u><u>22.007.964</u></u>	<u><u>98.000.000</u></u>

Accantonamento per costruzioni

Saldo al 1° aprile 1970	...	...	...	...	48.671.000
più: Trasferimento dal Conto profitti e perdite 1970-71	...	...	...	...	<u>32.000.000</u>
Saldo al 31 marzo 1971, conforme al bilancio	...	...	...	...	<u><u>80.671.000</u></u>

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam { Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca
Henri Deroy, Parigi Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Barone Ansiaux, Brusselle
M. J. Babington Smith, Londra
Dott. Guido Carli, Roma
Dott. Leonhard Gleske, Brema
Dott. Karl Klasen, Francoforte s/M.
Dott. Donato Menichella, Roma
The Rt. Hon. Sir Leslie O'Brien, Londra
Dott. Edwin Stopper, Zurigo
Robert Vandeputte, Brusselle
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 }
Georges Janson, Brusselle
C. J. Morse, oppure } Londra
R. G. Raw }

DIREZIONE

René Larre	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
Henri Guisan	Consigliere giuridico
Dott. Antonio Rainoni	Direttore
<hr/>	
D. H. Stapleton	Condirettore
Prof. Dott. F. E. Klein	Condirettore
A. N. Barltrop	Vice Direttore
Dott. Warren D. McClam	Vice Direttore
M. G. Dealtry	Vice Direttore
Robert Chaptinel	Vice Direttore