

# **BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

## **QUARANTADUESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1971–31 MARZO 1972**

**BASILEA**

**12 giugno 1972**

# INDICE

Pagina

Introduzione . . . . .	I
------------------------	---

I. La crisi del dollaro e del sistema monetario . . . . .	3
---	---

La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti (p. 3); provvedimenti SU per contenere il disavanzo (p. 12); il saldo degli avanzi e dei disavanzi (p. 15); il crescente squilibrio del sistema (p. 18); preludio al 15 agosto 1971 (p. 26); la fluttuazione dei tassi di cambio (p. 30); l'accordo smithsoniano (p. 33); avvenimenti successivi all'accordo smithsoniano (p. 33)

II. Rassegna degli sviluppi economici e monetari e delle politiche relative . . . . .	37
---	----

Il panorama economico interno (p. 37); moneta, credito e mercati dei capitali (p. 43); sviluppi e politiche nei singoli paesi: Stati Uniti (p. 49); Canada (p. 53); Giappone (p. 55); Regno Unito (p. 59); Germania (p. 63); Francia (p. 66); Italia (p. 69); Belgio (p. 72); Paesi Bassi (p. 73); Svizzera (p. 75); Austria (p. 76); Danimarca (p. 78); Norvegia (p. 79); Svezia (p. 80); Finlandia (p. 83); Spagna (p. 84); Portogallo (p. 85); Jugoslavia (p. 85); Australia (p. 86); Sud Africa (p. 88); Paesi dell'Europa orientale: Unione Sovietica (p. 89); Repubblica Democratica Tedesca (p. 89); Polonia (p. 90); Cecoslovacchia (p. 90); Ungheria (p. 90); Romania (p. 91); Bulgaria (p. 91)

III. Scambi e pagamenti internazionali. . . . .	93
---	----

Bilance dei pagamenti (p. 95): Stati Uniti (p. 97), Canada (p. 100), Giappone (p. 102), Regno Unito (p. 104), Germania (p. 106), Francia (p. 108), Italia (p. 110), Unione economica Belgio-Lussemburgo (p. 112), Paesi Bassi (p. 113), Svizzera (p. 115), Austria (p. 116), Danimarca (p. 117), Norvegia (p. 118), Svezia (p. 119), Finlandia (p. 120), Spagna (p. 121)

IV. Oro, riserve e tassi di cambio . . . . .	122
--	-----

Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree (p. 122); l'espansione delle riserve globali (p. 127); movimenti monetari: Stati Uniti (p. 130), Regno Unito (p. 132), Germania (p. 134), Francia (p. 135), Italia (p. 137), Paesi Bassi (p. 137), Unione economica Belgio-Lussemburgo (p. 138), Svizzera (p. 140), Austria (p. 141), Svezia (p. 141), Norvegia (p. 141), Danimarca (p. 142), Finlandia (p. 142), Spagna (p. 142), Portogallo (p. 142), altri paesi europei (p. 142), Giappone (p. 142), Canada (p. 143); Fondo monetario internazionale (p. 144); mercati dei cambi (p. 145); gli accordi sui mercati dei cambi tra i paesi membri della Comunità Economica Europea (p. 146), sterlina (p. 147), marco tedesco (p. 148); fiorino (p. 149), franco belga (p. 149), franco francese (p. 151), franco svizzero (p. 152), lira (p. 153), scellino (p. 153), yen (p. 154), dollaro canadese (p. 154), altre valute (p. 154); altri sviluppi valutari (p. 155)

V. Il mercato delle eurodivise . . . . . 164

Andamento generale (p. 164); il mercato delle eurodivise durante le crisi monetarie (p. 166); la composizione delle variazioni (p. 169); fonti e impieghi (p. 170); singoli paesi dichiaranti (p. 174); andamento dei saggi d'interesse (p. 179)

VI. L'accordo monetario europeo . . . . . 182

Riesame dell'Accordo (p. 182); Operazioni in base all'Accordo: *Fondo europeo* (p. 182), *sistema multilaterale di regolamenti* (p. 184); situazioni dei conti (p. 186); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (p. 188)

VII. Attività della Banca . . . . . 189

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 189); operazioni del Dipartimento bancario (p. 189): passivo (composizione delle risorse) (p. 191), attivo (utilizzo delle risorse) (p. 196); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 199); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (p. 201); la Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo) (p. 201); distribuzione dell'utile netto (p. 201); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 203)

Conclusioni . . . . . 205

\*                      \*

\*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1972.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

	Pagina
<b>I. La crisi del dollaro e del sistema monetario</b>	
Stati Uniti:	
Bilancia dei pagamenti, 1950-71 . . . . .	4
Prodotto nazionale lordo ed importazioni di merci* . . . . .	7
Rapporto tra importazioni di merci e relativi indicatori economici interni . . . . .	8
Variazioni di costi e prezzi comparati (periodo 1961-71) . . . . .	9
Variazioni nelle riserve ufficiali (compresi i DSP), 1950-71 . . . . .	16
Variazioni nelle riserve ufficiali di oro monetario . . . . .	18
Offerta di oro ed acquisti ufficiali netti dei paesi occidentali* . . . . .	20
Variazioni nelle riserve globali, 1955-69 . . . . .	24
Riallineamento delle principali monete, 5 maggio-18 dicembre 1971 . . . . .	33
Quotazioni a pronti di alcune monete rispetto al dollaro SU* . . . . .	34
 <b>II. Rassegna degli sviluppi economici e monetari e delle politiche relative</b>	
Variazioni della produzione reale, dei salari e dei prezzi* . . . . .	38
Produzione, prezzi e salari* . . . . .	40
Offerta e usi delle risorse . . . . .	42
Sistema bancario: Situazione monetaria . . . . .	44
Saggi d'interesse a breve e lungo termine* . . . . .	47
Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1970 . . . . .	48
Stati Uniti:	
Totale dei fondi netti attinti sui mercati creditizio ed azionario . . . . .	51
Risparmio, investimento e variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	53
Canada: Totale dei fondi netti attinti sui mercati creditizio ed azionario . . . . .	54
Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	57
Regno Unito:	
Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	60
Espansione del credito interno . . . . .	61
Germania: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	65
Francia: Variazioni degli obblighi di riserva . . . . .	68
Italia: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	70
Svezia: Flussi creditizi netti . . . . .	82
Economie dei paesi dell'Europa orientale: Produzione per settori e reddito nazionale prodotto . . . . .	89
 <b>III. Scambi e pagamenti internazionali</b>	
Commercio mondiale . . . . .	93
Sviluppo delle esportazioni dalle principali aree industriali . . . . .	94

## Bilance dei pagamenti:

Paesi appartenenti al Gruppo dei dieci . . . . .	96
Stati Uniti . . . . .	99
Canada . . . . .	101
Giappone . . . . .	103
Regno Unito . . . . .	104
Germania . . . . .	107
Francia . . . . .	108/109
Italia . . . . .	111
Unione Economica Belgio-Lussemburgo . . . . .	112
Paesi Bassi . . . . .	114
Svizzera . . . . .	115
Austria . . . . .	116
Paesi nordici . . . . .	119
Spagna . . . . .	121

## IV. Oro, riserve e tassi di cambio

Produzione mondiale di oro . . . . .	122
Fonti e usi dell'oro (stime) . . . . .	123
Prezzi di mercato dell'oro* . . . . .	124
Riserve mondiali di oro . . . . .	126
Variazioni nelle riserve globali . . . . .	128
Movimenti monetari esterni:	
Stati Uniti . . . . .	130
Regno Unito . . . . .	133
Germania . . . . .	135
Francia . . . . .	136
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone . . . . .	139
Fondo monetario internazionale: Prelievi e riacquisti nel 1971 . . . . .	145
Quotazioni rispetto al dollaro SU:	
yen, marco tedesco, scellino, franco svizzero, sterlina, franco francese* . . . . .	150
franco belga, fiorino, lira, corona svedese* . . . . .	151

## V. Il mercato delle eurodivise

Banche di otto paesi europei dichiaranti: Passività esterne in valute estere* . . . . .	164
Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari e altre valute estere . . . . .	168
Dimensione del mercato delle eurodivise (stima) . . . . .	171
Posizioni in valute estere di banche europee dichiaranti verso non residenti . . . . .	173
Passività e attività esterne, in valute nazionali ed estere, di banche dei singoli paesi dichiaranti . . . . .	176
Passività e attività esterne, in dollari e altre valute estere, di banche dei singoli paesi dichiaranti . . . . .	177
Saggi d'interesse a tre mesi sui mercati nazionali e sull'euromercato* . . . . .	180

## VI. L'accordo monetario europeo

## Fondo europeo:

Utilizzo dei crediti concessi . . . . .	183
Situazioni dei conti . . . . .	187

## VII. Attività della Banca

Totali del bilancio . . . . .	190
Conti d'ordine . . . . .	191
Passivo* . . . . .	191
Composizione delle risorse . . . . .	194
Fondi ricevuti in prestito:	
Origine . . . . .	194
Natura e scadenza . . . . .	195
Attivo* . . . . .	196
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti . . . . .	197
Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine . . . . .	198
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) . . . . .	200
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young) . . . . .	200
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 . . . . .	201
Prestiti garantiti della CECA . . . . .	202

# QUARANTADUESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 12 giugno 1972.

Signori,

ho l'onore di presentare la quarantaduesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1971 e terminato il 31 marzo 1972.

Durante l'anno finanziario è stata effettuata un'emissione, riservata alle banche centrali, di altre 16.400 azioni, portando così a 481.125 il totale delle azioni emesse e liberate nella misura del 25 %. I particolari di questa piccola variazione nella struttura del capitale della Banca sono esposti nel capitolo VII della presente Relazione.

Dopo aver dedotto l'importo di 7.531.416 franchi oro trasferito all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto per l'esercizio finanziario ammonta a 148.832.656 franchi oro contro 99.448.906 franchi oro del precedente anno finanziario.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale decida di destinare l'importo di 17.888.437 franchi oro al pagamento del dividendo prioritario del 6% l'anno, pari a 37,50 franchi oro per azione, e un importo di 8.944.219 franchi oro della rimanenza dell'utile netto - somma che rientra nel limite statutario del 20% - per il pagamento del massimo dividendo addizionale del 3% l'anno, pari a 18,75 franchi oro per azione. Tali dividendi saranno corrisposti per l'intero anno su 464.725 azioni e per nove mesi sulle 16.400 azioni emesse alla fine di giugno 1971.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti 61.000.000 di franchi oro al Fondo di riserva generale, 24.400.000 franchi oro al Fondo di riserva speciale per dividendi e 36.600.000 franchi oro al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo globale della Banca per l'anno finanziario 1971-72 ammonterà a 56,25 franchi oro per azione su 464.725 azioni e a 42,1875 franchi oro per azione sulle 16.400 azioni emesse nel giugno 1971. Questi importi saranno pagabili agli azionisti il 1º luglio 1972 in franchi svizzeri ed ammontano, sulla base del tasso centrale attualmente in vigore, rispettivamente a 76,60 e 57,45 franchi svizzeri.

Il capitolo I della Relazione presenta un'analisi della crisi del dollaro e del sistema monetario internazionale. I tre capitoli successivi passano in rassegna gli sviluppi economici e monetari e le relative politiche, il commercio ed i pagamenti internazionali, la produzione aurifera, le variazioni delle riserve monetarie, i mercati e le regolamentazioni valutarie. Il capitolo V presenta una disamina degli sviluppi del mercato delle eurodivise ed il VI espone le operazioni dell'Accordo monetario europeo. Il capitolo VII esamina le attività della Banca durante l'anno finanziario, il bilancio ed i risultati finanziari.



## **I. LA CRISI DEL DOLLARO E DEL SISTEMA MONETARIO.**

La lunga serie dei disavanzi nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le crescenti tensioni nell'ambito stesso del sistema monetario internazionale hanno raggiunto nel 1971 il limite di rottura. Dopo alcuni mesi di gravi perturbazioni sui mercati dei cambi, il 15 agosto gli Stati Uniti furono costretti a sospendere formalmente la convertibilità del dollaro e quasi tutte le maggiori valute furono sottoposte ad un periodo di fluttuazione. Per alcuni mesi si ebbero opinioni contrastanti sulle misure da adottare per riportare ordine nel sistema. Quindi, il 18 dicembre, nel corso di una riunione ministeriale del Gruppo dei dieci a Washington, fu concordata una nuova struttura di cambi fissi. L'accordo ha comportato una svalutazione del dollaro e rivalutazioni di diverse altre monete dei paesi del Gruppo dei dieci, nonché un ampliamento dei margini di cambio dal precedente 1 % al 2,25 % da entrambi i lati della parità.

Considerato nel suo complesso, è stato questo un episodio senza precedenti nella storia delle relazioni monetarie internazionali, di gran lunga diverso, sia nelle cause che nelle procedure, dal riallineamento delle monete del 1949. E diverso esso è anche per il fatto che ha comportato sostanziali mutamenti nel sistema di Bretton Woods, sebbene la portata dei medesimi non appaia ancora del tutto chiara.

Verranno esaminati qui di seguito i fattori che hanno contribuito alla crisi del 1971, e cioè: in primo luogo, il disavanzo con l'estero degli Stati Uniti; secondariamente, le misure adottate per ridurre tale deficit; in terzo luogo, i saldi attivi che hanno fatto da contropartita al disavanzo SU; in quarto luogo, la crescente instabilità nell'ambito stesso del sistema monetario; ed infine, gli avvenimenti immediatamente precedenti la crisi. Il capitolo termina con una descrizione dell'accordo concluso il 18 dicembre all'Istituto Smithsonian e delle reazioni dei mercati dei cambi fino alla primavera di quest'anno.

### **La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.**

Tra gli elementi che hanno contribuito alla crisi monetaria dello scorso anno, il progressivo deterioramento della bilancia dei pagamenti SU è stato senza dubbio il principale. Questa sezione illustra gli sviluppi di tale bilancia dei pagamenti per chiarire in qual modo lo squilibrio di natura fondamentale sia andato evolvendosi.

L'economia americana, in contrasto con le condizioni della capacità produttiva prevalenti nella maggior parte degli altri paesi belligeranti, emerse dal secondo conflitto mondiale enormemente rafforzata. Il suo conseguente predominio nell'economia mondiale si rispecchiò nella solidità della sua bilancia dei pagamenti. Nel periodo 1946-49, nonostante gli stretti controlli quantitativi delle importazioni mantenuti dalla maggior parte degli altri paesi, gli Stati Uniti accumularono un saldo attivo di \$ 32 miliardi nelle transazioni di beni e servizi. In tal modo, anche detratte le spese

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti, 1950-71.\*

Voci (al netto)	Anni o medie annuali							
	1950-1956	1957	1958-1959	1960-1964	1965-1967	1968-1969	1970	1971
	miliardi di dollari							
Merci . . . . .	2,6	6,3	2,3	5,4	4,2	0,6	2,1	- 2,9
Spese militari . . . . .	- 2,0	- 2,8	- 3,0	- 2,4	- 2,7	- 3,2	- 3,4	- 2,9
Turismo e noli . . . . .	- 0,1	- 0,2	- 0,7	- 1,1	- 1,5	- 1,7	- 2,0	- 2,2
Interessi e dividendi . . . . .	1,8	2,4	2,5	3,9	5,5	6,1	6,3	7,9
Altri servizi e trasferimenti . . . . .	- 0,5	- 0,5	- 0,6	- 0,6	- 0,7	- 0,8	- 0,8	- 0,7
Bilancia delle merci, dei servizi e delle rimesse	1,8	5,2	0,5	5,2	4,8	1,0	2,2	- 0,8
Donazioni del Governo SU . . . . .	- 2,2	- 1,6	- 1,6	- 1,9	- 1,8	- 1,6	- 1,7	- 2,0
Bilancia delle partite correnti . . . . .	- 0,4	3,6	- 1,1	3,3	3,0	- 0,6	0,5	- 2,8
Capitali a lungo termine ufficiali . . . . .	- 0,3	- 0,9	- 0,6	- 1,0	- 1,8	- 2,1	- 2,0	- 2,4
privati . . . . .	- 0,9	- 2,9	- 2,1	- 3,0	- 3,4	0,6	- 1,5	- 4,1
Bilancia delle partite correnti e dei capitali a lungo termine . . . . .	- 1,6	- 0,2	- 3,8	- 0,7	- 2,2	- 2,1	- 3,0	- 9,3
Capitali a breve termine . . . . .	0,1	0,3	0,8	- 0,5	1,3	5,8	- 6,5	- 10,3
Errori ed omissioni . . . . .	0,3	1,0	0,3	- 1,0	- 0,6	- 1,5	- 1,1	- 10,9
Assegnazioni di DSP . . . . .	-	-	-	-	-	-	0,8	0,7
Saldo sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali . . . . .	- 1,2	1,1	- 2,7	- 2,2	- 1,5	2,2	- 9,8	- 29,8

\* Alcuni dati per il 1950-59 sono tratti da: H.B. Lary, "Problems of the United States as World Trader and Banker", NBER, Nuova York 1963, pagina 13.

per aiuti e prestiti, pari a oltre \$ 26 miliardi, quasi \$ 6 miliardi andarono ad aggiungersi alle riserve esterne. Questa situazione era chiaramente insostenibile.

Le molteplici svalutazioni nei confronti del dollaro, verificatesi nell'autunno 1949, segnarono una importante svolta. Da allora gli Stati Uniti si sono quasi sempre trovati in una posizione di disavanzo globale con l'estero, accompagnato da un progressivo peggioramento nella posizione delle loro riserve. L'epoca del disavanzo iniziò con un brusco salto nel 1950, quando il saldo calcolato sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali registrò un deficit di \$ 3,3 miliardi. Questo improvviso cambiamento, tuttavia, non fu semplicemente il risultato delle svalutazioni; il calo nel saldo attivo della bilancia commerciale da \$ 5,3 miliardi nel 1949 a \$ 1,1 miliardi nel 1950 fu in gran parte dovuto al perdurare della crisi postbellica nel commercio internazionale ed allo scoppio del conflitto coreano. Poiché nel 1949 una forte aliquota degli scambi commerciali americani si svolgeva con il Canada, che svalutò la sua moneta solo del 9%, e con i paesi dell'America Latina, che per lo più si mantennero

legati al dollaro, l'impatto immediato dei riallineamenti non fu probabilmente molto profondo. Successivamente però, quando le economie europee cominciarono a riprendersi ed ad espandere il loro potenziale commerciale, i riallineamenti del 1949 furono senza dubbio un fattore determinante nella competitività industriale internazionale.

Tuttavia, l'avanzo commerciale, pur non riconquistando i livelli degli anni precedenti, ritornò a \$3,1 miliardi nel 1951 e raggiunse i \$4,8 miliardi nel 1956. Nel contempo, in altri settori della bilancia dei pagamenti, le spese ufficiali nette con l'estero non variarono molto, mantenendosi ad un livello medio globale di \$4,5 miliardi circa all'anno, benchè il loro contenuto si fosse spostato dalle voci relative alla ricostruzione a quelle inerenti le spese militari, in parte per effetto della guerra di Corea. Il deflusso netto di capitale privato, che doveva tanto preoccupare negli anni successivi, non assunse, almeno fino al 1956, proporzioni rilevanti. In conclusione, nel periodo dal 1950 al 1956 il disavanzo globale fu in media di \$1,2 miliardi all'anno, senza che vi fosse una chiara tendenza verso l'una o l'altra direzione. Durante tale periodo la solidità di fondo del dollaro non fu mai in discussione, ed il deficit venne considerato essenzialmente come un costruttivo contributo alla ripresa ed all'espansione dell'economia mondiale ed uno strumento per conseguire un'auspicabile redistribuzione delle riserve.

Nel 1957 si verificò un avanzo globale alquanto inconsueto. In un certo senso, gli ottimisti sembrarono trovare conferma, ma difficilmente ci si poteva attendere che gli anni seguenti potessero essere altrettanto favorevoli. L'avanzo globale di \$1,1 miliardi era di proporzioni che ricordavano quelle antecedenti il 1950, ed altrettanto dicasi dell'avanzo commerciale di \$6,3 miliardi che sostenne la posizione globale. Ma le esportazioni, in particolare quelle di petrolio e prodotti agricoli nonchè i proventi dai noli, avevano ricevuto un forte impulso dalla chiusura del Canale di Suez, mentre le condizioni di "boom" nella maggior parte dei paesi europei, coincidenti con una svolta verso la recessione negli Stati Uniti, fornirono un'altra temporanea fonte attiva ai conti con l'estero degli Stati Uniti.

Le esperienze del 1958 e 1959 manifestarono chiaramente il carattere transitorio del saldo attivo conseguito nel 1957. Nel 1959 l'avanzo commerciale scese a \$1 miliardo ed il saldo complessivo registrò un deficit di \$2,3 miliardi; le riserve auree si assottigliarono di \$3,3 miliardi in due anni. Nel 1958 la ripresa negli Stati Uniti e la recessione in Europa resero la posizione ciclica sfavorevole al commercio SU e nel 1959 lo sciopero nazionale delle acciaierie costituì un ulteriore elemento avverso. Ma il calo dell'avanzo commerciale fu maggiore di quanto questi fattori, da soli, possano giustificare. In realtà, il cospicuo aumento delle importazioni, in particolare di automobili, fu un elemento indicativo della capacità di concorrenza che era andata formandosi all'estero durante gli anni cinquanta.

La bilancia dei pagamenti è stata altresì negativamente influenzata da considerevoli uscite di capitali privati a lungo termine verificatesi durante la seconda metà degli anni cinquanta. Mentre agli inizi del decennio in questione esse erano state di modeste proporzioni, nel 1956 e 1957 si assistette ad un deflusso netto molto maggiore. Si ebbe, in particolare, un'ondata di investimenti privati diretti all'estero, per importi che furono di quasi \$2 miliardi nel 1956 e di \$2,4 miliardi nel 1957; gran parte di essa si diresse verso il Canada e l'America Latina, appartenenti all'area del

dollaro. In quest'ultimo caso l'afflusso di capitali è essenzialmente da ricollegarsi al "boom" del petrolio verificatosi nell'emisfero occidentale in seguito alla crisi del Canale di Suez.

Pertanto, allo scadere degli anni cinquanta, a conclusione di un decennio che per soli due anni aveva conseguito un avanzo complessivo della bilancia dei pagamenti, mentre aveva accumulato un deficit di oltre \$ 12 miliardi, di fronte a sintomi di una più serrata sfida competitiva ed alla prospettiva, infine, di sempre crescenti deflussi di capitali, la situazione si presentava tutt'altro che favorevole. Infatti, nella Relazione economica del Presidente del 1972 si dichiara essere stata oggetto "di costante preoccupazione l'eccedenza dei pagamenti SU verso l'estero, rispetto alle entrate, dal 1959".

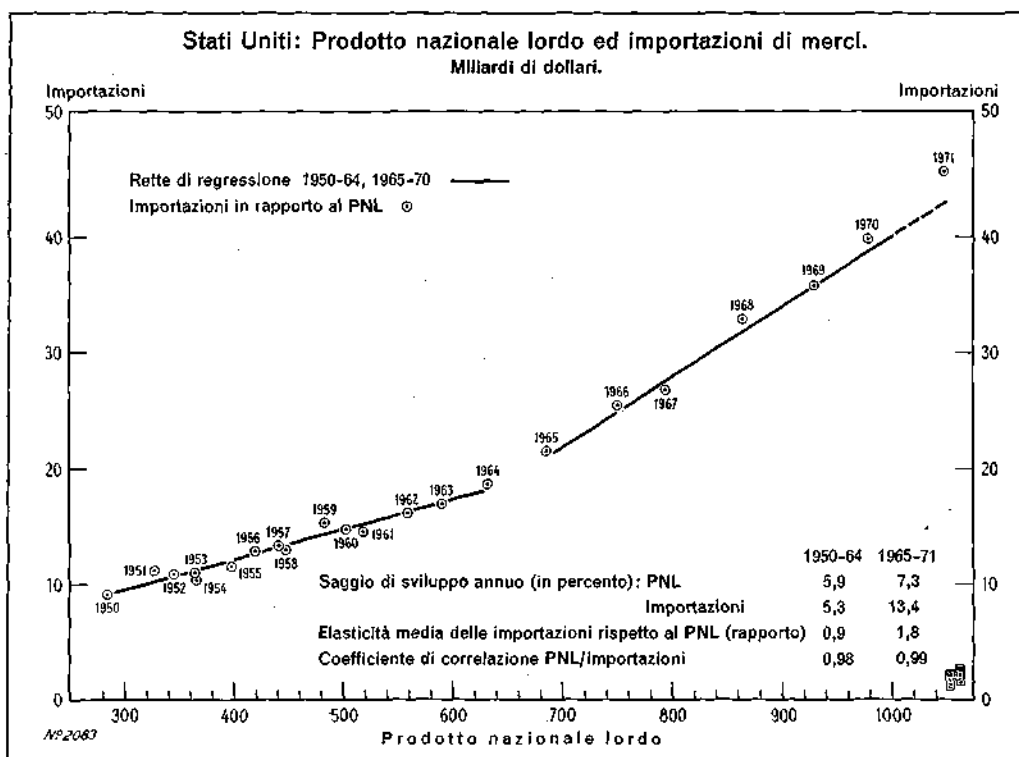
Nel primo quinquennio degli anni sessanta i disavanzi ammontarono a quasi \$ 11 miliardi. Il saldo attivo commerciale salì dal basso livello di \$ 1,1 miliardi del 1959 ad una media di \$ 5,4 miliardi negli anni 1960-64. Ci si poteva comunque attendere una prestazione migliore, dato che per gran parte di questo periodo l'Europa stava attraversando una fase di "boom" sostenuto, mentre gli Stati Uniti operavano al di sotto della loro capacità produttiva e dato altresì che questi beneficiavano di una stabilità dei prezzi molto maggiore e vedevano le loro esportazioni agricole aumentare talora in conseguenza di cattivi raccolti all'estero. Oltre al miglioramento nel settore commerciale, si verificò anche una notevole riduzione nelle spese militari nette. Inoltre, i proventi degli investimenti all'estero aumentarono progressivamente, man mano che la loro precedente espansione cominciò a recare i suoi frutti. Per contro, poichè il "boom" dei viaggi all'estero stava acquistando velocità, il disavanzo netto del conto turismo e noli fu considerevolmente più alto.

Come più sopra anticipato, in questo periodo il conto capitali manifestò crescenti disavanzi. Il miglioramento registrato nelle partite correnti fu quasi interamente compensato dal deflusso di capitali a breve e lungo termine. L'aumento di tale deflusso va ricollegato in particolare al "boom" in atto sui mercati esteri, ad una maggiore fiducia nella stabilità politica ed alla generale adozione, nel 1958, della convertibilità delle monete. L'interesse al Mercato comune rappresentò un ulteriore incentivo. Fu in questo periodo che le autorità americane incominciarono ad introdurre misure tendenti ad arginare l'ondata di investimenti verso l'estero.

Poichè i movimenti di capitali a breve erano divenuti un importante elemento, per sua natura reversibile, una crescente attenzione fu dedicata al saldo di base (cioè al saldo delle transazioni correnti e dei capitali a lungo termine) quale uno degli indicatori della posizione di fondo della bilancia dei pagamenti. Il saldo globale e quello di base cominciarono invero a divergere considerevolmente nel 1959, e nel primo quinquennio degli anni sessanta il totale del disavanzo di base fu di appena \$ 3,3 miliardi, mentre nel 1961 e 1964 si registrarono in effetti lievi eccedenze. Comunque, le speranze che questi avanzi annunciassero la tendenza verso un costante miglioramento andarono presto deluse. Dopo il 1964, nonostante talune ampie fluttuazioni da un anno all'altro nei vari saldi, la situazione esterna divenne sempre più negativa. Questo peggioramento fece perno su una considerevole contrazione del saldo attivo commerciale.

Gli scambi di merci avevano sempre rappresentato il settore più vasto ed erano quindi stati l'elemento portante della posizione dei pagamenti SU. Inoltre, nel periodo

in esame, l'espansione del commercio fu eccezionalmente forte: le esportazioni aumentarono da \$14,2 miliardi nel 1951 a \$42,0 miliardi nel 1970 e le importazioni da \$11,2 a \$39,9 miliardi. Escludendo le forniture militari, gli scambi di merci apportarono agli Stati Uniti un avanzo che, sebbene fluttuante, si aggirò in media intorno a \$2,9 miliardi all'anno nel corso degli anni cinquanta e a \$5,4 miliardi nel 1960-64. Al suo livello massimo il saldo attivo rappresentò circa il 30% delle esportazioni e più dell'1% del prodotto nazionale lordo. E' degno di nota il fatto che, ciò nonostante, l'avanzo commerciale sia aumentato molto meno che non il commercio globale. Mentre quest'ultimo si è pressochè raddoppiato tra il 1951 e il 1965, l'avanzo commerciale è aumentato di poco più del 60%.



Nei sei anni dal 1965 al 1970, il saldo attivo è stato in media di soli \$2,7 miliardi e, dopo rettificazione per fattori ciclici sia negli Stati Uniti che negli altri paesi, l'andamento appare decisamente negativo. Confrontando la media relativa agli anni 1969-70 con quella per gli anni 1964-65 - il che contribuisce ad eliminare gran parte dell'influenza ciclica - le esportazioni SU si accrebbero del 51%, un aumento non molto diverso da quello registrato tra il 1959-60 e il 1964-65. Le importazioni, peraltro, furono del 90% maggiori, mentre quelle di prodotti manufatti lo furono del 140%. Rispetto agli anni precedenti, fu questo il settore di più forte deterioramento nel saldo commerciale. Dal relativo grafico si può vedere come il rapporto tra importazioni e prodotto nazionale lordo sia considerevolmente mutato a partire dal 1964. La tabella che segue mette in relazione particolari categorie di importazioni con corrispondenti

indicatori della domanda. Nell'ambito di un aumento del 22 % nella aliquota complessiva delle importazioni, le percentuali dei prodotti alimentari e degli approvvigionamenti industriali non sono sensibilmente cambiate tra la prima e la seconda metà del decennio, mentre quelle dei beni strumentali, automobili e beni di consumo sono aumentate rispettivamente dell'84, del 66 e del 46 %. Come si spiega un simile fenomeno?

Stati Uniti: Rapporto tra importazioni di merci  
e relativi indicatori economici interni.

Voci	media		1970	1971
	1960-64	1965-69		
	in percento			
Importazioni globali ÷ domanda interna globale . . . . .	2,92	3,56	4,11	4,36
Autovetture estere Importazioni di modelli esteri ÷ domanda globale SU di autovetture . . . . .	5,64	9,34	16,13	16,67
Beni strumentali Importazioni di beni strumentali, esclusi gli automezzi ÷ investimento in beni strumentali, esclusi gli automezzi . . . . .	3,01	5,54	7,34	7,66
Beni di consumo non alimentari, esclusi automezzi, benzina e lubrificanti Importazioni ÷ spesa per consumi. . . . .	2,41	3,51	4,67	4,98
Alimenti e bevande Importazioni ÷ spesa per consumi. . . . .	4,15	4,27	4,67	4,66
Approvvigionamenti e forniture Importazioni di approvvigionamenti e forniture industriali ÷ domanda interna, esclusi i servizi . . . . .	2,49	2,62	2,69	2,80

Fonte: US Department of Commerce, Survey of Current Business, marzo 1972, pagina 38.

Nella seconda metà degli anni sessanta il più evidente cambiamento nelle condizioni economiche degli Stati Uniti fu rappresentato dall'eccessiva pressione della domanda e da una assai rapida inflazione dei prezzi, iniziata con la guerra nel Vietnam. Mentre in precedenza gli Stati Uniti avevano operato per vari anni al di sotto delle proprie capacità produttive, negli anni 1966-69 la situazione si capovolse ed il saggio di disoccupazione delle forze lavorative si mantenne nettamente inferiore al 4%. In seguito all'adozione di una politica monetaria restrittiva nel 1969, l'anno seguente si assistette ad una grave recessione. Sebbene le condizioni di domanda in eccesso prevalenti in gran parte di questo periodo abbiano indubbiamente contribuito a ridurre il livello medio dell'avanzo commerciale, tuttavia il manifestarsi di un costante deterioramento, anche dopo rettificazione per fattori ciclici, richiede ulteriori spiegazioni.

La forte pressione della domanda diede a questo punto l'avvio ad un sensibile aumento dell'inflazione dei costi. Dopo un andamento in declino, protrattosi fino al 1964, i costi per unità di lavoro nel settore manifatturiero aumentarono del 13 % nei successivi cinque anni. Tale incremento, congiuntamente all'effetto nettamente sfavo-

revoles di riallineamenti monetari verificatisi in questo periodo, ebbe chiare conseguenze negative sulla competitività degli Stati Uniti nel commercio internazionale. In realtà, prima della metà degli anni sessanta, gli Stati Uniti erano riusciti maggiormente di altri paesi a contenere i costi salariali, malgrado il più basso saggio di incremento nella produttività. Sebbene singoli paesi — come ad esempio il Giappone — fossero stati capaci di conseguire un sempre più ampio vantaggio nel settore dei costi, ciò non rappresentò tuttavia un fenomeno generalizzato, come si evince dalla tabella seguente. Dopo la metà degli anni sessanta, tuttavia, la tendenza si capovolse, anche se il risveglio dell'inflazione in Europa nel 1970 apportò qualche ulteriore beneficio agli Stati Uniti. Un quadro analogo emerge dai dati relativi ai prezzi comparati delle esportazioni.

Stati Uniti: Variazioni di costi e prezzi comparati (periodo 1961-71).

Anni	Costi unitari del lavoro nell'industria manifatturiera	Valore unitario delle esportazioni di prodotti manufatti
	Rapporto fra Stati Uniti e paesi concorrenti (1964 = 100)	
1961 . . . . .	104,6	99,9
1962 . . . . .	103,9	101,2
1963 . . . . .	101,0	100,8
1964 . . . . .	100,0	100,0
1965 . . . . .	96,9	102,3
1966 . . . . .	96,5	103,4
1967 . . . . .	99,4	105,2
1968 . . . . .	104,7	107,7
1969 . . . . .	106,4	108,4
1970 . . . . .	100,8	106,9
1971 (1° semestre) . . . . .	98,0	107,6

Fonte: *Economic Report of the President*, gennaio 1972, pagina 152.

E' perciò chiaro che nel periodo 1966-69 gli Stati Uniti accusarono una perdita di competitività conseguente all'inflazione che spiega in parte le contemporanee vicende del saldo commerciale. Tuttavia, il ritmo con cui l'avanzo commerciale è andato espandendosi in precedenza durante più di un decennio era stato piuttosto lento. E' quindi evidente che forze diverse dall'inflazione sono all'origine dell'insoddisfatto andamento della bilancia commerciale nel più lungo periodo. E ciò è specialmente vero quando si tiene conto del fatto che il crescente disavanzo SU in conto capitali e spese militari e gli aiuti ufficiali all'estero (compresi i prestiti) devono aver avuto importanti ripercussioni sulle esportazioni americane.

Volgendo lo sguardo agli sviluppi a più lungo termine dei vari settori del commercio SU, si osserva che, per quanto concerne i prodotti alimentari e gli approvvigionamenti industriali, le importazioni nette SU del 1970 sono state circa uguali a quelle del 1950. Al contrario, nel settore degli autoveicoli, da modesti esportatori netti fino alla fine degli anni sessanta gli Stati Uniti sono diventati importatori netti per un ammontare di \$2,3 miliardi nel 1970. Questo deterioramento si è iniziato con l'accordo concluso nel 1965 con il Canada in materia di autoveicoli, ma ad esso ha anche contribuito il forte aumento delle importazioni provenienti dall'Europa e dal

Giappone. Più importante è il fatto che, relativamente agli altri beni di consumo, a partire dal 1957 gli Stati Uniti cessarono di essere esportatori netti, e le relative importazioni si raddoppiarono nei periodi tra il 1961 e il 1966, nonché tra il 1966 e il 1970, mentre le esportazioni impiegarono tutto il decennio per raddoppiare il loro valore; di conseguenza le importazioni nette ammontarono a \$4,8 miliardi nel 1970. Nello stesso tempo, un quadro più roseo è fornito dalle esportazioni nette di beni strumentali (diversi dagli autoveicoli) le quali salirono da \$2,2 miliardi nel 1950 a \$10,6 miliardi nel 1970. Poiché il raggiungimento della posizione di importatore netto di beni di consumo, finanziati dalle esportazioni di beni strumentali, rivela generalmente in un paese uno stadio avanzato di maturità economica, grandissima importanza viene perciò annessa ad una continua espansione delle esportazioni nette di beni strumentali. Pur avendo conseguito una simile espansione, essa non fu tuttavia sufficientemente vasta, ed in effetti le importazioni di beni strumentali, sebbene ancora assai contenute in valori assoluti, crebbero durante gli anni sessanta ad un saggio quasi doppio rispetto alle corrispondenti esportazioni.

Per comprendere queste tendenze, si deve tener presente la graduale perdita di competitività subita dagli Stati Uniti rispetto ad altri paesi che stavano rafforzando la loro capacità produttiva ed il loro potenziale tecnologico. Nel primo periodo post-bellico gli Stati Uniti poterono tranquillamente eliminare dal mercato il resto del mondo. Il reddito nazionale reale pro capite non recuperò nell'Europa occidentale il livello d'anteguerra fino al 1949, quando negli Stati Uniti lo superava ormai di circa il 60%, saggio di espansione questo che l'Europa raggiunse solo dopo dodici anni. Vi era pertanto, prescindendo in parte dai prezzi, un'enorme richiesta di prodotti americani che tuttavia venne frustrata dalla scarsa disponibilità di dollari, e poté essere soddisfatta solo nei limiti in cui i dollari divennero disponibili attraverso i pagamenti SU delle loro importazioni oppure grazie ai vari programmi di aiuti e prestiti. Fino a buona parte degli anni cinquanta, poiché la scarsità di dollari limitava la capacità di acquisto di prodotti SU da parte del resto del mondo, le maggiori importazioni SU, fornendo dollari, favorirono la tendenza ad aumentare le esportazioni americane.

Tuttavia il predominio produttivo degli Stati Uniti andò gradualmente deteriorandosi e per l'intero ventennio dal 1951 al 1970 l'economia americana ebbe un'espansione, in termini reali, limitata al 3,5 % all'anno rispetto al 5,5 % degli altri paesi OCSE considerati globalmente. Anche solo in termini di formazione della domanda, il più veloce ritmo di sviluppo all'estero potrebbe aver favorito un aumento delle esportazioni SU, portando l'avanzo commerciale ad una posizione sempre più solida.

Peraltro, a ciò fece da contropartita un importante elemento rappresentato dalla modificazione strutturale dal lato dell'offerta che accompagnò il più rapido sviluppo degli altri paesi. L'industrializzazione procedette a ritmo accelerato, grazie anche ad ingenti spostamenti di manodopera dal settore agricolo ed alla rapida assimilazione di nuove tecnologie. Nello stesso tempo, i saggi salariali americani si mantennero ad un livello nettamente superiore a quello degli altri paesi. Con l'espansione delle dimensioni e dell'efficienza industriali in altri paesi, beni qualitativamente comparabili a quelli americani erano prodotti all'estero a prezzi spesso estremamente competitivi. Ciò determinò una graduale erosione della posizione di predominio dei prodotti americani già affermati, tanto sui mercati esteri che su quelli statunitensi, mentre l'industria



estera cominciò anche a lanciare sul mercato beni che non figuravano affatto nella produzione degli Stati Uniti: l'esempio classico è rappresentato dalle autovetture di piccola cilindrata. Ciò denota una certa lentezza da parte dei produttori americani nell'adattarsi alle mutevoli esigenze del pubblico, ma soprattutto riflette la crescente impossibilità per le imprese americane di competere con i prezzi praticati da produttori che appartenevano a paesi aventi saggi salariali molto inferiori e che erano riusciti a colmare sufficientemente il divario tecnologico che li divideva dai loro concorrenti americani. Qualora la struttura corrispondente dei saggi salariali negli Stati Uniti e negli altri paesi si fosse evoluta diversamente, l'andamento della competitività e quindi del commercio mondiale sarebbe stato altrettanto differente. Ma, nella fattispecie, il divario tra i saggi d'incremento dei salari era relativamente ristretto, ed il molto più alto livello dei salari nominali esistente negli Stati Uniti dopo la seconda guerra mondiale si mantenne tale per tutto il periodo, ingigantito fin dall'inizio dai riallineamenti del 1949.

Per quanto concerne le altre voci della bilancia dei pagamenti nella seconda metà degli anni sessanta, la guerra nel Vietnam comportò un forte aumento nel disavanzo delle transazioni militari dopo un periodo, a partire dal 1958, in cui esso si era alquanto ridotto; nel 1970 il disavanzo netto era di \$3,4 miliardi rispetto ai \$2,1 miliardi del 1964 e 1965. Contemporaneamente, continuò la tendenza all'aumento del disavanzo netto in conto turismo e noli che raggiunse \$2 miliardi nel 1970. I proventi netti da investimenti avevano sempre rappresentato una sicura e solitamente crescente fonte di avanzo. L'entrata netta era infatti costantemente progredita fino a raggiungere \$6,2 miliardi nel 1968, ma nei due anni seguenti, essendo notevolmente aumentati gli interessi da corrispondere ai non residenti per impieghi effettuati negli Stati Uniti, essa non registrò ulteriori incrementi.

Nel considerare i movimenti in conto capitali relativi a questo periodo, va ricordato che i maggiori sforzi delle autorità per contenere il disavanzo globale, dei quali si parlerà in seguito, si concentrarono sulle uscite di capitali e, in linea generale, queste misure hanno avuto un certo successo, sin verso la fine del decennio. Il deflusso netto di capitali privati a lungo termine è regredito da \$4,5 miliardi circa nel 1964 e 1965 ad una media di \$1,2 miliardi nei cinque anni successivi, per trasformarsi addirittura in afflusso nel 1968. Gran parte di questo cambiamento di rotta va ascritto ad un'ondata di investimenti stranieri in titoli SU a lungo termine; nel 1968 e 1969 le entrate furono ingenti e di gran lunga superiori al già cospicuo deflusso di capitali SU verso titoli stranieri. Nel 1966 l'uscita netta per investimenti privati diretti raggiunse \$3,6 miliardi. A seguito di misure ufficiali, tale cifra in parte si ridusse, scendendo a \$2,4 miliardi nel 1969, ma solo per risalire a \$3,5 miliardi nel 1970. La natura stessa di questo particolare disavanzo lasciava di per sé intravedere una sempre maggiore sopravvalutazione del dollaro. Una crescente parte degli investimenti diretti SU effettuati all'estero, i quali tradizionalmente erano volti soprattutto all'approvvigionamento di prodotti base per l'economia americana, aveva cominciato ad orientarsi (almeno fino a quando non fu limitata da controlli) verso l'industria manifatturiera, spesso al fine di beneficiare dei più bassi costi del lavoro più sopra menzionati, ma anche per cogliere i vantaggi derivanti dalla vicinanza di fornitori e mercati e dalla produzione nell'ambito di barriere doganali. Questo orientamento contribuì a rafforzare complessivamente la competitività della produzione dislocata all'estero. Come in tutti gli investi-

menti diretti esteri, ciò ebbe senza dubbio favorevoli ripercussioni anche sulla bilancia dei pagamenti SU, grazie ai proventi delle esportazioni e degli investimenti. Pur non essendo possibile individuare l'effetto che ciascun singolo investimento esercita in totale sulla posizione esterna, si può tuttavia ritenere che gli investimenti nelle industrie manifatturiere, in quanto rispondenti a diverse motivazioni, producano in ultima analisi un impatto meno favorevole sul saldo globale della bilancia dei pagamenti che non gli investimenti nelle industrie primarie.

Nel periodo 1965-70, sommando tutte le transazioni correnti e dei capitali a lungo termine, il saldo di base accusò un costante e marcato disavanzo che nel 1967, 1969 e 1970 ammontò a circa \$3 miliardi. Tuttavia, in seguito ad un ingente indebitamento con l'estero da parte di banche e società SU, si verificò per ciascun anno nel 1965-69 un afflusso netto di capitali a breve che nel 1969 raggiunse la considerevole cifra di \$5,6 miliardi, tenuto conto di flussi non identificati che in quell'anno facevano da contropartita. Sia nel 1968 che nel 1969 il saldo delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali ha in effetti riportato considerevoli avanzi. Per il saldo globale questi sono stati i migliori risultati dagli anni quaranta in poi, ma il consolidamento da essi indicato era del tutto precario, essendo basato su vasti afflussi di fondi a breve termine che, per loro natura, costituivano una componente instabile e nello stesso tempo reversibile. Non poteva quindi sorprendere la massiccia uscita di \$7,6 miliardi di capitali a breve termine cui si assistette nel 1970 e che contribuì a un disavanzo globale senza precedenti pari a \$9,8 miliardi. Tale evento esercitò a sua volta pressioni sulle riserve SU, già assottigliate per effetto dei deficit verificatisi durante due decenni. Alla fine del 1970, tenuto anche conto delle ingenti passività accumulate presso organi ufficiali esteri, la posizione esterna si presentava in effetti assai debole, pronta ad essere precipitata nella crisi da pressochè qualsiasi evento sfavorevole.

### **Provvedimenti SU per contenere il disavanzo.**

L'improvvisa comparsa negli anni 1958-59 di ingenti disavanzi con l'estero e di perdite di oro, furono elementi di allarme per le autorità SU e motivo di preoccupazione per gli anni a venire. Fin dall'inizio, tuttavia, l'ampiezza delle misure adottate per correggere il disavanzo fu limitata per considerazioni di altra natura che ebbero priorità. Innanzitutto, nel periodo 1958-65 l'economia operava generalmente in condizioni non caratterizzate da un'eccessiva pressione sulle risorse, per cui il rimedio di una politica fiscale e monetaria restrittiva era inaccettabile. Altrettanto vale per gli anni 1970-71. In secondo luogo, le autorità intendevano perseguire una pratica di commercio libero ed erano quindi contrarie a qualsiasi barriera generale alle importazioni. I limiti imposti nel corso degli anni alle importazioni di taluni prodotti miravano a proteggere i produttori interni più che a correggere la bilancia dei pagamenti. In terzo luogo, era considerato pericoloso ridurre il livello globale degli impegni per la sicurezza assunti all'estero al semplice scopo di agevolare la bilancia dei pagamenti. Ed infine, un articolo di fede cui ci si atteneva con crescente insistenza era che la parità ufficiale del dollaro fosse inviolabile e non potesse essere mutata per conseguire un generale aumento del valore ufficiale dell'oro, o per ottenere un riallineamento delle monete.

Pertanto, la rimanente sfera di azione si riduceva a misure intese ad economizzare le spese in valute estere inerenti alla difesa, chiedendo ai governi esteri commesse militari negli Stati Uniti, a vincolare e ridurre gli aiuti economici agli altri paesi ed a controllare le uscite di capitali. Più nebulose apparivano le misure di incentivazione e di credito alle esportazioni e gli sforzi per attirare il turismo estero negli Stati Uniti.

La pratica di vincolare gli aiuti per lo sviluppo all'acquisto di prodotti SU iniziò con l'amministrazione del Presidente Eisenhower, mentre limitati provvedimenti furono anche adottati per trasferire le commesse belliche dall'estero negli Stati Uniti. Congiuntamente, si mise tutto l'impegno per ottenere che gli altri paesi rimuovessero le rimanenti restrizioni alle importazioni dall'area del dollaro, aumentassero i loro contributi alle spese per lo sviluppo e si assumessero parte dei costi in valute estere delle spese difensive SU in Europa. Agli inizi del 1960 fu iniziata la prima di una serie di campagne per incentivare le esportazioni.

Nei primi mesi del 1961, la nuova amministrazione del Presidente Kennedy annunciò una serie di ulteriori misure. Nelle commesse belliche per le forze di stanza oltre oceano si doveva dare la preferenza ai beni prodotti negli Stati Uniti anche se ad un costo superiore del 25 %, successivamente aumentato fino al 50 %. Altre misure consistettero nel vincolare ad acquisti negli Stati Uniti gran parte degli aiuti bilaterali per lo sviluppo e nei negoziati per compensare i costi valutari delle truppe di stanza in Europa. Vennero inoltre ridotte da \$ 500 a \$ 100 le quote di esenzione doganale per i turisti americani rientranti in patria e rimossi alcuni incentivi tributari agli investimenti all'estero.

Nel tentativo di contrastare il deflusso di fondi che andava sviluppandosi, attratto dal livello relativamente più alto dei saggi d'interesse in Europa, le autorità monetarie posero in essere la cosiddetta "operazione mista" che attraverso la manovra di titoli pubblici mirava ad ottenere un aumento dei saggi a breve, e alla fine del 1961 elevarono i limiti massimi del saggio d'interesse per depositi vincolati presso le banche SU. Quando ciò apparve insufficiente, venne introdotta, verso la metà del 1963, l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse sugli acquisti di titoli, da parte dei cittadini SU, emessi da operatori in altri paesi industrializzati.

Il ricorso ai controlli sui movimenti di capitali privati assunse ben presto un ritmo accelerato. Nuove misure, annunciate all'inizio del 1965, prevedevano un programma volontario di contenimento dei crediti bancari verso l'estero e degli investimenti esteri diretti da parte delle grandi società, insieme all'estensione dell'imposta di conguaglio sugli interessi ai crediti a termine, bancari e non bancari, concessi a non residenti. Proposte supplementari comprendevano la riduzione del personale dipendente all'estero dal governo e dell'assistenza militare ai paesi stranieri. Per il 1966 e il 1967 furono introdotti più severi limiti quantitativi nel programma concernente l'uscita di capitali. Nel bilancio pubblico, tuttavia, i risparmi accumulati precedentemente subirono ben presto la contrazione dovuta all'aumento delle spese per il Vietnam.

Nel gennaio 1968 furono annunciate nuove ed alquanto drastiche misure intese a ridurre il probabile disavanzo dell'anno di almeno \$ 2,5 miliardi. Di questi, \$ 1,5 miliardi dovevano essere recuperati grazie a più ampi e rigorosi controlli sulle uscite di capitali privati. Tali misure vennero rese obbligatorie per le società e imposero una moratoria sui deflussi di fondi per investimenti diretti nei paesi dell'Europa occiden-

tale durante il 1968, nonchè limitarono rigorosamente i reinvestimenti degli utili in quei paesi. Si stabiliva inoltre che gli investimenti diretti in altri paesi sviluppati dovevano venire diminuiti e le attività a breve termine sull'estero non essere aumentate. L'investimento finanziato dalla raccolta di capitali sui mercati esteri non fu, naturalmente, soggetto a restrizione e di conseguenza si ampliò notevolmente. Per le banche i limiti massimi sul totale dei crediti esteri furono ridotti, e in Europa non dovevano essere concessi nè rinnovati crediti a termine, mentre quelli a breve dovevano subire una riduzione del 40% nel corso del 1968. Altri istituti finanziari furono invitati a ridurre l'ammontare complessivo dei loro crediti esteri ed a non concederne nuovi o effettuare investimenti in Europa.

La nuova amministrazione del Presidente Nixon assunse, come questione di principio, l'impegno di attenuare i controlli sugli investimenti diretti. Nell'aprile 1969 essa aumentò da \$200.000 a \$1 milione l'ammontare minimo degli investimenti soggetti al programma, riducendo così da 3.400 a 650 il numero delle società tenute alla dichiarazione trimestrale. Successivamente, il limite fu elevato a \$2 milioni per il 1971. Vennero resi meno restrittivi vari altri provvedimenti, tra cui quelli relativi al reinvestimento degli utili all'estero, e furono attenuate le direttive alle banche, soprattutto al fine di incoraggiare il finanziamento delle esportazioni che nell'agosto 1971 fu infine interamente esentato da controlli.

Durante lo scorso anno, entrarono in vigore i nuovi accordi negoziati con paesi esteri per la limitazione delle loro esportazioni di tessuti di fibre sintetiche e di lana negli Stati Uniti, accordi analoghi a quelli per qualche tempo applicati alla carne di manzo, all'acciaio e al cotone. Una legge approvata all'inizio di agosto ha ulteriormente esteso le risorse della Export-Import Bank ed ha permesso alle società SU di aprire in territorio nazionale filiali per le esportazioni, usufruendo di dilazioni tributarie simili a quelle concesse alle filiali estere.

Abilità inventiva e fiducia nel successo cominciavano ormai ad esaurirsi. L'intera gamma di provvedimenti escogitati per puntellare la posizione del dollaro si era rivelata inadeguata di fronte alle forze che premevano verso la svalutazione, sebbene in taluni ambienti prevalesse ancora la speranza che simile soluzione potesse essere evitata. Tali speranze erano riposte in misure di contenimento dell'inflazione interna e di riduzione delle barriere non tariffarie alle esportazioni SU. Dalla graduale riduzione delle ostilità nel Vietnam ci si attendeva un ulteriore contributo, mentre vi era la convinzione che alcune altre monete avrebbero dovuto essere rivalutate. Anche se il tempo avesse permesso a simili misure correttive di essere realizzate, era tuttavia improbabile che esse potessero eliminare la tendenza di fondo all'indebolimento del dollaro dovuta, come dianzi rilevato, a forze più profonde.

Fintanto che il disavanzo SU era connesso alla priorità accordata ad altri obiettivi — come, ad esempio, l'impegno di conseguire, per quanto possibile, una piena utilizzazione delle risorse interne, o di mantenere adeguate forze difensive all'estero o un ragionevole deflusso di capitali ed aiuti — non esisteva obbligo per una nazione sovrana, in base al sistema di Bretton Woods, di anteporvi considerazioni di bilancia dei pagamenti. Anche nel caso dell'inflazione indotta dalla guerra del Vietnam, gli Stati Uniti non erano il primo paese a fallire nel tentativo di padroneggiare un simile problema. Esulava invece dallo spirito del sistema l'insistenza con cui si sosteneva che

la parità del dollaro, come strumento di aggiustamenti esterni di base, fosse fuori discussione. Lo stabilire in qual modo ed in qual momento tali aggiustamenti avrebbero potuto essere opportuni implica anche un esame critico degli avvenimenti verificatisi al di fuori degli Stati Uniti.

### **Il saldo degli avanzi e dei disavanzi.**

Come è noto, nel sistema monetario internazionale, i disavanzi dei regolamenti ufficiali devono, per una questione aritmetica, essere pari agli avanzi, tenuto conto dei quantitativi di nuovo oro monetario e, più recentemente, delle assegnazioni di DSP: entrambi elementi, questi, che apportano un'eccedenza netta al sistema senza un deficit corrispondente. Più in particolare, si deve verificare per gli altri paesi considerati globalmente un avanzo netto equivalente al disavanzo SU. Per quanto riguarda le statistiche relative alle riserve, riportate nella seguente tabella, vi sono differenze anche perchè: (1) ad eccezione del Regno Unito, le variazioni delle riserve, per paesi diversi dagli Stati Uniti, sono registrate al netto di ogni posizione passiva rispetto all'UEP e al FMI, ma non di ogni altra passività ufficiale; (2) alcune riserve in dollari sono detenute presso banche fuori degli Stati Uniti e non possono perciò figurare nei dati SU sulle passività ufficiali; e (3) i dati contengono certamente discrepanze di ordine statistico.

E' importante riconoscere che l'equazione sopra accennata è una semplice uguaglianza che non implica le cause dello squilibrio. In particolare, alcuni paesi possono in modo persistente produrre forti avanzi che determinano deficit altrove nel sistema, esattamente come i disavanzi degli Stati Uniti, conseguenti alla mancata adozione di efficaci misure di aggiustamento, impongono eccedenze ad altri paesi. Inoltre, mentre il persistere dei disavanzi di monete sopravvalutate provoca in ultima analisi un aggiustamento attraverso il vanificarsi delle riserve e delle possibilità di indebitamento, il sistema non impone di per sé alcun allineamento alle monete sottovalutate. Quale paese abbia quindi la responsabilità dell'aggiustamento di una situazione di squilibrio generale è un problema che non può essere risolto meccanicamente: si tratta di una questione di valutazione che offre quindi materia a contrasti di opinione.

Osservando da questo punto di vista i cambiamenti intervenuti nelle riserve nel periodo 1950-57, i saldi attivi della Germania spiccano per la loro enorme ampiezza e, quindi, o la svalutazione del 1949 del DM è stata un errore, oppure essa avrebbe dovuto essere seguita da una rivalutazione, conseguente alla ripresa economica. Che nessuna rivalutazione abbia avuto luogo prima del 1961 non vuole essere una critica alle autorità, ma piuttosto una riflessione sull'atteggiamento generalmente rigido prevalso in questo periodo nei confronti delle parità ufficiali fisse. In realtà, le autorità tedesche sono state le prime a riconoscere gli aspetti negativi derivanti da forti e persistenti avanzi. Data la notevole pressione esercitata da diversi altri paesi membri dell'Unione Europea dei Pagamenti, esse considerarono la possibilità di una rivalutazione nel 1956 e di nuovo nel 1957, ma le diverse opinioni al riguardo non riuscirono a concretarsi in azione. Per quanto molto meno importanti sotto il profilo quantitativo, le eccedenze dell'Italia, dei Paesi Bassi e dell'Austria possono apparire eccezionalmente elevate in relazione al volume delle loro transazioni internazionali, nel senso

Variazioni nelle riserve ufficiali (compresi i DSP), 1950-71.

Paesi	1950-1971	1956-1968	1969	1970	Anno	1971					
						gen- naio- marzo	aprile- maggio	giugno	luglio	agosto	settem- bre- dicem- bre
	miliardi di dollari										
<b>Stati Uniti</b>											
Attività ufficiali .	- 1,2	- 9,1	+ 1,2	- 2,5	- 2,4	- 0,1	- 0,5	- 0,3	- 0,2	- 1,2	+ 0,0
Passività ufficiali	- 5,9	- 9,9	+ 1,5	- 7,3	- 27,4	- 4,6	- 7,2	+ 1,5	- 2,3	- 7,6	- 7,3
<b>Totale . . .</b>	<b>- 7,1</b>	<b>- 19,0</b>	<b>+ 2,7</b>	<b>- 9,8</b>	<b>- 29,8</b>	<b>- 4,7</b>	<b>- 7,7</b>	<b>+ 1,2</b>	<b>- 2,5</b>	<b>- 8,8</b>	<b>- 7,3</b>
<b>Regno Unito</b>											
Attività ufficiali .	+ 0,6	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,3	+ 3,6	+ 0,5	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,9	+ 1,7
Passività ufficiali	- 0,1	- 7,6	+ 1,2	+ 2,9	+ 0,4	+ 1,3	- 0,3	- 0,2	+ 0,2	+ 0,5	- 1,0
<b>Totale . . .</b>	<b>+ 0,5</b>	<b>- 7,6</b>	<b>+ 1,3</b>	<b>+ 3,2</b>	<b>+ 4,0</b>	<b>+ 1,8</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 0,1</b>	<b>+ 0,4</b>	<b>+ 1,4</b>	<b>+ 0,7</b>
<b>Altri paesi</b>											
sviluppati . . .	+ 8,9	+ 25,8	- 2,4	+ 13,8	+ 28,2	+ 5,8	+ 5,2	- 0,3	+ 1,2	+ 9,5	+ 6,8
Austria . . . . .	+ 0,4	+ 1,0	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,5	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,1
Belgio . . . . .	+ 0,2	+ 1,0	+ 0,2	+ 0,5	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,2	- 0,1	+ 0,1	+ 0,2	- 0,2
Canada . . . . .	+ 0,7	+ 1,1	+ 0,1	+ 1,6	+ 0,9	+ 0,2	+ 0,0	- 0,0	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6
Francia . . . . .	- 0,4	+ 3,7	- 0,9	+ 1,0	+ 3,5	+ 0,5	+ 0,5	+ 0,0	+ 0,5	+ 1,7	+ 0,2
Germania . . . . .	+ 5,0	+ 4,8	- 2,8	+ 6,5	+ 4,3	+ 2,2	+ 3,2	- 2,3	+ 0,3	- 0,3	+ 1,2
Giappone . . . . .	+ 0,5	+ 2,1	+ 0,7	+ 1,2	+ 10,4	+ 1,1	+ 1,2	+ 0,7	+ 0,3	+ 4,4	+ 2,7
Italia . . . . .	+ 0,6	+ 3,9	- 0,3	+ 0,3	+ 1,1	+ 0,7	+ 0,1	- 0,1	+ 0,0	+ 0,4	- 0,0
Paesi Bassi . . . . .	+ 0,6	+ 1,4	+ 0,1	+ 0,7	+ 0,3	+ 0,3	- 0,0	- 0,0	- 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Svezia . . . . .	+ 0,2	+ 0,3	- 0,1	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,1
Svizzera . . . . .	+ 0,2	+ 2,4	+ 0,1	+ 0,7	+ 1,6	- 0,5	- 0,7	+ 1,2	- 0,6	+ 2,1	+ 0,1
Spagna . . . . .	- 0,0	+ 1,0	+ 0,1	+ 0,5	+ 1,4	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,4
Australia . . . . .	+ 0,2	+ 0,1	- 0,2	+ 0,4	+ 1,6	+ 0,4	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,5
Nuova Zelanda . . . . .	-	- 0,1	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Sud Africa . . . . .	+ 0,0	+ 1,2	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,1	- 0,0	- 0,1	- 0,0	- 0,0	- 0,1
Altri . . . . .	+ 0,5	+ 1,9	+ 0,5	+ 0,5	+ 2,0	+ 0,4	- 0,1	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,4	+ 1,1
<b>Paesi meno sviluppati . . .</b>	<b>+ 1,6</b>	<b>+ 3,2</b>	<b>+ 1,5</b>	<b>+ 3,1</b>	<b>+ 4,2</b>	<b>+ 0,8</b>	<b>- 0,1</b>	<b>+ 1,6</b>	<b>- 0,0</b>	<b>+ 0,0</b>	<b>+ 1,9</b>
<b>Totale, esclusi SU e RU . .</b>	<b>+ 10,5</b>	<b>+ 29,0</b>	<b>- 0,9</b>	<b>+ 16,9</b>	<b>+ 32,3</b>	<b>+ 6,5</b>	<b>+ 5,1</b>	<b>+ 1,4</b>	<b>+ 1,2</b>	<b>+ 9,5</b>	<b>+ 8,7</b>
<b>Nota: Nuovo oro monetario* .</b>	<b>+ 3,8</b>	<b>+ 2,1</b>	<b>+ 0,1</b>	<b>+ 0,3</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 0,04</b>	<b>+ 0,01</b>	<b>-</b>	<b>- 0,01</b>	<b>- 0,02</b>	<b>- 0,04</b>

\* Calcolato a \$35 per oncia.

che avanzi di simile entità in tutti i paesi avrebbero richiesto un enorme aumento delle riserve globali di tutto il sistema. Con ciò non si vuole negare il benefico effetto esercitato, nei confronti di determinati paesi e del sistema nel suo complesso, da una certa redistribuzione delle riserve verificatasi negli anni cinquanta.

Comunque sia, è chiaro che il disavanzo SU non avrebbe potuto sostanzialmente ridursi in virtù di alcune singole rivalutazioni, poichè molti altri paesi ne avrebbero beneficiato allo stesso modo. La situazione generale della maggior parte dei paesi era di moderata eccedenza, parzialmente compensata da alcuni disavanzi. Ed il fatto che gli avanzi fossero in così larga misura accumulati in dollari rivela che, nel sistema, la regola cui si atteneva la maggior parte dei paesi era quella di aumentare in certa qual misura le riserve in dollari man mano che il volume delle loro transazioni esterne si ampliava. In questo senso, il deficit veniva imposto al dollaro in quanto moneta

di riserva del sistema. In tali circostanze, non si può affermare che il dollaro fosse in quel periodo generalmente sopravvalutato, specie considerando il volume di aiuti a paesi esteri concessi dagli Stati Uniti su vasta scala e le diffuse pratiche in altri paesi a sfavore delle importazioni dall'area del dollaro. Gli Stati Uniti sostenevano il ruolo di creatori di riserve per il sistema, un ruolo che era stato loro assegnato dalle circostanze della situazione postbellica.

Nel successivo periodo 1958-68, riportato nella tabella, si assiste ad un drammatico cambiamento. Il livello medio del disavanzo SU praticamente si raddoppiò rispetto al periodo 1950-57, mentre l'avanzo medio degli altri paesi sviluppati - escludendo il Regno Unito che registrò un forte deficit - aumentò più del doppio passando da \$1,1 a 2,3 miliardi per anno. Queste eccedenze si concentrarono per lo più in pochi paesi e cioè Francia, Germania, Italia e Svizzera. Nel caso della Francia, tra la fine del 1957 e la crisi del maggio 1968, l'aumento delle riserve fu di quasi \$6,3 miliardi. E' anche vero tuttavia che negli anni sessanta gran parte degli altri paesi sviluppati, escludendo nuovamente il Regno Unito, registrarono aumenti delle loro riserve di proporzioni piuttosto cospicue. Inoltre, a partire dal 1968 le riserve del Giappone cominciarono ad espandersi ad un ritmo assai veloce. Si era creata pertanto una situazione in cui da un lato alcune monete risultavano sottovalutate mentre, dall'altro, il dollaro aveva finito in quegli anni col sopravvalutarsi talvolta rispetto alle monete della maggior parte degli altri paesi sviluppati. La tesi della sopravvalutazione risulta poi rafforzata se si tiene conto del tipo di misure cui gli Stati Uniti fecero ricorso per minimizzare il deficit, e di cui si è parlato nella precedente sezione.

Quando divenne evidente la sopravvalutazione del dollaro? Anche volendo evitare il senno del poi, è pur vero che i disavanzi, pari ad una media di quasi \$3 miliardi negli anni 1958-60, erano sintomi cui avrebbe potuto essere attribuito maggior peso. In quanto segnalavano non solo la ricostruzione postbellica dell'economia europea, ma anche un suo notevole rafforzamento, essi erano più di una semplice aberrazione ciclica e fortuita. L'aumento del prezzo verificatosi sul mercato dell'oro nel 1960 rivela che un notevole settore dell'opinione pubblica considerava la svalutazione della parità del dollaro più che una semplice ipotesi teorica. Negli Stati Uniti si è spesso sostenuto che la parità aurea del dollaro non poteva essere mutata senza provocare una corrispondente generale variazione dei valori di parità. Vi è tuttavia l'esempio incontestabile del marco tedesco e del fiorino che furono unilateralmente rivalutati nel 1961, per cui è abbastanza evidente che ben più importanti cambiamenti si sarebbero potuti ottenere nella struttura delle parità qualora la politica SU si fosse orientata in questa direzione.

Quando, con l'inizio della guerra nel Vietnam, la situazione di fondo si deteriorò ulteriormente, l'ipotesi di una sopravvalutazione del dollaro divenne certezza, specie dopo che la svalutazione della sterlina lasciò presagire una correzione del disavanzo RU con effetti necessariamente negativi sul dollaro. Prova evidente fu il calo dell'avanzo commerciale SU a \$0,6 miliardi nel 1968, convalidata in seguito da una ripresa di soli \$1,4 miliardi nell'anno di recessione 1970. Nonostante particolari fattori, tale ripresa può essere confrontata con quella di \$3,8 miliardi conseguita nell'anno di recessione 1960, quando il valore globale del commercio SU era inferiore di oltre il 50% a quello dell'anno 1970.

### Il crescente squilibrio del sistema.

L'erosione delle riserve SU a partire dal 1950 era da addebitarsi non solo ai fattori dianzi illustrati, incidenti sul disavanzo della bilancia dei pagamenti, ma anche allo svilupparsi nell'ambito stesso del sistema di Bretton Woods di uno stato quasi permanente di crisi. Fu nel 1960 che i primi chiari segni di questo fenomeno divennero manifesti.

L'essenza del sistema di Bretton Woods consisteva nel mantenere fisse le parità per le monete dei paesi membri del Fondo, salvo nei casi di squilibrio fondamentale, e liberi da restrizioni il commercio ed i cambi. Le risorse necessarie per conseguire simili obiettivi, in casi di temporanee difficoltà, dovevano consistere in riserve di oro e di dollari convertibili in oro, nonché in facilitazioni di credito rese disponibili presso il FMI. Dato il costante aumento nel volume del commercio e dei pagamenti internazionali, l'effettivo funzionamento del sistema era basato su due condizioni: il realizzarsi di un regolare aumento nel totale delle riserve e delle facilitazioni presso il FMI, tale da consentire a paesi con tassi di cambio realistici la possibilità di finanziare oscillazioni di una certa ampiezza eventualmente verificatesi nelle loro bilance dei pagamenti; e la ripartizione dell'aumento delle riserve totali del sistema tra oro e dollari, in proporzioni tali da garantire che, supposta l'adozione di appropriate misure negli Stati Uniti, la convertibilità del dollaro in oro fosse assicurata. Ed è stata appunto quest'ultima condizione a divenire incerta nell'autunno del 1960, in seguito alla scarsità di nuovo oro monetario in relazione all'aumento delle passività ufficiali degli Stati Uniti. Tale scarsità cominciò a minare il funzionamento del sistema in quanto convogliava sulle riserve auree SU una crescente porzione della domanda di oro monetario da parte del resto del mondo.

La situazione, manifestatasi in forma drammatica nel 1960, si era in realtà andata evolvendo, sebbene ad un ritmo dapprima solo graduale, nel corso degli anni cinquanta; gli Stati Uniti si trovavano in una posizione di deficit della bilancia dei pagamenti, mentre il resto del mondo andava complessivamente accumulando saldi attivi nettamente eccedenti il quantitativo di nuovo oro monetario e delle riserve che i paesi erano disposti a mantenere in dollari. Negli anni 1950-57 i paesi diversi dagli Stati Uniti avevano incrementato di \$ 5,5 miliardi le loro riserve auree, ivi compresi \$ 2,6 miliardi ottenuti dalla conversione di dollari presso il Tesoro SU. Inoltre, \$ 5 miliardi vennero aggiunti alle loro riserve in dollari sotto forma di crediti a breve concessi agli Stati Uniti. In tal modo, gran parte dell'incremento delle riserve del resto del mondo

Variazioni nelle riserve ufficiali di oro monetario.

Periodi	Totale (= nuovo oro monetario)	Stati Uniti	Istituzioni internazionali	Resto del mondo
	miliardi di dollari SU			
1950-57. . . . .	+ 3,8	- 1,7	-	+ 5,5
1958-60. . . . .	+ 1,7	- 5,1	+ 1,0	+ 5,8
1961-65. . . . .	+ 2,7	- 4,0	- 0,8	+ 7,5
1966-maggio 1968 . . . . .	- 2,8	- 3,3	+ 0,8	- 0,3
Giugno 1968-luglio 1970 . . . . .	+ 0,8	+ 1,5	- 0,4	- 0,3
Agosto 1970-agosto 1971. . . . .	-	- 1,7	+ 2,9	- 1,2



era avvenuta durante questi otto anni a spese della posizione delle riserve nette SU. E ciò fu possibile senza pericolo per la convertibilità del dollaro soltanto grazie alle enormi riserve auree (\$24,6 miliardi) detenute dagli Stati Uniti all'inizio degli anni cinquanta. Alla fine del 1957 la posizione delle riserve SU, con scorte in oro per \$22,9 miliardi e passività di riserva per \$7,9 miliardi, era ancora assai forte.

Tale posizione si deteriorò assai più rapidamente a partire dal 1958, quando il disavanzo SU crebbe considerevolmente di volume. Nell'intervallo di due anni e mezzo, dalla fine del 1957 alla metà del 1960, gli acquisti netti di oro presso il Tesoro SU, da parte di altri paesi, raggiunsero un importo di \$3,4 miliardi, assai superiore a quello complessivamente registrato negli otto precedenti anni. Contemporaneamente, i loro averi ufficiali in dollari si arricchirono ulteriormente di \$1,7 miliardi. Divenne sempre più chiaro che il dollaro stava avviandosi verso una situazione difficile cui solo energiche misure correttive, compreso un possibile aumento del prezzo dell'oro in dollari, potevano porre riparo.

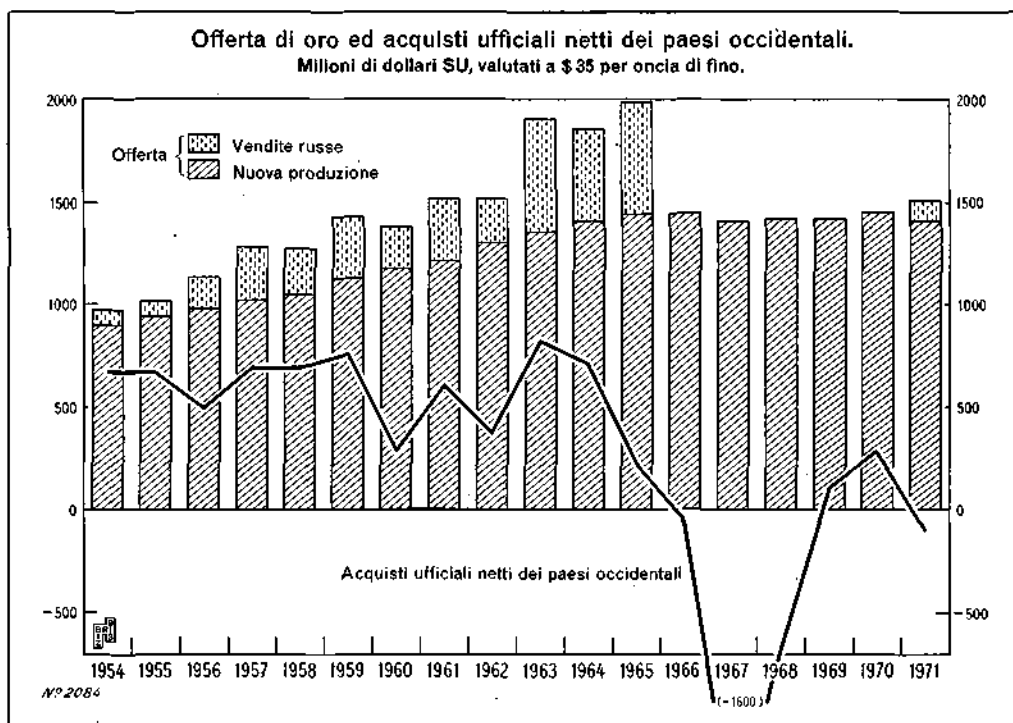
A partire dalla metà del 1960, il ritmo di assottigliamento delle riserve auree SU divenne ancora più veloce, raggiungendo \$632 milioni nel terzo trimestre dell'anno. Ciò contribuì ad accrescere le incertezze sulla sorte del dollaro, mentre l'imminente elezione presidenziale di novembre aggiungeva altri dubbi sul rapporto tra dollaro e oro. Si verificò, di conseguenza, un forte aumento della domanda di oro sul mercato che sospinse il prezzo al momento della "determinazione" di Londra da \$35,09 a 35,24 per oncia di fino nel periodo tra la metà di luglio e la metà di settembre. Ad un simile livello, il prezzo di mercato superava, per la prima volta dalla riapertura del mercato londinese dell'oro nel marzo 1954, il punto a partire dal quale risultava più conveniente acquistare oro dal Tesoro SU e convogliarlo a Londra per venderlo sul mercato. In altre parole, il prezzo di mercato dell'oro non era più allineato con quello monetario. Mentre gran parte dell'aumento della domanda di mercato dell'oro proveniva a quell'epoca da fonti private, si ebbero tuttavia anche acquisti ufficiali che continuarono persino dopo che il prezzo di mercato non era più allineato. E' evidente che alcune autorità monetarie preferirono pagare un prezzo leggermente superiore per l'oro sul mercato piuttosto che convertire dollari presso il Tesoro SU.

Una nuova espansione della domanda portò in breve le quotazioni a fine ottobre al livello di \$40 per oncia di fino. Benchè le condizioni fossero migliorate assai rapidamente dopo che il candidato democratico alla presidenza ebbe a smentire ogni intenzione di mutare la parità aurea del dollaro, tuttavia, fino al febbraio 1961 il prezzo di mercato non tornò ad allinearsi con quello monetario. L'ampio scarto prodottosi tra i due prezzi verso la fine di ottobre del 1960 segnò uno spartiacque nell'evoluzione del sistema di Bretton Woods. La crescente scarsità di oro nuovo e la conseguente minaccia alla convertibilità del dollaro in oro all'esistente livello di parità avevano destato l'attenzione del mondo.

Anche se agli inizi del 1961 le condizioni sul mercato dell'oro erano temporaneamente ritornate normali, la precedente assoluta fiducia nel dollaro non fu più ripristinata. Il mercato dell'oro era sempre meno in grado di equilibrare domanda ed offerta di oro al prezzo di \$35 per oncia di fino; le riserve SU continuavano a contrarsi ed il sistema monetario si dimostrava sempre meno capace di generare autonomamente un adeguato incremento delle riserve globali. Questo andamento si protrasse per un

lungo periodo e fu solo nel marzo 1968 che il prezzo di mercato dell'oro fu separato dal suo valore ufficiale. La lentezza di questa evoluzione fu resa possibile da tutta una serie di palliativi ed espedienti, alcuni adottati dagli Stati Uniti in conto proprio, altri dai maggiori paesi finanziari con un'azione concertata. Anche se queste misure sono spesso servite ad infondere temporaneamente fiducia, esse rispecchiavano pur sempre la fragilità del sistema.

Per quanto attiene al mercato dell'oro, le prime misure furono adottate poco dopo la crisi dell'ottobre 1960. Nelle ultime settimane di quell'anno gli Stati Uniti cominciarono a vendere oro sul mercato per accelerare il ritorno a condizioni più normali. Quindi, agli inizi del 1961, il presidente Kennedy riaffermò l'intenzione del suo paese di mantenere l'esistente prezzo ufficiale dell'oro in dollari. Nel marzo 1961 il prezzo alla "determinazione" dell'oro sulla piazza londinese scese a \$35,08 per oncia di fino. Ma l'effetto combinato di persistenti e forti disavanzi e di ulteriori cospicue perdite di oro da parte degli Stati Uniti, nonché il verificarsi della crisi politica di Berlino, sospinsero nuovamente, a fine agosto 1961, il prezzo a \$35,20 per oncia di fino. A questo punto, le principali banche centrali europee decisero di astenersi dall'acquistare oro sul mercato. Successivamente, nel corso dello stesso anno, gli Stati Uniti presero a discutere con i paesi europei un progetto di vendite ufficiali concertate sul mercato dell'oro, in modo da mantenere allineato il prezzo di mercato in periodi di forte domanda. Nel novembre 1961 le banche centrali di Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti concordarono di fornire congiuntamente al mercato qualsiasi quantitativo di oro necessario a tale obiettivo, fissando nel 50% la partecipazione SU al consorzio.



All'inizio del 1962, poichè sembrava che potesse determinarsi un'eccedenza di oro sul mercato, lo stesso gruppo di banche centrali decise di coordinare i propri acquisti, ripartendoli tra i vari paesi in proporzioni pari alle loro vendite sul mercato. Questi accordi di acquisto e vendita passarono sotto il nome di Consorzio dell'oro e la Banca d'Inghilterra ne fu l'agente.

Fin dall'inizio delle sue operazioni, verso la fine del 1965, il Consorzio dell'oro intervenne sul mercato sia con acquisti che con vendite. Durante questo periodo, tuttavia, esso fu in complesso acquirente netto di oro, in quanto le nuove offerte, grazie a vendite piuttosto cospicue effettuate dall'URSS, furono ancora sufficienti a consentire un incremento annuale nel totale degli averi ufficiali di oro. Ciò confermava il presupposto di base dell'Accordo e cioè che nel tempo l'offerta avrebbe superato la domanda. Tuttavia, a partire dalla fine del 1965, l'URSS cessò le proprie vendite sul mercato e nel 1966, per la prima volta, si verificò una leggera flessione di \$45 milioni nelle scorte complessive di oro monetario. Da allora la situazione si fece alquanto precaria, mentre il Consorzio dell'oro divenne venditore netto di oro sul mercato.

La tendenza si accelerò nel 1967, dopo che le riserve di oro monetario si erano assottigliate di \$230 milioni nel corso dei primi nove mesi dell'anno. Subito dopo la svalutazione della sterlina in novembre, la domanda di oro sul mercato salì a livelli senza precedenti. La svalutazione della sterlina apparve sul mercato come una anticipazione di quella del dollaro, nonostante le assicurazioni ufficiali SU in senso contrario. Ingenti vendite furono effettuate dal Consorzio per mantenere basso il prezzo, provocando, nell'ultimo trimestre dell'anno, una contrazione di \$1,4 miliardi nel totale delle scorte di oro monetario. Nel marzo del 1968 si verificò una nuova e forte ondata di acquisti che ridusse le riserve auree ufficiali di ulteriori \$1,4 miliardi nel primo trimestre dell'anno. Ciò portò alla decisione di sospendere le operazioni del Consorzio dell'oro, lasciando al mercato di determinare liberamente il prezzo di equilibrio tra domanda e offerta. L'accettazione di quello che fu chiamato il "doppio" sistema dei prezzi dell'oro — uno ufficiale e l'altro libero — segnò un cambiamento sostanziale nel sistema di Bretton Woods.

La crisi dell'oro del marzo 1968, anche se collegata alla svalutazione della sterlina oltre che al persistente deficit SU dei conti con l'estero, trovava la sua principale spiegazione nel mutamento intervenuto, nel corso di un decennio e più, nei rapporti tra nuove offerte di oro e domanda non speculativa di mercato. In effetti, tra il 1956 e il 1966 la domanda di metallo per usi industriali e per scopi di risparmio si era quasi raddoppiata, al punto che stava assorbendo pressochè l'intera produzione corrente dei paesi del mondo occidentale. Ad eccezione quindi delle vendite effettuate dall'URSS, non vi erano di fatto ulteriori quantitativi di oro nuovo disponibili da aggiungere alle riserve monetarie. Praticamente l'intero volume della domanda speculativa degli anni 1967-68 aveva dovuto essere pertanto soddisfatto dal Consorzio dell'oro. Ne conseguiva una situazione in cui ogni ulteriore apporto alle riserve auree esistenti al di fuori degli Stati Uniti doveva provenire quasi integralmente dalle riserve auree SU. Con un livello di riserve pari a \$10,7 miliardi nel marzo 1968, la possibilità di ulteriori conversioni di dollari presso il Tesoro SU stava diventando assai limitata.

Quando l'emorragia di oro assunse dimensioni tali da divenire una minaccia per il mantenimento della convertibilità aurea del dollaro all'esistente livello di parità, le autorità SU, agli inizi degli anni sessanta, cominciarono a cercare di giungere ad accordi che, facilitando il finanziamento dei disavanzi contrattati, limitassero le perdite di oro, del tutto prescindendo dalle misure per ridurre il deficit. Una via per conseguire tale obiettivo fu quella di accordare garanzia di cambio per i dollari acquistati sul mercato da banche centrali e di cui poteva essere richiesta la conversione. Le tecniche usate consistevano in operazioni di riporto tra la Banca della Riserva federale di New York ed altre banche centrali per movimenti di fondi ritenuti temporanei, e nel collocamento di titoli del Tesoro SU presso autorità monetarie estere, stilati nella valuta del paese creditore.

Le facilitazioni di riporto vennero avviate nel 1962 con l'autorizzazione del Comitato federale per il mercato aperto, e su questa base la Banca della Riserva federale di New York negoziò una rete di aperture di credito reciproche con alcune banche centrali estere e con la BRI. Nell'agosto 1962 erano state concordate facilitazioni per \$700 milioni, e negli anni successivi il volume di tale rete di riporti continuò ad aumentare fino a raggiungere un ammontare di oltre \$11 miliardi alla metà del 1970. Quest'enorme espansione non fu semplicemente dovuta al fatto che la Riserva federale aveva la necessità di procurarsi valute estere, ma le facilitazioni di riporto furono impiegate anche per aiutare la Banca d'Inghilterra a finanziare l'enorme disavanzo della bilancia dei pagamenti accumulato dal Regno Unito durante gli anni 1964-68; inoltre, la rete di facilitazioni veniva periodicamente incrementata allo scopo di dimostrare che le autorità erano in grado di assorbire movimenti speculativi di fondi privati a breve termine per quanto ampi potessero essere.

Tra marzo 1962 ed agosto 1971, gli utilizzi lordi dei riporti della Riserva federale ammontavano a \$11,8 miliardi. Ma per gran parte di questo periodo gli importi in essere furono relativamente modesti, raramente superando \$500 milioni per volta. Le uniche eccezioni si verificarono alla fine del 1967 e agli inizi del 1968, quando i prelievi raggiunsero ad un certo momento quasi \$2 miliardi, e nell'anno che decorse fino all'agosto 1971, allorché salirono da \$0,3 a 3 miliardi. In tal modo si restava fedeli all'intenzione di utilizzare i riporti come una facilitazione a breve termine. In linea generale, i riporti avevano una durata di tre mesi, con possibilità di numerosi rinnovi. I rimborsi vennero effettuati sempre nel giro di un anno, o mediante l'inversione dei flussi sul mercato che inizialmente avevano indotto all'utilizzo del riporto, o in forma liquida, impiegando le attività di riserva SU, oppure ancora, sostituendo il debito costituito dal riporto con titoli del Tesoro SU recanti garanzia di cambio a favore del dollaro. Tale sistema si dimostrò un utile e flessibile strumento di controllo dei movimenti di fondi sul mercato.

L'emissione di titoli in valuta estera rappresentò in sostanza una sorta di seconda linea di difesa delle riserve auree degli Stati Uniti, che si aggiungeva alla rete delle operazioni di riporto, ed il cui comune obiettivo era quello di facilitare il finanziamento del disavanzo SU dei conti con l'estero. Le prime emissioni furono collocate nel 1961-62 in Italia e in Svizzera. Nel settembre 1965 il totale in essere aveva raggiunto quasi \$1,3 miliardi, di cui quattro quinti erano detenuti dalla Germania e dalla Svizzera. Dopo un calo a meno di \$0,9 miliardi a metà 1967, nel 1969 l'importo risalì ad un nuovo massimo di \$2,3 miliardi, cui Germania e Svizzera partecipavano per

quasi il 90%. Nel corso dei successivi dodici mesi l'importo scese di circa \$ 1 miliardo, soprattutto in seguito alla riscossione di titoli effettuata dalla Bundesbank per ricostituire le riserve tedesche di valuta estera dopo la rivalutazione del marco tedesco del 1969. Ulteriori consistenti emissioni collocate in Svizzera durante il 1971, tuttavia, portarono nuovamente, verso la fine dello scorso anno, il totale in essere a quasi \$ 2 miliardi.

Gli Stati Uniti risparmiarono l'impiego delle loro riserve auree ricorrendo anche ad altre attività di riserva quali, ad esempio, la posizione di riserva presso il FMI e, a partire dal 1970, i loro averi in DSP. Questi tipi di finanziamento erano analoghi agli utilizzi delle linee di riporto e alle emissioni di obbligazioni in valuta estera, in quanto il paese creditore riceveva una garanzia contro la svalutazione del dollaro; erano inoltre simili alla conversione in oro, nel senso che la loro era una garanzia del valore aureo.

I primi prelievi SU presso il FMI vennero effettuati all'inizio del 1964, e da allora fino all'agosto 1971 il loro volume lordo raggiunse complessivamente l'importo di quasi \$ 3,4 miliardi, di cui \$ 1,1 miliardi rappresentavano i cosiddetti prelievi "tecnici". Questi ultimi servivano allo scopo specifico di fornire ad altri paesi valute da impiegare nel rimborso di prelievi dal Fondo, in momenti in cui i dollari SU non potevano essere utilizzati per questo scopo e quando, di conseguenza, i rimborsi avrebbero dovuto avvenire a spese delle riserve auree SU. I rimanenti \$ 2,3 miliardi di prelievi SU dal Fondo servirono unicamente allo scopo di assorbire quantitativi eccedenti di dollari in possesso delle autorità monetarie estere.

Gli Stati Uniti furono in grado di prelevare un tale volume di divise dal Fondo senza esaurire la loro "tranche" in oro essenzialmente perchè altri paesi - soprattutto Regno Unito e Francia - prelevarono essi stessi in quel periodo grossi quantitativi di dollari dal Fondo. In simili ed altre maniere, i disavanzi dei conti con l'estero del Regno Unito e della Francia permisero agli Stati Uniti di procrastinare l'esaurimento dell'oro più di quanto sarebbe stato altrimenti possibile. Infatti, si può dire che la fase conclusiva del crollo del sistema oro-dollaro abbia preso le mosse verso la fine del 1969, quando sia il Regno Unito che la Francia passarono decisamente ad un saldo attivo dei loro conti con l'estero.

Infine, le autorità SU riuscirono mediante un'azione di persuasione politica e morale a rallentare il calo delle riserve auree. Questa manovra fu efficace in parte semplicemente per l'importanza politica stessa degli Stati Uniti ed in parte perchè regnava la diffusa convinzione che una sospensione della convertibilità del dollaro avrebbe comportato ciò che venne definito il collasso del sistema monetario. Questa espressione evocava un vago ma sgradevole stato di cose che minacciava terribili conseguenze per la prosperità economica e la stabilità politica.

Oltre ai sintomi summenzionati, anche il diverso modo con cui le riserve globali si accrebbero negli anni sessanta permette di osservare la crescente tensione cui il sistema era sottoposto. Poichè la scarsità di nuovo oro monetario era diventata più acuta, e più sfavorevole il rapporto tra riserve SU e loro passività ufficiali in dollari verso l'estero, si poteva pensare che le riserve globali non sarebbero state in grado di aumentare ad un ritmo adeguato. Tuttavia, il saggio di incremento annuo delle riserve

in oro, divise estere, e posizioni di riserva nel Fondo aumentò in realtà sensibilmente, dal 2,3 % nel 1955-61 al 3,1 % nel 1962-68. Ma nello stesso tempo la composizione degli aumenti delle attività di riserva cambiò in modo drammatico, in quanto gli averi in valuta estera presero sempre più il posto dell'oro e delle posizioni di riserva nel Fondo.

Variazioni nelle riserve globali, 1955-69.

Voci	1955-61	1962-66	1967-68	1962-68	1969
	miliardi di dollari SU				
Totale . . . . .	+ 9,1	+ 10,1	+ 4,7	+ 14,8	+ 0,9
Oro . . . . .	+ 3,9	+ 2,0	- 2,0	+ 0,1	+ 0,2
Valute estere . . . . .	+ 2,9	+ 5,9	+ 6,5	+ 12,4	+ 0,4
di cui transazioni speciali . . . . .	-	+ 3,8	+ 9,2	+ 13,0	- 2,6
Posizioni di riserva nel Fondo . . . . .	+ 2,3	+ 2,2	+ 0,2	+ 2,3	+ 0,3

In tal modo, l'aumento delle riserve auree scese da \$3,9 miliardi nel 1955-61 fino praticamente a zero nel 1962-68. Ed anche omettendo il periodo 1967-68 durante il quale vi fu una brusca flessione delle riserve auree totali, nel quinquennio 1962-66 il saggio di incremento fu sostanzialmente inferiore a quello del periodo 1955-61. Tale flessione si verificò nonostante l'aumento dell'offerta di oro nuovo; la produzione di oro del mondo occidentale e le vendite russe erano salite infatti da una media annua di \$1,3 miliardi nel periodo 1955-61 a \$1,7 miliardi in quello 1962-66.

D'altra parte, nel periodo 1962-68, l'aumento delle riserve in valuta estera è stato più che quadruplo rispetto a quello del periodo 1955-61, con un saggio annuo medio di incremento che dal 2,3 era salito al 7,2%. Tale andamento era dovuto alle transazioni, all'uopo negoziate tra le autorità monetarie, che prevedevano la creazione ad hoc di riserve valutarie, quasi tutte tra i paesi del Gruppo dei dieci. Esse trovano la loro spiegazione essenzialmente nelle transazioni operate dagli Stati Uniti al fine di limitare il drenaggio delle loro riserve auree, nonché nel ricorso a risorse esterne da parte del Regno Unito per difendere il tasso di cambio della sterlina in un periodo, dalla fine del 1964 alla fine del 1968, caratterizzato da cospicui disavanzi nei conti con l'estero. L'importanza di simili operazioni speciali è dimostrata dal fatto che, durante gli anni 1962-68, esse corrisposero a più dell'intero incremento delle riserve di valuta estera e a quasi il 90% dell'aumento complessivo delle riserve in oro, divise estere e posizioni sul FMI. E quando, nel 1969, il Regno Unito incominciò a rimborsare il proprio indebitamento con l'estero, una delle conseguenze fu che l'incremento globale delle riserve scese a meno di \$1 miliardo.

In altre parole, il soddisfacimento della domanda di maggiori riserve aveva cominciato a dipendere dai disavanzi dei conti con l'estero accumulati da alcuni paesi, che potevano essere finanziati solo dalla creazione di speciali crediti ad hoc. Poiché la concessione di siffatti crediti era collegata all'esistenza di una situazione in certo qual modo di crisi, ciò significava in buona sostanza che le riserve globali potevano aumentare solo per effetto di crisi. Considerando la cosa sotto un altro angolo, l'am-

pio volume di speciali transazioni afferenti alle riserve era un mezzo per procrastinare aggiustamenti strutturali.

L'ipotesi che la crescente scarsità di nuove riserve auree e la debolezza esterna del dollaro avrebbero condotto col tempo ad una crisi era stata avanzata dal Professor Robert Triffin già nel 1959. Il sostanziale riconoscimento ufficiale di questa tesi generale divenne manifesto nel 1963, quando quello che passò sotto il nome di Gruppo dei dieci - e cioè i paesi che partecipavano agli Accordi Generali di Prestito nel FMI - ed il Fondo medesimo iniziarono un esame del sistema monetario e delle possibili future esigenze di riserve internazionali. Le questioni controverse circa sia il prezzo monetario dell'oro sia la creazione di un nuovo sistema basato su tassi di cambio flessibili furono tuttavia entrambe escluse dai mandati.

Nel corso di tali discussioni ben presto divenne chiara la profonda divergenza di opinioni su quale fosse il problema essenziale. Da un lato si sosteneva che la maggiore difficoltà era rappresentata dal fallimento del processo di adeguamento nei paesi a moneta chiave, in particolare negli Stati Uniti. D'altro canto si osservava che, di fronte alla crescente scarsità di oro nuovo, anche le riserve di dollari non potevano aumentare al ritmo precedente. Da questo punto di vista, principale problema del sistema era quello di assicurare in futuro un sufficiente incremento delle riserve, ma non mediante oro nè dollari.

A metà del 1966 l'accordo divenne generale che in futuro si sarebbe potuta presentare la necessità di integrare i tipi di riserve esistenti mediante la creazione deliberata di strumenti di riserva. Un progetto di schema per una nuova facilitazione di diritti "speciali di prelievo" presso il FMI fu proposto ed adottato nel corso della riunione annuale del Fondo a Rio de Janeiro nel 1967. I diritti speciali di prelievo dovevano essere assegnati a tutti i paesi partecipanti, allo scopo di contribuire al soddisfacimento delle esigenze a più lungo termine del sistema monetario per una maggior liquidità internazionale. La decisione di assegnare i DSP doveva essere presa, sulla base delle proposte dell'Amministratore delegato del Fondo, da una maggioranza non inferiore all'85 % dei voti complessivi dei paesi partecipanti. Le assegnazioni dovevano essere effettuate in proporzione alle quote dei paesi in seno al FMI.

Nell'aprile 1968 il progetto di schema fu trasformato in documento legale sotto forma di Emendamento agli Statuti del Fondo e nel luglio 1969 l'Emendamento fu approvato dalla richiesta maggioranza dei paesi membri del Fondo, ed entrò in vigore. Soprattutto a richiesta di quei paesi che erano sempre stati assertori della prioritaria importanza del processo di aggiustamento, vennero incluse nello schema alcune disposizioni atte ad evitare che i DSP fossero impiegati per il finanziamento di persistenti disavanzi o avanzi. Inoltre, l'attivazione iniziale dello schema fu condizionata al "conseguimento di un maggiore equilibrio della bilancia dei pagamenti" ed alla "probabilità di un migliore funzionamento del processo di aggiustamento nel futuro". Tali considerazioni riguardavano soprattutto i disavanzi degli Stati Uniti e del Regno Unito. Quantunque nell'estate 1969 non fosse chiaro se questi paesi potessero sicuramente conseguire un migliore saldo nei loro conti con l'estero, si ammetteva che i loro sforzi in tale direzione non sarebbero stati indeboliti dall'assegnazione iniziale di DSP. Inoltre, si riconosceva che, quando tali paesi si fossero avviati effettivamente

verso un migliore equilibrio nei conti con l'estero, i loro sforzi sarebbero stati ostacolati se altri paesi fossero stati costretti ad adottare misure difensive a causa del mancato aumento delle riserve globali. A questo proposito è significativo che solo alcuni paesi erano disposti ad accettare sensibili riduzioni delle loro riserve monetarie. Di conseguenza, fu deciso di procedere alla data del 1° gennaio 1970 ad assegnazioni di \$3,5 miliardi per il primo anno e di \$3 miliardi rispettivamente per il 1971 e per il 1972.

L'introduzione dei diritti speciali di prelievo era intesa come un importante passo verso una gestione internazionale dell'incremento delle riserve globali. Tuttavia, in prosieguo di tempo, questa azione coincise con un forte aumento del disavanzo dei pagamenti SU, verificatosi nel 1970 ed ancor maggiore nel 1971. Pertanto, i \$6,5 miliardi di DSP, assegnati durante questi due anni, furono offuscati dal parallelo aumento di \$47 miliardi delle riserve valutarie.

### **Preludio al 15 agosto 1971.**

Nelle precedenti sezioni si sono passate in rassegna le forze che minarono la posizione delle riserve degli Stati Uniti. Rimane ora da esaminare quali furono gli impulsi che diedero l'avvio all'ultima corsa al dollaro. Essi, in parte, si erano già manifestati nel 1970. Verso la fine di quell'anno si verificò un sensibile calo nel saldo commerciale SU; l'avanzo medio mensile, sulla base della bilancia dei pagamenti, era infatti sceso, tra il terzo e il quarto trimestre, da \$235 a 45 milioni. Nel 1970 vi furono inoltre vasti movimenti di fondi a breve dagli Stati Uniti verso l'Europa, stimolati da politiche monetarie e da livelli dei saggi d'interesse difformi. Questo deflusso, sovrapponendosi al disavanzo di base SU, provocò negli Stati Uniti un deficit con l'estero di dimensioni mai prima raggiunte, anche se ben presto offuscato da quello del 1971.

Il 1970 non fu il primo anno in cui le differenze fra i saggi d'interesse provocarono ingenti movimenti di fondi da una sponda all'altra dell'Atlantico. Nel 1966, ad esempio, quando la Riserva federale inasprì fortemente le condizioni del mercato monetario allo scopo di combattere l'incipiente inflazione indotta dalla guerra del Vietnam, i saggi d'interesse SU salirono ai più alti livelli mai raggiunti nel corso di vari decenni. Per attenuare la stretta monetaria, le banche SU fecero per la prima volta ricorso su vasta scala a prelievi sul mercato dell'eurodollaro; si indebitarono in tal modo per circa \$3 miliardi a breve termine, rendendo, per la prima volta dal 1957, attivo il saldo dei regolamenti ufficiali SU, nonostante un deficit di base nei conti con l'estero di \$1,6 miliardi.

Lo stesso fenomeno si verificò, ma su più vasta scala, nel 1969. In seguito ad una rinnovata stretta monetaria negli Stati Uniti verso la fine del 1968, le banche ricorsero a prestiti dalle loro filiali estere per ben \$9 miliardi durante i primi nove mesi e mezzo del 1969. Questa pressione della domanda fece salire, tra il dicembre 1968 e il giugno 1969, dal 7 al 12 % il costo del denaro a tre mesi sul mercato dell'eurodollaro, con forti ripercussioni sui saggi d'interesse europei. Sebbene il favorevole effetto sulla bilancia dei pagamenti SU derivante dall'indebitamento estero delle banche fosse alquanto attenuato dal fatto che buona parte dei fondi attinti sul mercato del-



l'eurodollaro provenivano originariamente da residenti, tuttavia, durante il 1969, la posizione delle riserve nette migliorò di \$2,7 miliardi, nonostante il deficit di base di \$2,9 miliardi nei conti con l'estero.

L'episodio del 1969 rappresentò uno dei germi della crisi del 1971. Era chiaro che le banche SU non avrebbero potuto mantenere indefinitamente la loro pesante posizione debitoria nei confronti delle filiali estere. Invero, misure intese a scoraggiare questo andamento furono adottate a metà 1969, quando la stretta monetaria era all'apice, e successivamente, nel 1970, quando essa si attenuò, le banche cominciarono a ridurre i loro indebitamenti, dapprima gradualmente e quindi, a partire dal secondo semestre, alquanto rapidamente. Per tutto l'anno complessivamente il deflusso di fondi a breve dagli Stati Uniti ammontò a \$6,5 miliardi (più \$1,1 miliardi nella voce errori ed omissioni); su questo importo il rimborso dei prestiti contratti dalle banche l'anno prima incise per \$5,1 miliardi. Fu questo deflusso, che, sovrapponendosi ad un disavanzo esterno di base di \$3 miliardi, portò nel 1970 il saldo dei regolamenti ufficiali, dai favorevoli risultati artificiosamente acquisiti nel 1969, ad un deficit di \$9,8 miliardi.

Lo spostamento alquanto ampio da un indirizzo restrittivo ad uno permissivo nell'impostazione della politica monetaria degli Stati Uniti tra il 1969 e il 1970 contrastava con un mutamento di opposta tendenza nelle politiche europee. Tale mutamento, avviato nel 1969, faceva parte dello schema di difesa eretto contro i deflussi di fondi dall'Europa: continuò nel 1970, nell'ambito degli sforzi di contenimento dell'inflazione interna. Il maggior contrasto con la politica adottata negli Stati Uniti in questa seconda fase si manifestò in Germania. Nel marzo 1970, quando la Riserva federale stava allentando la stretta monetaria, la Bundesbank inasprì la propria politica aumentando il saggio ufficiale di sconto dal 6 al 7,5 %. La principale contropartita ai deflussi provenienti dagli Stati Uniti fu quindi rappresentata dagli afflussi verso la Germania. Negli ultimi nove mesi del 1970 le riserve tedesche aumentarono di \$5,8 miliardi, di cui \$5,1 miliardi furono rappresentati da movimenti di capitali a breve termine. Di fronte ad una riduzione dei saggi degli eurodollari a tre mesi dall'8,75 al 7,25 %, fra il maggio e il novembre 1970, mentre i corrispondenti saggi interni si mantenevano a livelli del 9-9,5 %, vi era quindi un forte incentivo — nonchè l'assoluta libertà — per il settore non bancario tedesco di rivolgersi all'estero per il reperimento di fondi. E' vero che la Bundesbank ridusse i propri saggi più tardi nel corso dell'anno, ma si volle con questo solo prevenire che lo scarto tra i saggi aumentasse ulteriormente.

Pertanto, alla fine del 1970 si presentava una situazione in cui la bilancia dei pagamenti di base SU appariva estremamente debole, con un avanzo commerciale pressochè annullato, e destinata ad indebolirsi ulteriormente con l'avvio della ripresa economica; aggiungasi che la politica monetaria adottata per conseguire tale ripresa era destinata a provocare nel corso del 1971 ulteriori deflussi di fondi ed infine che le politiche altrove prevalenti dovevano inevitabilmente attirare nuovi afflussi di fondi. Tutto ciò, per giunta, in un periodo in cui gli Stati Uniti non erano più in grado di sostenere ulteriori forti perdite delle loro riserve e in cui il Gruppo dei dieci, dopo l'inaugurazione del sistema dei DSP, era impegnato a sostenere la necessità di tassi di cambio più flessibili; si aggiunga che il franco francese era stato svalutato tra l'agosto 1969 e il giugno 1970, il marco tedesco lasciato dapprima fluttuare e quindi

rivalutato, il dollaro canadese reso fluttuante. Mettendo insieme tutti questi elementi, si preannunciava una situazione esplosiva.

Dal volgere dell'anno, lo stato di cose andò progressivamente peggiorando. Negli Stati Uniti, durante il primo trimestre, l'avanzo commerciale con l'estero segnò una ripresa chiaramente insufficiente, mentre il deflusso di fondi a breve fu accelerato dalla continua caduta dei saggi d'interesse all'interno. Le banche SU rimborsarono ancora quasi \$ 5 miliardi alle loro filiali estere, sicchè il deficit dei conti ufficiali con l'estero raggiunse in detto trimestre \$ 5,5 miliardi.

Nel tentativo di ridurre l'impatto delle uscite dei fondi in dollari sulle riserve degli altri paesi, la Export-Import Bank e il Tesoro americano emisero tra gennaio e aprile 1971 \$ 3 miliardi di titoli destinati alle filiali estere delle banche SU. Tuttavia, in Germania l'afflusso netto di fondi e con esso il saggio d'incremento delle riserve monetarie aumentarono rapidamente. Nonostante il forte deflusso stagionale di gennaio per il tramite delle banche, le entrate nette, durante il primo trimestre, raggiunsero una media mensile di \$ 700 milioni. A partire da febbraio, la Bundesbank tentò di influire sulla situazione attraverso acquisti di dollari a termine sul mercato valutario in modo da attenuare l'incentivo all'afflusso di fondi esercitato dal saggio d'interesse con copertura. Essendosi iniziata una speculazione sul marco tedesco a partire dalla fine di marzo, il saggio ufficiale di sconto fu ridotto, all'inizio di aprile, dal 6 al 5 % e si proseguì con gli acquisti a termine di valuta unicamente per ridurre la pressione sul mercato a pronti. Nel solo mese di aprile, la Bundesbank effettuò acquisti, sommando quelli a pronti con quelli a termine, per \$ 3 miliardi.

La situazione precipitò nei primi due giorni feriali di maggio, quando si verificò un ulteriore afflusso di \$ 2 miliardi che indusse le autorità tedesche a chiudere il mercato dei cambi. Le cause immediate della crisi furono due: l'opinione, espressa contemporaneamente e pubblicamente dai maggiori istituti tedeschi di ricerca economica, che il marco tedesco doveva essere lasciato fluttuare; e la notizia che il Consiglio dei Ministri della CEE stava discutendo la possibilità di una maggiore flessibilità delle monete del Mercato Comune nei confronti del dollaro. La crisi ha comunque dimostrato ciò che può avvenire quando le politiche monetarie dei maggiori paesi sono applicate con energia in direzioni opposte. Ed inoltre nè gli Stati Uniti nè la Germania ebbero successo nel frenare, attraverso misure monetarie restrittive, l'inflazione dei salari.

Austria, Belgio, Paesi Bassi e Svizzera, le cui monete erano state tutte coinvolte nello scompiglio, seguirono l'esempio tedesco e il 5 maggio chiusero i loro mercati dei cambi. Di fronte alle alternative di allentare considerevolmente la politica monetaria, di imporre controlli diretti sugli afflussi di fondi o di rivalutare di nuovo unilateralmente, la Germania decise di lasciar fluttuare il marco tedesco, a partire dal 10 maggio, i Paesi Bassi ne seguirono l'esempio, mentre il Belgio riaprì il proprio mercato ufficiale dei cambi sulla stessa base di prima, ma con una separazione più completa di esso da quello libero. L'Austria rivalutò del 5,05 % e la Svizzera del 7,07 %.

Per un certo tempo queste misure frenarono ed in parte invertirono i precedenti movimenti di fondi. In Svizzera, dove il 5 maggio, prima di chiudere il mercato valutario, la Banca Nazionale aveva acquistato \$ 600 milioni, le riserve a fine maggio

superavano di soli \$160 milioni l'importo del mese precedente. Quindi, in giugno, la posizione delle riserve nette SU aumentò di \$1,2 miliardi, mentre quella della Germania si ridusse di \$2,3 miliardi. In realtà, tra l'inizio di giugno e il 6 agosto, la Bundesbank, anche a costo di far apprezzare i marchi tedeschi rispetto al dollaro, aveva venduto un importo lordo di \$4,8 miliardi sul mercato dei cambi e, nello stesso tempo, essa aveva dovuto assorbire \$2,7 miliardi attraverso contratti a termine venuti a scadenza.

Malgrado ciò, i mercati dei cambi si mantennero agitati e ben presto la situazione si aggravò passando da quella che in maggio era stata in gran parte una pressione al rialzo sul marco tedesco ad una crisi generale del dollaro. A fine maggio si apprese che in aprile il saldo commerciale SU aveva seguito un andamento nettamente negativo, passando praticamente in passivo, posizione che mantenne nei mesi successivi. Mentre il commercio subiva certamente l'influsso negativo dell'andamento ciclico — in particolare la ripresa dell'attività economica negli Stati Uniti parallela alla recessione in atto in molti altri paesi — ed indubbiamente anche delle difficoltà nel settore della manodopera, una crescente speculazione sui tassi di cambio contribuiva ormai al peggioramento della situazione, in particolare accelerando le importazioni. Ma al di là di tutti questi elementi ciclici e atti a creare distorsioni, non si poteva negare l'assai misera prestazione fornita dal commercio SU.

La grave debolezza, rivelata dai dati sul commercio, fu rafforzata nel suo effetto psicologico dal fatto che già due paesi avevano rivalutato rispetto al dollaro, mentre altri due avevano lasciato le loro monete apprezzarsi sul mercato. Si accrebbe la convinzione che un rovesciamento nei rapporti tra dollaro e praticamente tutte le altre maggiori valute poteva essere una probabilità assai prossima.

La vera e propria crisi di agosto iniziò il giorno 6, quando questa stessa convinzione fu espressa nel rapporto di un sottocomitato del Congresso SU. In esso si auspicava un generale riallineamento dei tassi di cambio rispetto al dollaro per correggere la situazione e si osservava inoltre che gli Stati Uniti potevano non avere altra scelta che quella di sospendere unilateralmente la convertibilità del dollaro. Per il resto del mondo tale affermazione suonò come un avvertimento di fonte ineccepibile. Nella settimana seguente, la fuga dal dollaro verso altre valute aggiunse \$3,7 miliardi alle riserve degli altri paesi; il più vasto spostamento singolo si ebbe nei confronti del franco svizzero verso il quale affluirono \$1,7 miliardi. Vi furono invero anche considerevoli acquisti di dollari da parte delle autorità inglesi e francesi ed alcuni modesti aumenti delle riserve in dollari di altri paesi. In sostanza la pressione alla vendita del dollaro si era fatta generale.

Nella prima quindicina di agosto, gli Stati Uniti per poter soddisfare le richieste di conversione, o di garanzie di cambio sui dollari acquistati dalle banche centrali, attingevano \$1,1 miliardi dalle loro riserve, le cui perdite totali dall'inizio dell'anno ammontarono così a \$3,1 miliardi, e prelevarono inoltre \$2,4 miliardi dalla rete di riporti della Riserva Federale. La situazione si era fatta insostenibile e pertanto domenica 15 agosto il Presidente Nixon annunciò la sospensione della convertibilità del dollaro.

Fu contemporaneamente introdotta una sovrattassa del 10% sulle importazioni soggette a dazio, ad eccezione di quelle sottoposte a restrizioni quantitative,

mentre le importazioni di beni di investimento furono escluse dal credito di imposta concesso ai nuovi investimenti. Fu annunciato inoltre che tali misure sarebbero rimaste in vigore finchè non si fossero verificate una sufficiente rivalutazione delle altre monete, una riduzione delle barriere alle esportazioni SU nonchè una migliore suddivisione degli oneri inerenti la difesa e infine, non fosse stata concordata una riforma del sistema monetario internazionale.

### **La fluttuazione dei tassi di cambio.**

Lunedì 23 agosto, dopo essere rimasti chiusi per una settimana, i maggiori mercati valutari europei riaprirono i battenti. Tutti i paesi europei, ad eccezione di uno, lasciarono fluttuare le loro monete e su questi mercati il dollaro cadde repentinamente. Soltanto la Francia mantenne il tasso di cambio ai livelli precedenti, ma solo limitatamente alle transazioni commerciali ed ufficiali, mentre per le altre fu creato un mercato finanziario sul quale il franco era libero di assestarsi al livello più adeguato.

Il mercato giapponese non fu chiuso il 15 agosto e la Banca del Giappone continuò per due settimane ad acquistare dollari al limite superiore di intervento. Pertanto, con un solo importante mercato dei cambi operante, quello di Tokio, si formò immediatamente un enorme afflusso di fondi proveniente soprattutto da indebitamenti con l'estero da parte di società giapponesi e per effetto di variazioni nei termini di pagamento. Nonostante un rafforzamento dei controlli sui cambi, la Banca del Giappone dovette assorbire un tale quantitativo di dollari (circa \$4 miliardi) che il 28 agosto fu anch'essa costretta a lasciar fluttuare lo yen. A fine agosto, quindi, due fatti almeno erano chiari: il sistema delle parità fisse era stato sospeso ed era stato messo in moto un processo di aggiustamento a lungo procrastinato.

Alla stregua delle molte dichiarazioni ufficiali sull'argomento, anche un terzo elemento divenne ben presto chiaro e cioè che tutti i principali paesi desideravano ripristinare tassi di cambio fissi ed accettavano che ciò avvenisse su di una nuova e più realistica base. Tuttavia, come ciò dovesse avvenire ed a che condizioni era materia di opinioni contrastanti. Gli Stati Uniti ritenevano che il regime generalizzato di tassi fluttuanti, de facto instaurato, potesse di per sé condurre ad una nuova struttura di equilibrio nei tassi di cambio, senza necessità di variare la parità legale del dollaro. Ed invero, dopo il 15 agosto, si era verificato un ulteriore progressivo e consistente grado di riallineamento, oltre a quanto era avvenuto in precedenza nel corso dell'anno. Dal punto di vista americano, la formazione, attraverso questo sistema, di nuovi tassi di equilibrio dipendeva dal consentire il libero gioco delle forze di mercato. Gli Stati Uniti insistevano inoltre che il loro consenso al riallineamento dei tassi e alla abrogazione della sovrattassa sulle importazioni era condizionato al conseguimento degli altri loro obiettivi, in particolar modo per quanto concerneva il commercio. Quali che fossero i meriti di questa tesi — e gli Stati Uniti erano stati a lungo concordi con altri maggiori paesi nel preferire cambi fissi — essa non aveva possibilità pratiche di attuazione. Altri paesi non erano disposti a permettere che le loro monete salissero troppo rapidamente ed a livelli troppo elevati, ed adottarono quindi

provvedimenti per placare lo stato di eccitazione sul mercato. Tale obiettivo fu perseguito in parte attraverso l'introduzione di nuovi controlli sugli afflussi di capitali. Tuttavia, essi continuarono generalmente anche ad acquistare dollari sul mercato, quando lo ritenevano opportuno. Questo fu soprattutto il caso della Germania e del Giappone, le cui riserve lorde salirono rispettivamente di \$1,7 e 2,8 miliardi tra la fine di agosto e quella di dicembre. Anche le riserve del Regno Unito aumentarono considerevolmente durante questi mesi.

Le ragioni per cui i paesi erano contrari a lasciar fluttuare del tutto liberamente le loro monete erano di vario ordine e non difficili da individuarsi. Innanzitutto vi era una forte opposizione politica all'aumento del valore delle monete, attraverso sia le fluttuazioni che le rivalutazioni, da parte di gruppi direttamente interessati come gli esportatori. Il fatto poi che nella maggior parte dei paesi l'espansione economica fosse rallentata rafforzava tale opposizione. Un'altra ragione dell'intervento sul mercato era che il grado di apprezzamento rispetto al dollaro era disuguale, sicchè la competitività, non solo nei confronti del dollaro, ma anche di altre monete diventava un importante elemento di considerazione. Inoltre, gran parte dei paesi riteneva che il limite al quale il tasso di cambio avrebbe potuto arrivare sotto la spinta di pressioni speculative aveva solo un vago rapporto con il tasso richiesto per un equilibrio a più lungo termine della bilancia dei pagamenti di base. Infine, essi rifiutavano la tesi americana che la parità dollaro-oro dovesse essere esonerata dalla partecipazione al riallineamento. Pertanto, non erano disposti a lasciar fluttuare le loro valute fino al punto in cui un sufficiente riallineamento fosse divenuto un fatto compiuto.

Oltre agli evidenti svantaggi di ordine politico per gli altri paesi, vi erano anche altre obiezioni alla non partecipazione degli Stati Uniti al riallineamento. Si era fermamente convinti che gli Stati Uniti, i quali avevano pur dichiarato che la loro moneta era in una posizione di squilibrio fondamentale, nel non essere disposti a svalutare, si stavano sottraendo alle responsabilità loro derivanti dalle regole del FMI. E questo non era un argomento nè arcano nè filosofico, come alcuni davano mostra di credere, poichè ben presto divenne chiaro che vi erano scarse probabilità di conseguire un sufficiente grado di aggiustamento dei tassi di cambio se i paesi con squilibrio fondamentale rifiutavano l'aggiustamento. In particolare, vi erano paesi disposti a mantenere le loro esistenti parità qualora il dollaro avesse svalutato, ma che non avrebbero accettato alcuna proposta di cambiare le proprie parità ufficiali. Argomento focale della discussione divenne che non ci si poteva attendere un ritorno di fiducia sul mercato se gli Stati Uniti, con il loro perdurante deficit esterno, non svalutavano il dollaro. Inoltre, alcuni paesi ritenevano che, di fronte alle perdite nelle loro riserve in dollari, che essi avrebbero subito rivalutando, avevano diritto di ottenere compensi per quanto riguardava le loro attività in oro e con garanzia aurea.

Poichè era evidente che un ritorno alle parità fisse, alle condizioni proposte dagli Stati Uniti, non era negoziabile, ed essendo apparsi sulla scena economica gravi segni di una fiducia ormai scossa negli affari, gli Stati Uniti attenuarono la loro rigida linea di condotta e la via ad un riallineamento negoziato dei cambi era così aperta. Tuttavia, prima che ciò potesse avvenire, si doveva altresì verificare un consenso di opinioni su quale ampiezza dovesse avere l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti, per determinare in conseguenza i cambiamenti delle

parità. Gli Stati Uniti pervennero alla seguente stima: sul presupposto di condizioni di "pieno impiego" tanto negli Stati Uniti che nei maggiori paesi aventi relazioni commerciali con essi, si calcolò che nel 1972 la bilancia dei pagamenti SU avrebbe presentato un disavanzo globale di \$11 miliardi. Di questo importo, \$4 miliardi sarebbero da attribuire alle partite correnti, e \$6 miliardi a donazioni governative e deflussi di capitale privato a lungo termine, tutti diretti a paesi diversi da quelli dell'Europa occidentale, dal Canada e dal Giappone. Il restante \$1 miliardo rientrerebbe nella voce errori ed omissioni. A fronte di questa proiezione, si considerava necessario un avanzo globale di \$2 miliardi innanzitutto come margine di sicurezza, ma anche nella speranza di assicurare per alcuni anni una serie di avanzi che avrebbero contribuito a restaurare la posizione delle riserve, che è ciò che si vuole generalmente conseguire in caso di svalutazione. L'aggiustamento richiesto era pertanto dell'ordine di grandezza di \$13 miliardi. Poiché i programmi deflussi netti di capitali pubblici e privati a lungo termine erano già considerati a livelli minimi, ne conseguiva che l'intero ammontare della variazione di \$13 miliardi doveva provenire dalle partite correnti.

In contrasto con tale proiezione, i calcoli del FMI e dell'OCSE valutavano a \$9 miliardi l'ampiezza del richiesto aggiustamento. Questo minore importo risultava in primo luogo dal fatto che non si accettava un avanzo globale SU di \$2 miliardi ed in secondo luogo da una visione assai meno pessimistica dell'andamento delle partite correnti SU per il 1972, dopo aggiustamento per fattori ciclici. Pur avendo esercitato per anni pressioni sugli Stati Uniti perché riequilibrassero la loro bilancia dei pagamenti, gli altri paesi maggiormente coinvolti nelle discussioni unanimamente preferirono la stima delle organizzazioni internazionali circa l'ampiezza del richiesto aggiustamento.

A fine novembre, quando i ministri delle Finanze ed i governatori delle banche centrali del Gruppo dei dieci si riunirono a Roma, ebbero inizio importanti negoziazioni sulla nuova struttura dei cambi da concordare. In quel periodo, le monete degli altri paesi del Gruppo — ad eccezione del franco francese commerciale — avevano apprezzato le loro parità rispetto al dollaro per valori varianti da meno di 2,5 % per la lira e il franco francese finanziario a più di 10 % per il marco tedesco e lo yen. A Roma, gli Stati Uniti si avvicinarono notevolmente alle posizioni degli altri paesi del Gruppo dei dieci in quanto accettarono non solo di prendere in considerazione un riallineamento calcolato sulla base di un miglioramento inferiore ai \$13 miliardi nella loro bilancia dei pagamenti, ma contemplarono anche, come parte di tale riallineamento, la possibilità di una svalutazione del dollaro.

Anche se a Roma non si pervenne a nessun accordo, la strada era tuttavia spianata per quello di Washington del 18 dicembre. Frattanto, l'apprezzamento delle altre monete del Gruppo dei dieci nei confronti del dollaro, ora che gli Stati Uniti sembravano disposti a prendere in considerazione una svalutazione del dollaro, era ulteriormente aumentato. Alla data del 17 dicembre, l'apprezzamento, escludendo il franco francese commerciale, variava da circa il 4 % per la lira a quasi il 12,5 % per il marco tedesco e lo yen. Nello stesso giorno persino il franco francese commerciale, dopo la chiusura del mercato di Parigi, era salito a quasi il 2 % al di sopra della parità sulla piazza di New York.

### L'accordo smithsoniano.

Il 18 dicembre all'istituto Smithsonian di Washington fu concluso un accordo che contemplava la soppressione della sovrainposta SU sulle importazioni ed un riallineamento dei tassi di cambio, congiunto all'impegno, da parte delle autorità SU, di proporre al Congresso una svalutazione del dollaro del 7,9% - pari ad un aumento del prezzo ufficiale dell'oro da \$ 35 a 38 per oncia di fino. Quattro altri paesi - Belgio, Germania, Giappone e Paesi Bassi - accettarono inoltre di rivalutare le loro monete rispetto all'oro per quote varianti da 2,8% per il franco belga e il fiorino a 4,6% per il marco tedesco e 7,7% per lo yen. Francia e Regno Unito si limitarono ad accettare la proposta svalutazione del dollaro, mentre Italia e Svezia proposero di svalutare dell'1%. La Svizzera decise di limitare l'ulteriore apprezzamento del franco rispetto al dollaro al 6,4%. Il dollaro canadese continuò a fluttuare.

Poichè gli Stati Uniti non potevano svalutare il dollaro prima della deliberazione del Congresso, altri paesi che intendevano mutare le proprie parità auree non lo fecero subito, limitandosi invece a dichiarare i tassi "centrali" delle loro monete rispetto al dollaro, equivalenti alle nuove previste parità, mentre i paesi che mantenevano le loro parità auree adottarono tassi "medi" rispetto al dollaro. Fu nello stesso tempo convenuto che i margini, da entrambi i lati dei nuovi tassi rispetto al dollaro, sarebbero stati ampliati dall'1 al 2,25% con uno scarto complessivo del 4,5%, su quella che fu definita una base temporanea e permissiva. I margini allargati furono invero subito applicati per tutte le principali monete. Il 3 aprile 1972 il Presidente Nixon ha firmato il decreto che autorizza e ordina la promessa variazione del valore di parità del dollaro. Quindi, venerdì 5 maggio, gli Stati Uniti hanno ufficialmente comunicato al FMI la variazione che è entrata in vigore il lunedì successivo.

Riallineamento delle principali monete, 5 maggio-18 dicembre 1971.

Monete	Variazione rispetto all'oro	Variazione rispetto al dollaro	Nuovo tasso centrale o medio del dollaro	Nuovi limiti inferiori e superiori rispetto al dollaro
	in percento		in unità di valuta per dollaro SU	
Yen giapponese. . . .	+ 7,7	+ 16,9	308,00	314,93 - 301,07
Franco svizzero . . . .	+ 7,1	+ 13,9	3,84	3,9265 - 3,7535
Scellino austriaco. . .	+ 5,1	+ 11,6	23,30	23,82 - 22,78
Marco tedesco . . . .	+ 4,6	+ 13,6	3,2225	3,295 - 3,150
Franco belga . . . . .	+ 2,8	+ 11,6	44,8159	45,8250 - 43,8075
Fiorino olandese . . .	+ 2,8	+ 11,6	3,2447	3,3175 - 3,171875
Sterlina. . . . .	—	+ 8,6	2,60571*	2,5471 - 2,6643*
Franco francese. . . .	—	+ 8,6	5,1157	5,2310 - 5,0005
Lira italiana . . . . .	— 1,0	+ 7,5	581,50	594,6 - 568,4
Corona svedese. . . .	— 1,0	+ 7,5	4,8129	4,920 - 4,705
Dollaro SU . . . . .	— 7,9	—	—	—

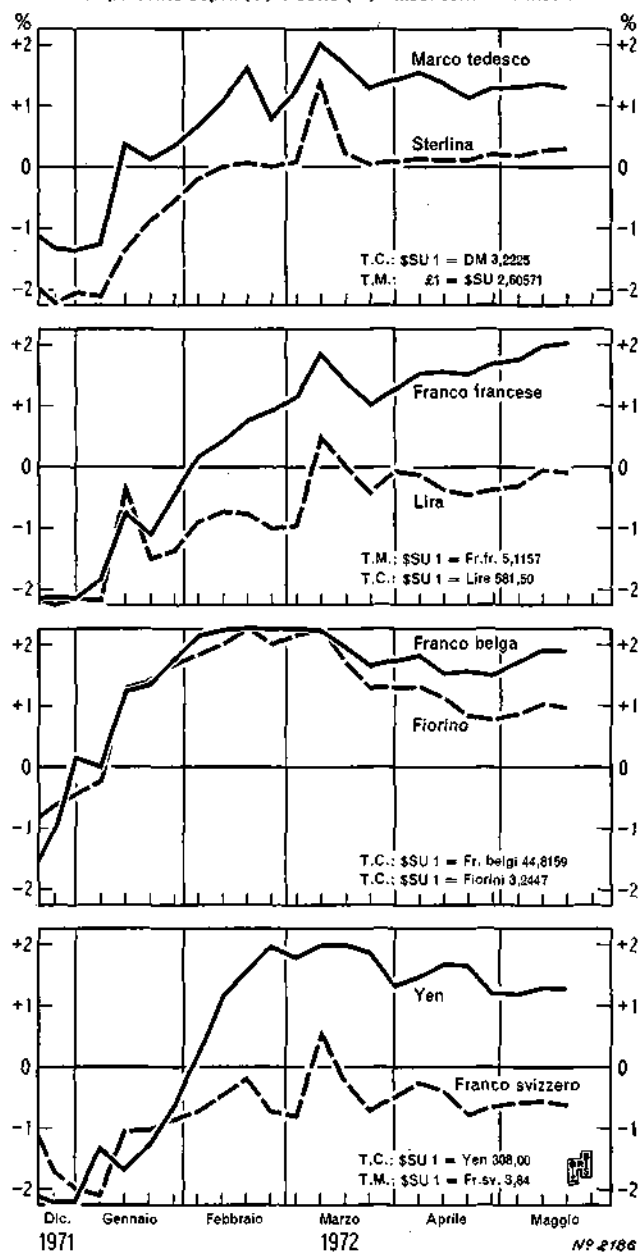
\* Dollari per sterlina.

### Avvenimenti successivi all'accordo smithsoniano.

Le prime reazioni all'accordo smithsoniano furono in generale assai positive, riflettendo il senso di sollievo di fronte alla conclusione del periodo di fluttuazione dei tassi di cambio. Alla riapertura dei mercati dei cambi, tutte le maggiori monete

erano quotate a livelli nettamente inferiori ai loro nuovi tassi centrali rispetto al dollaro ed alcune — come ad esempio la sterlina, il franco francese e la lira — erano prossime ai nuovi limiti inferiori. Dapprima si verificò un certo, anche se modesto, riflusso dell'enorme volume di fondi speculativi usciti in precedenza dagli Stati Uniti. Tuttavia, un fattore ostacolante un più ampio riflusso era rappresentato dal persistente scarto esistente tra i saggi a breve negli Stati Uniti e quelli della maggior parte dei principali

Quotazioni a pronti di alcune monete rispetto al dollaro SU.  
In percento sopra (+) o sotto (—) i tassi centrali o medi.





paesi. Nelle prime settimane del 1972, essendo i saggi SU calati ulteriormente, questo scarto divenne anche maggiore. Inoltre, poichè le altre monete si trovavano ampiamente entro la metà inferiore del nuovo margine di fluttuazione del 4,5 % consentito nei confronti del dollaro, esisteva la possibilità di aspettare per ottenere rilevanti lucri sui cambi. In effetti, all'inizio dell'anno, da più parti si sosteneva che, anche del tutto prescindendo da considerazioni di saggi d'interesse, non ci si poteva attendere un grande ritorno di fondi finchè continuava a prevalere un simile stato di cose.

Ben presto, tuttavia, le condizioni sui mercati dei cambi cominciarono a mutare. Nel corso di gennaio gran parte delle principali monete si rafforzarono considerevolmente nei confronti del dollaro ed alla fine del mese il franco belga ed il fiorino, in particolare, avevano raggiunto un livello di circa 1,75 % al di sopra dei nuovi tassi centrali. Questa tendenza, lungi dal favorire un qualsiasi riflusso di fondi verso gli Stati Uniti, si trasformò al contrario in un'ondata speculativa contro il dollaro che in febbraio e agli inizi di marzo portò il franco belga, il fiorino, il marco tedesco e lo yen ai nuovi limiti superiori o in prossimità di essi. La realtà era che sul mercato si cominciavano a nutrire dubbi sulla durata dell'accordo smithsoniano, mentre si riconosceva che il processo di aggiustamento avrebbe richiesto molto tempo e frattanto le banche centrali estere avrebbero potuto essere costrette ad assorbire ingenti quantitativi di dollari.

Tuttavia, dopo alcune settimane, i mercati dei cambi assunsero un tono migliore e l'intervento delle banche centrali divenne in larga misura non necessario. Varie considerazioni influivano sulla più favorevole valutazione del mercato circa la nuova struttura dei saggi di cambio. Fra queste, la chiara evidenza che le banche centrali intendevano sostenere pienamente l'accordo, dando al processo di aggiustamento l'opportunità di conseguire risultati. Tale intenzione risultò evidente nella loro prontezza ad acquistare dollari provenienti da vasti movimenti speculativi di fondi, nonchè ad adottare nuove misure di controllo per ostacolare tali movimenti. Inoltre, fu chiarito che la bilancia dei pagamenti SU avrebbe potuto in ultima analisi trarre considerevoli benefici dalla mutata struttura dei tassi di cambio. Nel frattempo il finanziamento del deficit SU poteva in gran parte essere regolato attraverso il riflusso di fondi speculativi, senza che le banche centrali dovessero pesantemente intervenire a sostegno del dollaro.

\*                      \*  
\*

Nel riassumere gli elementi essenziali che lo scorso anno provocarono il crollo della struttura dei tassi di cambio, se ne possono distinguere tre. Innanzitutto, la sopravvalutazione del dollaro che andò determinandosi di pari passo col processo di ricostruzione postbellica negli altri paesi e con il progressivo conseguimento di nuovi livelli massimi di produttività e di efficienza da parte di questi ultimi. Gli Stati Uniti hanno mantenuto un ampio margine di vantaggio in fatto di produttività, tuttavia il più elevato livello dei loro costi è divenuto meno appropriato alla nuova situazione. Il che è stato in certa misura aggravato dalla sottovalutazione di alcune altre monete. In secondo luogo, per effetto della guerra nel Vietnam, l'andamento dell'economia subì l'incidenza di forze, quali la domanda in eccesso e l'inflazione, che aumentarono sensi-

bilmente il deterioramento del saldo commerciale SU. In terzo luogo, poichè ogni anno la domanda complessiva di riserve da parte degli altri paesi eccedeva sempre maggiormente l'offerta di oro di nuova produzione, ne conseguiva che la parte della domanda di riserve insoddisfatta ricadeva sugli Stati Uniti i quali — essendo il paese a valuta di riserva del sistema — venivano così ad ereditare un corrispondente disavanzo nei conti con l'estero. Pertanto, la posizione delle riserve degli Stati Uniti e persino le loro attività di riserva furono sempre meno in grado di sostenere la convertibilità del dollaro. Di conseguenza, prescindendo dall'evolversi dello squilibrio dei tassi di cambio, il dilemma era se mutare il valore ufficiale dell'oro in generale oppure il sistema oro-dollaro.

Prima dello scorso anno, il sistema in realtà era già mutato, sotto due aspetti: nel marzo 1968 il valore ufficiale dell'oro e quello di mercato libero erano stati separati e, dopo tale provvedimento, la convertibilità del dollaro era poco più che formale; in secondo luogo, nel gennaio 1970 fu introdotta una nuova facilitazione di riserva, cioè i diritti speciali di prelievo. Poi, lo scorso dicembre fu avviato un processo di aggiustamento dei tassi di cambio con l'obiettivo di correggere la sopravvalutazione del dollaro e la sottovalutazione delle altre principali monete.

Il sistema oggi poggia su nuove basi. Il dollaro rimane forzatamente inconvertibile in oro o in attività con garanzia aurea. Per paesi minori e per detentori privati il dollaro è convertibile in altre monete sul mercato; i paesi maggiori possono naturalmente utilizzare qualsiasi ammontare delle loro riserve in dollari, ma in pratica hanno solo limitate possibilità di diversificare le loro riserve. Nello stesso tempo, quasi tutti i paesi hanno optato per i cambi fissi, ancorando le loro monete al dollaro inconvertibile. Allo stato attuale delle cose, l'incremento delle riserve globali nel sistema può essere conseguito in quattro modi: attraverso un'ulteriore accumulazione di dollari, mediante nuove assegnazioni di DSP, con aumenti nelle posizioni delle riserve sul FMI e con averi di riserva in monete diverse dal dollaro.

Vi saranno certamente discussioni su ulteriori cambiamenti nel sistema, ma quali essi potranno essere non appare ancora chiaro.

## II. RASSEGNA DEGLI SVILUPPI ECONOMICI E MONETARI E DELLE POLITICHE RELATIVE.

### *Il panorama economico interno.*

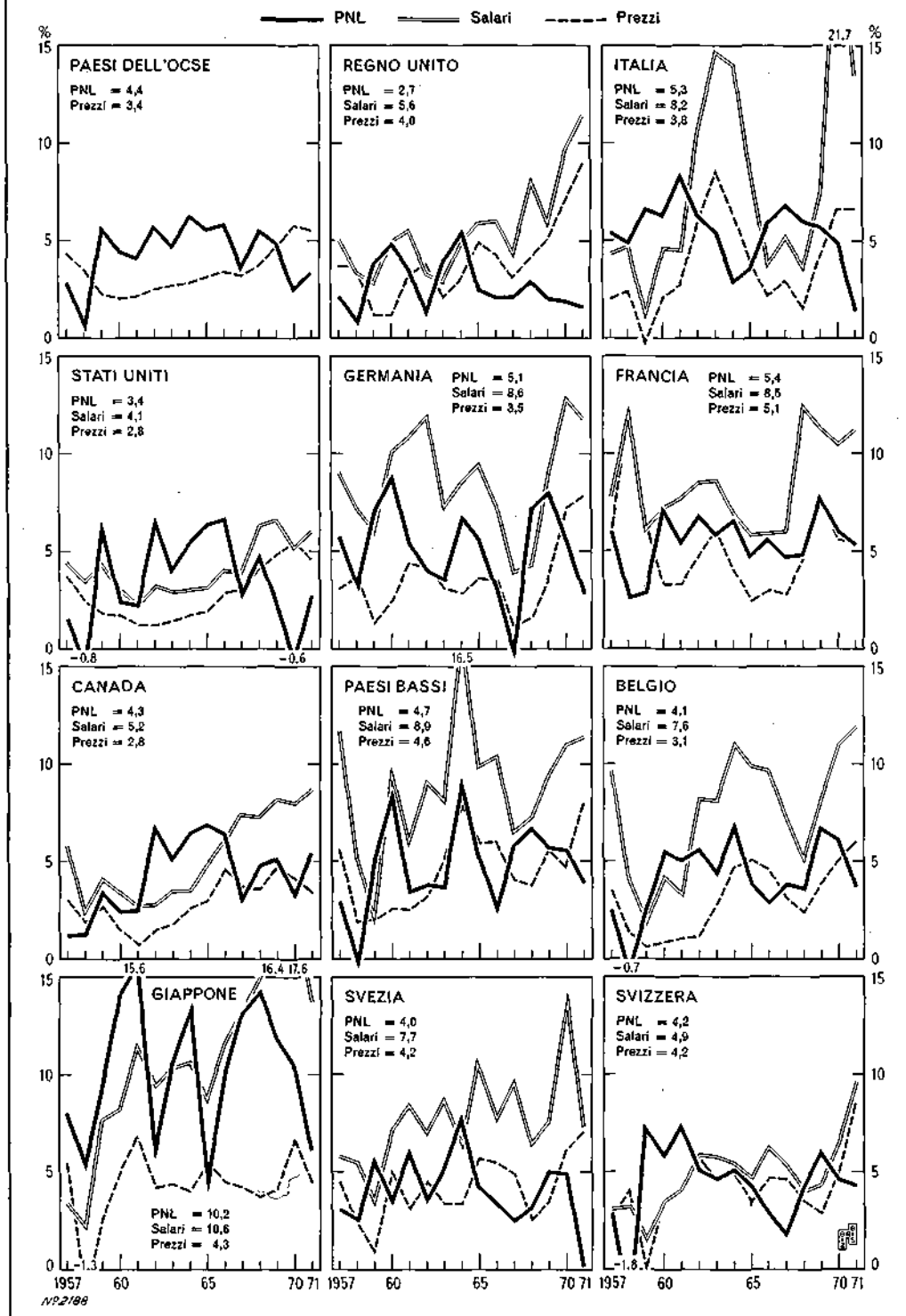
I movimenti congiunturali sviluppatisi durante lo scorso anno – contrariamente a quanto ci si poteva attendere – non hanno risentito che in minima misura l'influenza degli avvenimenti che hanno sconvolto il sistema monetario internazionale. Nella più parte dei paesi industriali il rallentamento dell'espansione economica, iniziatosi nel 1970, si è fatto più evidente nel 1971, nè quest'anno, sino a primavera inoltrata, la situazione ha dato segni di mutamento. Questo relativo ristagno, sebbene generalmente più pronunciato che nel 1967, è stato meno intenso e diffuso che nel 1957-58. All'avanguardia di tali sviluppi si trovano Stati Uniti e Canada, dove l'economia, entrata in fase di depressione nella tarda estate del 1969, ha iniziato a riprendersi lo scorso anno. In alcuni paesi, come Belgio, Francia, Paesi Bassi e Svizzera, l'espansione economica del 1971 non si è tenuta molto al di sotto della tendenza di più lungo periodo. La recessione è stata invece sensibile in Germania, ed ancor più in Italia, Svezia e Giappone, mentre nel Regno Unito è continuata la fase di ristagno.

L'inflazione è peraltro rimasta insolitamente forte. Per i paesi OCSE globalmente considerati, il deflatore dei prezzi impliciti nel prodotto nazionale lordo si è mediamente ragguagliato nel 1970-71 al 5,6%, livello che è ben superiore alla media di più lungo periodo. Rispetto all'anno precedente, nel 1971 l'ascesa dei prezzi è alquanto rallentata in Stati Uniti, Canada e Giappone, ma ha acquistato generalmente slancio, ed in alcuni casi assai rapidamente, nei paesi dell'Europa occidentale.

I corrispondenti andamenti di salari, prezzi e produzione sono esposti nel grafico. Un'accelerazione nel rialzo dei prezzi si è generalmente accompagnata ad un più rapido aumento dei salari in confronto allo sviluppo della produzione. Più significativa è, in molti paesi e negli anni recenti, l'evidente modificazione dell'abituale comportamento di salari e prezzi in relazione alla produzione. In precedenza, si poteva essere certi che un rallentamento del prodotto reale, dovuto sia ad una politica economica di contenimento sia a forze autonome, avrebbe determinato un sensibile declino dell'inflazione di salari e prezzi. Ed è stato tale comportamento che ha indotto i paesi a confidare in politiche di restrizione della domanda per contenere i recenti movimenti inflazionistici.

Peraltro, i risultati sono stati deludenti. Tanto negli Stati Uniti che nel Canada i salari sono cresciuti più rapidamente di prima e l'inflazione dei prezzi ha assunto serie proporzioni. L'esperienza del Regno Unito è stata ancora più sorprendente, in quanto gli aumenti dei salari e dei prezzi si sono impennati dal tardo 1969 in avanti; e paesi quali Belgio, Paesi Bassi e Svizzera hanno anch'essi provato come le tendenze salari/prezzi siano meno sensibili di prima alla diversa pressione esercitata dalla domanda. Inoltre, alcuni paesi come Francia e Italia hanno subito improvvise esplosioni salariali non agevolmente spiegabili in termini di pressioni della domanda. Anche in

Variazioni della produzione reale, dei salari e dei prezzi\*.



\* PNL = PNL reale; salari = saggi o guadagni salariali; prezzi = deflatore del PNL. I dati sopra riportati rappresentano i saggi medi di espansione nel periodo 1957-71.

Germania e Giappone il comportamento dei salari si è allontanato alquanto dal suo precedente modello.

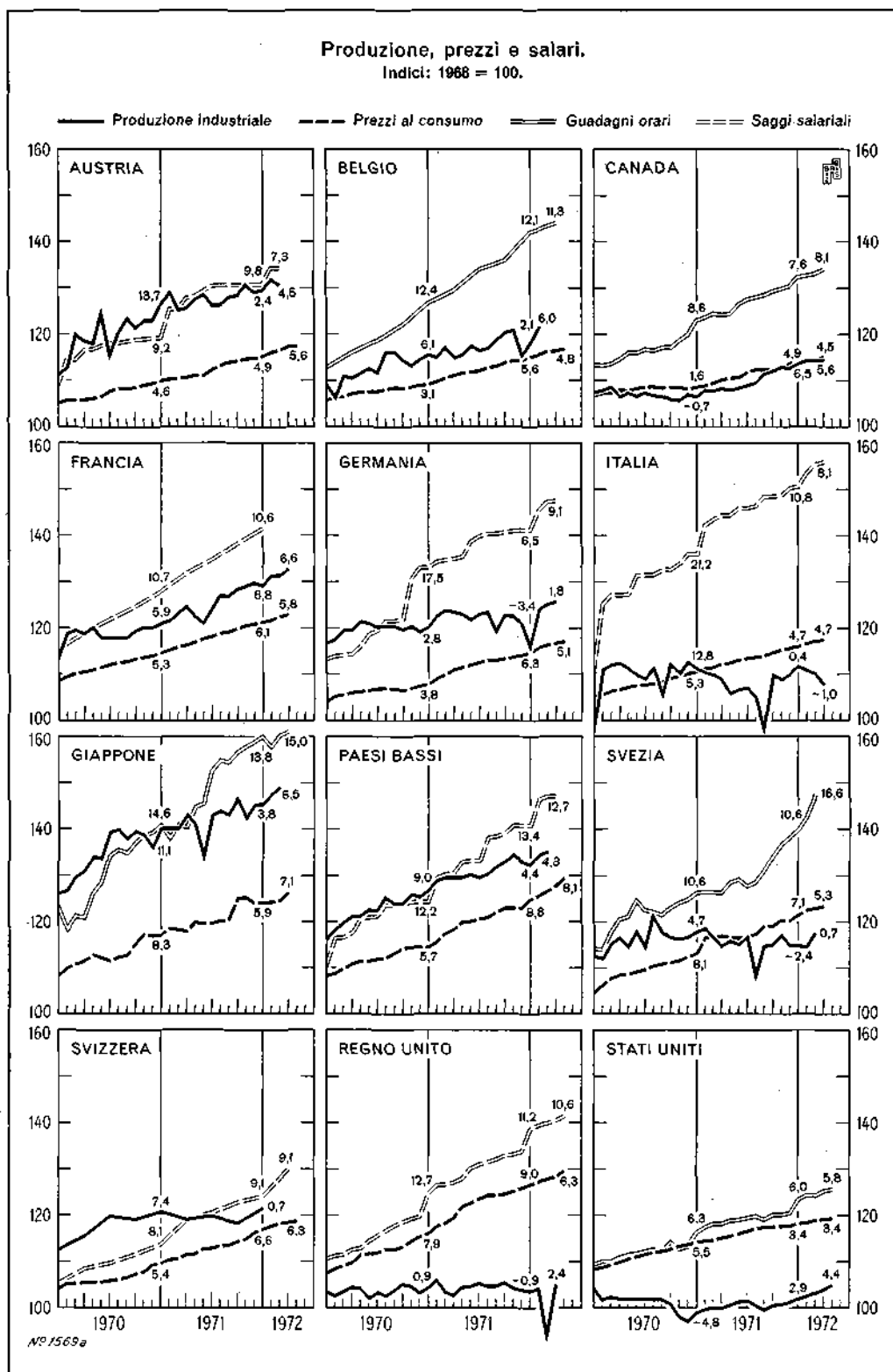
Dato un tale quadro di fondo, all'inizio del 1972 gli indicatori economici non hanno certo offerto un panorama assai roseo. Per quanto riguarda la produzione industriale, essa si è accresciuta ad un ritmo soddisfacente solo in Canada e Francia. Negli Stati Uniti, ed in certa misura in Italia e Svezia, la produzione si è ripresa pur senza che la si possa ancora comparare con i vertici precedentemente raggiunti. Il ritmo di crescita, per quanto continuo, si è molto rallentato rispetto al passato in Giappone, Austria, Belgio e Paesi Bassi e, in questi ultimi due paesi, si è indebolito intorno al volgere dell'anno. Nel Regno Unito ed in Svizzera la produzione industriale si è mantenuta intorno al proprio livello, mentre in Germania una robusta ripresa all'inizio del 1972 ha compensato il lento declino dei mesi precedenti.

Nel frattempo, il problema della disoccupazione è divenuto più ampio: mentre negli Stati Uniti e Canada è notevolmente aumentata nel 1970, e successivamente si è solo di poco attenuata, nell'Europa occidentale essa è affiorata solo gradatamente nel corso del 1971 ed all'inizio del 1972. La situazione di gran lunga più delicata si è determinata nel Regno Unito, dove la disoccupazione ha raggiunto il milione di unità ai primi dell'anno in corso. In un certo numero di paesi la creazione di nuova disoccupazione è stata considerevole e si è accompagnata con guadagni di produttività per unità oraria lavorativa del 5 % e più.

Nel medesimo tempo, e cioè all'inizio del 1972, nella maggior parte dei paesi europei occidentali i salari continuavano peraltro a trovarsi a livelli superiori del 10-15 % circa rispetto a quelli di un anno prima. Solamente la Germania e l'Italia hanno ottenuto un certo successo nel contenere la spirale salariale. Piccole decelerazioni nel saggio degli aumenti salariali sono state avvertite altrove, mentre nei Paesi Bassi ed in Svizzera si è assistito, al contrario, ad una certa accelerazione. Perfino negli Stati Uniti, dove a metà agosto sono stati introdotti controlli su salari e prezzi, è apparso evidente che la domanda salariale inflazionistica avrebbe continuato a costituire un problema di difficile soluzione. Anche in Canada e Giappone la pressione salariale non si è attenuata in misura apprezzabile.

In tale contesto, in alcuni paesi i prezzi al consumo si sono rapidamente elevati nel corso del 1971, perdendo però successivamente parte del primitivo slancio. Hanno fatto eccezione soprattutto Stati Uniti, Giappone e Svezia, dove l'intero periodo ha registrato una continua decelerazione dell'inflazione dei prezzi. Negli Stati Uniti il saggio di incremento dei prezzi al consumo, calcolato per dodici mesi nel marzo 1972, è stato del 3,5 %, mentre in altri paesi esso ha oscillato dal 5 all'8 %. Negli Stati Uniti e Canada i prezzi ingrosso hanno manifestato la tendenza ad un aumento almeno uguale a quello dei prezzi al consumo, mentre altrove sono generalmente o saliti in minor misura oppure diminuiti, in ciò rispecchiando i più bassi prezzi internazionali delle materie prime (ad eccezione principalmente del petrolio) e, in alcuni paesi, i benefici della rivalutazione della moneta.

Per quanto riguarda l'andamento della domanda, il più lento ritmo di sviluppo dell'ultimo biennio si è accompagnato nella più parte dei paesi ad una flessione dell'incremento delle esportazioni e ad un manifesto indebolimento degli investimenti



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

fissi all'interno. Dei principali paesi, solo Regno Unito e Giappone non hanno subito nel 1971 un rallentamento in termini reali dell'espansione delle proprie esportazioni. Negli Stati Uniti il declino delle vendite all'estero a partire dalla scorsa primavera ha contribuito alla crisi del dollaro ed ha agito come una forza frenante sulla ripresa economica. L'espansione delle importazioni in termini reali si è accelerata lo scorso anno negli Stati Uniti, Regno Unito, Canada e Francia, per cui il diffuso cedimento del ritmo di espansione delle esportazioni va collegato soprattutto all'indebolimento della domanda di importazioni nell'Europa continentale ed in Giappone.

Gli investimenti industriali fissi si sono mantenuti ad un basso livello nella maggior parte dei paesi. Mentre in Canada si sono andati riprendendo in modo soddisfacente, negli Stati Uniti l'inversione di tendenza dopo il loro declino nel 1970 si è rivelata debole. Nell'ambito dei paesi europei, flessioni effettive si sono registrate in Italia, Spagna e Svezia, mentre in Finlandia, Germania, Paesi Bassi e Regno Unito le spese per investimenti hanno appena mantenuto il precedente livello. Solamente in Austria, Francia e Norvegia esse hanno segnato un aumento soddisfacente. Le risultanze globali hanno parzialmente rispecchiato le misure restrittive precedentemente assunte — che nell'Europa occidentale sono state portate avanti per buona parte del 1970 e, in alcuni casi, anche nel 1971 — ma sono state altresì influenzate dal restringersi dei margini di profitto in conseguenza dei forti aumenti salariali.

L'edilizia residenziale si è sviluppata in modo molto meno uniforme. Negli Stati Uniti essa ha accelerato il proprio ritmo, sostenuta da ampie facilitazioni creditizie e, analogamente seppur in minor misura, in Canada; nel Regno Unito è nuovamente aumentata dopo due anni di forte rallentamento, mentre il rapido sviluppo assunto in Austria, Germania e Paesi Bassi ha compensato in certo qual modo la caduta delle spese per impianti e attrezzature. D'altro canto, l'edilizia residenziale ha costituito in Italia la componente di gran lunga più debole, ed anche nei paesi scandinavi essa si è ridotta in conseguenza di precedenti misure restrittive e della scarsa domanda non ancora soddisfatta. Anche in Francia e Belgio al settore in discorso è mancata vivacità, mentre in Svizzera le costruzioni a carattere non prioritario sono rimaste assoggettate a controlli diretti.

Una caratteristica dell'ultimo biennio è stata fornita in molti paesi dal languire dei consumi privati. Sebbene in Canada essi si siano ben ripresi lo scorso anno ed in Giappone siano rimasti ad un livello assai elevato, negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nella maggior parte dei paesi continentali la spesa dei consumatori è stata complessivamente debole.

L'alto saggio dei risparmi individuali negli anni recenti ha talvolta costituito motivo di perplessità, dando adito a diverse interpretazioni. Una di queste ha cercato la spiegazione nell'insicurezza dei redditi creata da un saggio più elevato di disoccupazione e dalle più frequenti controversie sindacali nel settore industriale. Altre cause possono essere state il desiderio di disporre in ogni momento di saldi liquidi "reali" nonchè la resistenza opposta dai consumatori agli aumenti dei prezzi. Come pure è possibile che in alcuni paesi il ristagno dell'edilizia residenziale abbia influenzato le spese per i beni durevoli di uso casalingo.

Nel 1971 i consumi pubblici hanno costituito un fattore di stimolo nella maggior parte dei paesi. Nei Paesi Bassi tal genere di spesa è stata peraltro posta sotto controllo,

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 . . . . .	1969	3,3	2,6	0,6	2,5	-10,4	16,9	7,7	6,1
	1970	6,0	2,3	11,6	13,8	- 3,2	18,5	18,6	7,8
	1971	7,2	3,6	12,0	.	.	4,7	6,9	5,2
Belgio . . . . .	1969	5,9	6,5	5,6	7,0	1,2	15,9	15,9	6,7
	1970	3,9	4,5	7,0	8,0	3,5	14,1	9,8	6,1
	1971	3,9	5,1	5,1	.	.	4,8	6,3	4,2
Canada . . . . .	1969	5,6	3,2	4,5	2,7	12,1	8,0	11,2	5,1
	1970	2,0	9,6	1,1	4,2	-10,7	9,9	- 0,1	3,3
	1971	6,1	4,5	6,2	4,0	16,1	5,0	9,8	5,4
Danimarca . . . . .	1969	9,2	7,6	13,0	10,4	25,8	9,3	13,4	6,4
	1970	4,0	6,4	5,2	6,3	0,4	6,8	8,0	3,0
	1971	1,9	6,5	4,2	5,7	- 3,0	4,0	2,0	3,1
Finlandia . . . . .	1969	10,0	4,1	11,7	11,5	12,3	17,6	22,5	10,4
	1970	6,3	6,0	11,9	9,7	19,3	8,5	18,3	8,1
	1971	2,6	4,3	0,9	0,8	1,1	- 1,3	- 0,2	1,2
Francia . . . . .	1969	6,7	4,4	9,9	11,8	8,5	17,9	22,5	7,7
	1970	4,3	3,8	6,8	7,8	6,1	17,0	8,5	6,0
	1971	6,4	3,2	6,0	6,3	3,0	9,2	9,2	5,3
Germania . . . . .	1969	8,0	5,6	12,1	15,7	- 0,2	12,6	16,9	8,0
	1970	6,9	4,3	11,5	13,6	2,9	8,1	15,2	5,4
	1971	5,3	6,1	4,0	3,1	7,7	6,2	9,2	2,8
Giappone . . . . .	1969	9,4	6,4	17,1	25,3	14,7	20,0	14,4	11,9
	1970	7,6	7,0	13,8	7,0	12,0	16,1	20,8	10,5
	1971	7,9	7,4	7,5	8,3	3,8	18,3	3,1	6,1
Italia . . . . .	1969	6,1	3,1	8,1	5,2	14,8	13,6	20,6	5,7
	1970	7,8	1,9	3,4	8,5	- 7,4	6,6	17,5	4,9
	1971	2,6	4,2	- 4,9	- 2,2	-11,8	6,5	0,5	1,4
Norvegia . . . . .	1969	7,8	7,7	- 5,7	- 7,6	3,6	6,9	5,0	5,7
	1970	2,8	0,5	14,7	14,5	15,5	1,4	12,2	3,0
	1971	5,6	3,7	12,1	13,0	8,0	2,9	3,7	4,9
Paesi Bassi . . . . .	1969	4,3	2,2	0,5	1,7	- 4,5	15,7	14,6	5,7
	1970	7,4	5,5	7,2	9,1	- 1,0	13,7	15,0	5,8
	1971	3,4	3,9	2,0	0,4	8,3	9,7	6,3	3,9
Regno Unito . . . . .	1969	0,3	- 1,3	- 0,8	1,3	- 9,4	10,3	3,9	2,0
	1970	2,9	1,2	1,3	3,8	-10,0	4,8	5,6	1,9
	1971	2,5	3,2	0,6	0,1	2,9	5,6	6,3	1,6
Spagna . . . . .	1969	7,0	5,5	12,3	13,0	9,4	13,5	15,8	7,6
	1970	5,0	6,5	5,3	5,6	3,8	21,1	7,5	6,8
	1971	4,2	5,0	- 1,0	.	.	15,7	4,4	4,9
Stati Uniti . . . . .	1969	3,7	- 0,6	2,5	3,0	0,4	6,1	8,1	2,6
	1970	1,4	- 4,0	- 3,7	- 2,7	- 7,6	7,6	3,1	- 0,6
	1971	3,3	0,1	5,2	0,4	25,9	- 0,2	4,8	2,7
Svezia . . . . .	1969	4,2	5,3	4,5	4,9	2,9	12,8	14,2	5,0
	1970	2,2	7,2	3,4	5,2	- 2,6	9,1	9,9	4,9
	1971	- 0,2	4,2	- 2,4	- 1,5	- 5,6	5,2	- 2,4	0,2
Svizzera . . . . .	1969	5,2	2,6	7,0	5,8	11,1	12,9	13,0	6,0
	1970	5,3	2,3	8,0	9,2	4,7	8,6	13,7	4,6
	1971	5,5	3,7	7,9	10,0	1,4	2,9	5,4	4,3



mentre in Svezia la sua decelerazione ha rappresentato un effetto ritardato delle restrizioni di bilancio precedentemente approvate. Negli Stati Uniti i consumi pubblici si sono stabilizzati dopo due anni di declino.

Nella seconda metà del 1971 ed all'inizio del 1972 praticamente tutti i principali paesi hanno adottato politiche fiscali e monetarie di tipo espansionistico. E' pur vero che nella maggior parte dei casi i saggi di utilizzazione del potenziale produttivo sono ancora relativamente bassi, ed è prevedibile che rimangano tali anche nel corso del 1972. Regna inoltre, in generale, un'incertezza circa le prospettive delle esportazioni dopo gli aggiustamenti nei tassi di cambio. Rimane tuttavia il pericolo che si consenta all'espansione di acquistare slancio senza che la spirale prezzi/salari venga sottoposta ad un apprezzabile contenimento.

### **Moneta, credito e mercati dei capitali.**

Potrebbe forse apparire esagerato affermare che, durante lo scorso anno all'incirca, si sia verificata un' "esplosione" monetaria, ma è indubbio il fatto che i saggi di incremento di moneta e credito sono stati insolitamente elevati. Mentre il prodotto nazionale lordo nominale è generalmente cresciuto dell'8-12% circa, lo sviluppo di moneta e quasi moneta è stato più vicino al 12-16%, ed in numerosi paesi assai più forte ancora.

Tre principali fattori contribuiscono alla spiegazione di questo fenomeno. Uno è stato l'effetto di prezzi e salari crescenti nell'aumentare considerevolmente il fabbisogno di moneta e credito. In altri termini, i costi crescenti, dovuti soprattutto alle pressioni salariali, hanno dovuto essere assorbiti al fine di prevenire un più sensibile rallentamento economico. Il secondo fattore è stato la diffusa esigenza delle aziende e degli individui - dopo un lungo periodo di restrizioni monetarie - di migliorare la propria posizione di liquidità. Infine, vi sono stati gli ampi movimenti internazionali di capitali favoriti dalle incertezze sui cambi e finanziati in considerevole misura dall'espansione del credito negli Stati Uniti. Tutti questi fattori hanno dato luogo ad un pesante indebitamento sui mercati finanziari e nei confronti delle banche.

Negli Stati Uniti il più celere sviluppo di moneta e credito si è largamente fondato sui maggiori acquisti di titoli governativi da parte della Riserva federale, passati da \$4,2 miliardi nel 1970 a \$7,5 miliardi nel 1971. Per contro, l'espansione monetaria in altri paesi è stata soprattutto alimentata da ampi afflussi netti di valute estere, compresi nella seguente tabella tra le variazioni delle attività nette sull'estero del sistema bancario.

Alle prese con un grave problema di controllo della liquidità, le autorità monetarie, eccetto che negli Stati Uniti, hanno cercato di affrontarlo in parte mediante misure di intervento sui saggi di cambio e di controllo sui cambi, volte a mantenere negli argini gli afflussi di valuta, ed in parte a mezzo di tecniche tradizionali quali l'aumento delle riserve obbligatorie e le operazioni di mercato aperto. Nella fattispecie, dal momento che le banche commerciali praticamente in tutti i paesi accusavano un peggioramento delle loro posizioni nette a breve sull'estero, i conseguenti afflussi netti di fondi hanno contribuito ad un incremento assai cospicuo della "moneta di riserva" o della base monetaria interna (riserve bancarie più circolazione monetaria). Nel

Sistema bancario: Situazione monetaria.

Paesi	Anni	Variazioni annuali nelle principali					Saggi di variazione di		
		attività			passività		credito in-terno <sup>1</sup>	mo-neta e quasi mo-neta <sup>2</sup>	PNL nomi-nale <sup>2</sup>
		Attività estere nette	Credito interno al settore pubblico	sette-re privato	Moneta	Quasi moneta			
miliardi di unità monetarie nazionali							in per cento		
Austria . . . . .	1969	3,26	3,90	19,74	4,69	16,59	14,1	12,0	9,7
	1970	3,45	3,53	23,65	4,29	20,66	14,4	12,5	12,6
	1971	3,30	4,98	32,59	10,84	23,36	17,5	15,3	11,2
Belgio . . . . .	1969	7,50	28,50	16,20	9,80	29,50	9,7	7,7	10,9
	1970	11,20	21,40	27,00	32,20	12,90	9,6	8,2	11,5
	1971	27,70	19,70	37,50	45,40	31,50	10,3	12,9	10,2
Canada . . . . .	1969	0,07 <sup>5</sup>	- 0,89	2,05	- 0,69	1,41	4,7	2,6	10,0
	1970	1,40 <sup>5</sup>	0,46	1,08	1,66	1,59	6,0	11,6	7,5
	1971	1,04 <sup>5</sup>	- 0,18	4,70	3,96	1,16	16,5	16,4	9,1
Danimarca . . . . .	1969	- 0,61	- 1,00	6,76	3,05	1,96	11,4	10,4	13,3
	1970	0,29	- 1,26	3,87	- 0,33	2,26	4,6	3,6	10,5
	1971	1,17	- 0,55	8,16	2,90	2,53	9,5	9,8	9,8
Finlandia <sup>4</sup> . . . . .	1969	203	- 64	2.096	472	1.478	13,8	13,0	14,2
	1970	341	- 112	2.686	819	1.959	15,4	16,4	11,5
	1971	993 <sup>5</sup>	- 47 <sup>5</sup>	2.588 <sup>5</sup>	691 <sup>5</sup>	1.927 <sup>5</sup>	13,5 <sup>5</sup>	13,8 <sup>5</sup>	9,3
Francia . . . . .	1969	- 9,35	3,51	22,99	0,76	16,84	10,0	6,1	16,2
	1970	13,71	- 1,42	44,12	23,15	22,13	14,5	15,1	12,0
	1971	17,78	1,77	49,57	26,08	33,79	15,2	17,3	11,1
Germania . . . . .	1969	- 2,98	1,59	51,22	5,96	35,70	12,9	10,6	11,7
	1970	14,65	6,97	44,04	8,79	32,71	11,0	9,5	13,2
	1971	12,19	10,16	59,95	13,30	47,98	13,7	12,9	10,7
Giappone . . . . .	1969	802	500	7.336	3.128	4.119	17,0	18,5	16,5
	1970	399	185	8.790	3.077	4.761	16,6	16,9	17,8
	1971	2.341	- 397	13.081	6.334	6.827	20,2	24,3	10,8
Italia . . . . .	1969	- 751	1.182	4.285	3.364	1.104	15,2	12,0	10,2
	1970	299	2.544	4.139	6.873	- 518	16,2	15,3	11,8
	1971	487	2.793	4.448	5.111	2.062	15,1	14,9	8,1
Norvegia . . . . .	1969	- 0,38	1,27	3,17	1,15	2,57	13,0	10,1	9,1
	1970	1,16	2,73	3,03	1,94	4,28	15,0	15,4	15,2
	1971	0,77	1,46	3,97	1,97	3,92	12,3	12,6	11,9
Paesi Bassi . . . . .	1969	0,85	0,26	2,65	1,57	2,18	12,7	11,1	11,7
	1970	2,02	0,23	2,63	2,70	- 0,12	11,1	6,9	10,5
	1971	2,63	- 0,79	3,04	3,91	1,41	7,9	13,3	12,2
Regno Unito <sup>4</sup> . . . . .	1969	808	- 822	524	27	476	- 1,4 <sup>7</sup>	3,1	7,2
	1970	786	- 116	1.126	830	756	4,6 <sup>7</sup>	9,7	9,2
	1971	1.889	- 739	1.600	1.055	1.335	3,7 <sup>7</sup>	13,3	10,7
Spagna . . . . .	1969	- 17,21	16,97	271,02	89,41	178,88	18,2	18,8	11,4
	1970	46,47	23,22	226,73	41,24	214,49	14,4	15,1	12,3
	1971	83,71	28,15	314,54	175,15	292,55	17,2	24,0	13,3
Stati Uniti . . . . .	1969	1,30 <sup>5</sup>	- 5,70	19,30	7,80	- 12,40	3,0	- 1,2	7,5
	1970	- 2,50 <sup>5</sup>	25,50	13,40	8,10	44,60	8,4	13,4	4,8
	1971	- 1,50 <sup>5</sup>	26,70	32,50	15,80	26,50	11,8	9,5	7,5
Svezia . . . . .	1969	- 1,77	2,80	2,24	- 0,64	1,72	9,2	2,1	8,7
	1970	0,67	- 0,43	2,66	1,48	0,94	3,7	4,6	11,3
	1971	1,36	2,41	4,71	1,64	4,26	11,5	10,7	7,3
Svizzera . . . . .	1969	0,57 <sup>6</sup>	1,42	11,45	4,30	11,53	14,6	19,3	9,0
	1970	3,04 <sup>6</sup>	0,33	8,87	4,51	8,85	9,1	13,6	9,8
	1971	4,84 <sup>6</sup>	0,96	8,71	8,08	2,63	8,8	9,6	13,2

<sup>1</sup> Da dicembre a dicembre. <sup>2</sup> Da anno ad anno. <sup>3</sup> Soltanto autorità monetarie. <sup>4</sup> Milioni di unità monetarie nazionali. <sup>5</sup> Da novembre a novembre. <sup>6</sup> Soltanto la Banca Nazionale. <sup>7</sup> Stime.  
Fonte: IMF, International Financial Statistics. Per Belgio, Francia, Germania, Giappone, Spagna e Regno Unito, statistiche nazionali.

contempo, l'altra contropartita della base monetaria — e cioè i crediti sull'interno delle autorità monetarie — si è ridotta oppure non è aumentata. In certa misura, tale riduzione si è ovviamente verificata in modo più o meno automatico, in quanto le banche hanno utilizzato le loro eccedenze di liquidità per migliorare le proprie posizioni nei confronti della banca centrale. Ma, soprattutto per iniziativa delle autorità monetarie, anche i crediti delle banche centrali verso i governi sono diminuiti. Le principali eccezioni sono state rappresentate da Italia e Svezia dove, essendo la domanda globale particolarmente debole, la politica monetaria ha avuto un carattere decisamente espansionistico.

Un problema ulteriore è stato costituito dalla circostanza che, mentre la circolazione monetaria ed i depositi a vista sono fortemente aumentati, la crescita dei depositi a risparmio e vincolati è stata comparativamente modesta. Notevoli eccezioni sono quelle di Belgio, Francia, Germania e Stati Uniti, dove un buon incremento hanno registrato i depositi a risparmio, sui quali i saggi d'interesse erano stati mantenuti relativamente elevati. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti, inoltre, i depositi della specie presso gli istituti non bancari di finanziamento ipotecario si sono notevolmente accresciuti.

Per quanto riguarda il credito bancario al settore privato, i motivi già illustrati hanno fatto sì che nel corso dell'anno le erogazioni aumentassero fortemente. Inoltre, in qualche paese, essendo stati rimossi i limiti massimi imposti sul credito bancario, le richieste di finanziamento prima soddisfatte attraverso altri canali si sono nuovamente dirette verso le banche. Francia, Svezia e Regno Unito hanno offerto un notevole esempio di ciò; in Germania, inoltre, il credito interno concesso dalle banche ha progressivamente preso il posto dell'indebitamento verso l'estero. L'espansione del credito ai consumi ha pure contribuito in misura significativa all'aumento dell'indebitamento del settore privato in Canada, Francia, Germania e soprattutto nel Regno Unito, dove i controlli su siffatto tipo di crediti sono stati aboliti. Inoltre, i finanziamenti all'edilizia residenziale si sono notevolmente accresciuti in Canada, Germania, Regno Unito e Stati Uniti. Infine, in parecchi paesi compresi Canada, Italia, Paesi Bassi e Stati Uniti, le banche hanno messo a disposizione del settore privato una cospicua massa di fondi sottoscrivendo emissioni di titoli.

Relativamente al credito bancario concesso al settore pubblico, la situazione è stata assai diversa da paese a paese. Canada, Giappone, Spagna, Svezia, Regno Unito e Stati Uniti hanno preso concrete misure per rendere meno restrittiva la politica di bilancio. In generale, si può anche dire che il rallentato ritmo dell'economia ha tendenzialmente fatto sì che le entrate delle amministrazioni sia centrali che locali languissero, mentre le spese venivano gonfiate dal crescere di salari e prezzi. D'altro canto, la ricettività del mercato obbligazionario ha messo molti governi in condizione di aumentare considerevolmente la loro raccolta di fondi a lungo termine e di limitare il ricorso all'indebitamento a breve. Mentre però in Canada, Paesi Bassi e Regno Unito ciò si è risolto in una riduzione del credito bancario globale al settore pubblico, una contropartita compensativa — e cioè gli acquisti bancari di titoli pubblici — ha determinato un notevole incremento globale in Belgio, Svezia e Stati Uniti. In Italia un altro ampio aumento del deficit di bilancio è stato principalmente finanziato mediante l'indebitamento a breve verso le banche. In Germania la posizione di tesoreria delle au-

torità pubbliche si è lo scorso anno ulteriormente deteriorata; ma a fronte dell'aumento dei debiti nei confronti del sistema bancario verificatosi nel 1970 e 1971, occorre tener conto dell'accumularsi in ciascuno dei due anni di oltre DM 4 miliardi di depositi delle pubbliche autorità presso la banca centrale, consistenti soprattutto in fondi anticiclici congelati. Anche in Austria, Francia e Svizzera vi è stato un certo incremento globale nel ricorso del governo alle banche commerciali. In Danimarca e Finlandia, per contro, la politica di bilancio è stata ancora improntata a criteri di rigidità, e la posizione del governo verso il sistema bancario ha conseguito un miglioramento netto. In Giappone, dove il deficit del bilancio è salito, le banche di deposito hanno considerevolmente incrementato i loro prestiti al governo, in larga misura sotto forma di acquisti di titoli; una forte diminuzione dell'indebitamento verso la banca centrale è stata conseguita solo grazie ad una considerevole espansione dei prestiti ottenuti dal sistema del risparmio postale.

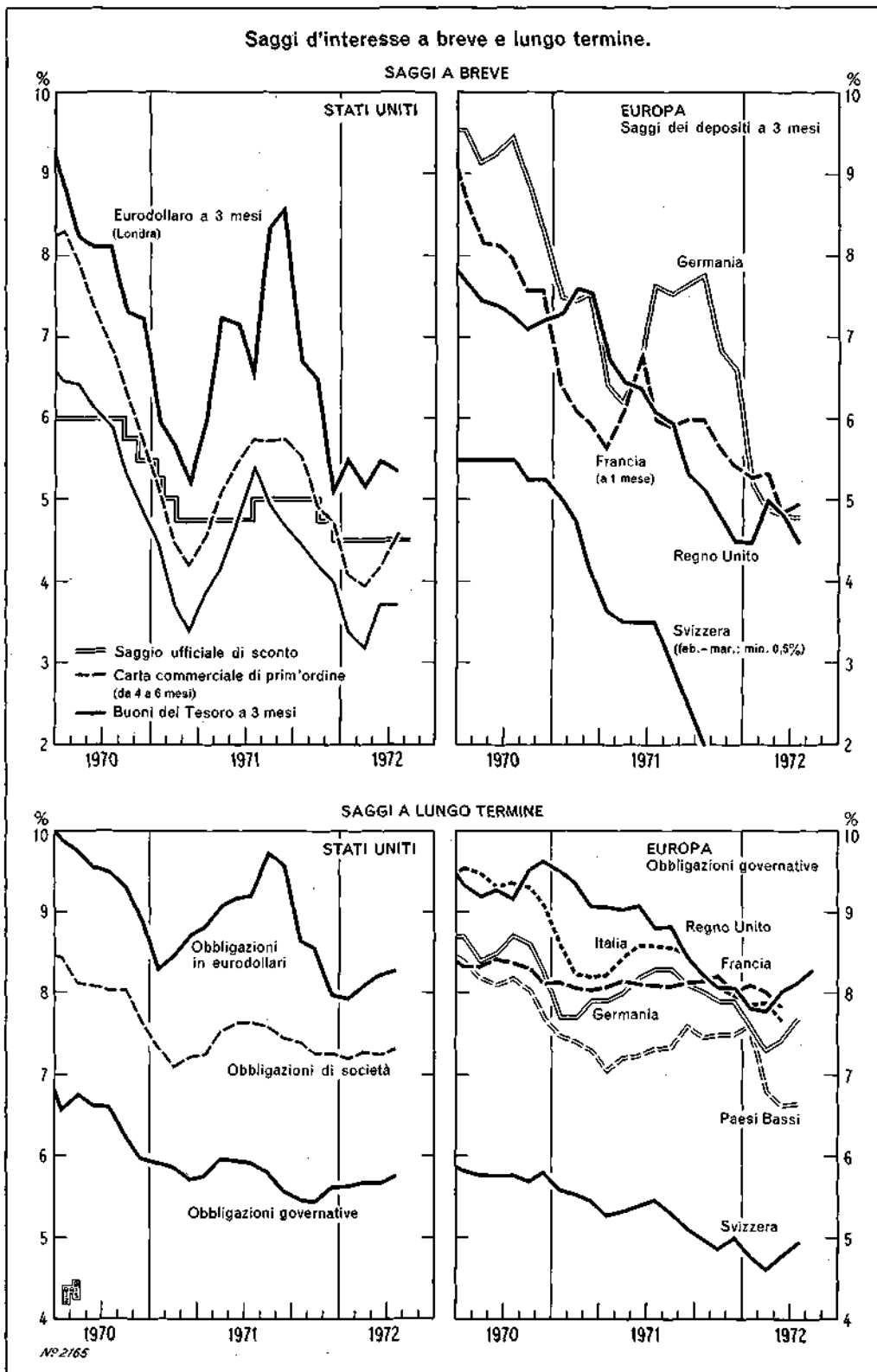
Le condizioni di espansione monetaria si sono generalmente accompagnate, lo scorso anno, ad un "boom" delle emissioni mobiliari sui mercati finanziari interni. Una forte domanda di obbligazioni è venuta dalle banche e dagli altri istituti finanziari che, nella maggior parte dei casi, hanno altresì beneficiato di un flusso di depositi senza precedenti. Anche la domanda estera è stata spesso assai forte, sebbene molti paesi abbiano adottato misure di controllo sui cambi volte a contenere gli acquisti dell'estero. Previsioni di decrescenti saggi di interesse possono aver in qualche modo stimolato gli acquisti del pubblico, ma non sembrano esserne state l'unico motivo.

Negli Stati Uniti, dove le società hanno continuato a ricostituire la propria posizione di liquidità ed a consolidare l'indebitamento a breve, le emissioni obbligazionarie private si sono mantenute quasi allo stesso elevato livello raggiunto nel 1970, mentre quelle azionarie sono salite alle stelle. In alcuni paesi, compresi Danimarca, Germania, Svezia, Svizzera e Regno Unito, le emissioni private di obbligazioni e di azioni sono notevolmente cresciute. In altri paesi queste ultime sono state spesso contenute da una più lenta ripresa dei mercati azionari, ma più che compensate dall'aumento delle emissioni di obbligazioni di società. In Germania e Paesi Bassi è altresì considerevolmente salito il volume delle obbligazioni ipotecarie di nuova emissione.

Data la situazione generale, in molti paesi anche i governi ed il settore pubblico hanno aumentato il loro ricorso all'indebitamento sul mercato obbligazionario, raccogliendo spesso fondi in eccedenza del fabbisogno finanziario corrente. Il ricavo è stato utilizzato per migliorare la posizione di cassa oppure, come in Belgio, per rimborsare i debiti verso l'estero. In Italia, anche per prevenire che entrate di capitali esteri gonfiassero l'abbondante liquidità interna, le industrie a partecipazione statale sono state incoraggiate ad effettuare emissioni all'interno ed a rimborsare l'indebitamento in eurodivise, mentre in Canada i saggi d'interesse a lungo termine sono stati condotti ai più bassi livelli SU sì da invogliare gli operatori nazionali a far maggiore assegnamento sui fondi offerti da mutuantici canadesi.

Negli Stati Uniti la flessione manifestatasi all'inizio del 1971 nei saggi a breve si è rovesciata tra l'inizio della primavera ed il mese di agosto; successivamente, peraltro, i saggi medesimi sono caduti a livelli inferiori a quelli registrati ai primi dell'anno. Altrove la flessione è stata ancor più pronunciata nel corso dell'anno ed i mar-

# Saggi d'interesse a breve e lungo termine.



Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1970.

Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto %	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto %	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto %
<b>Austria</b>		<b>Germania</b>		<b>Regno Unito</b>	
11 settembre 1969 . . . . .	4%	11 settembre 1969 . . . . .	6	27 febbraio 1969 . . . . .	9
22 gennaio 1970 . . . . .	5	9 marzo 1970 . . . . .	7 ½	5 marzo 1970 . . . . .	7 ½
<b>Belgio</b>		16 luglio 1970 . . . . .	7	15 aprile 1970 . . . . .	7
18 settembre 1969 . . . . .	7 ½	18 novembre 1970 . . . . .	6 ½	1° aprile 1971 . . . . .	6
22 ottobre 1970 . . . . .	7	3 dicembre 1970 . . . . .	6	2 settembre 1971 . . . . .	5
10 dicembre 1970 . . . . .	6 ½	1° aprile 1971 . . . . .	5		
25 marzo 1971 . . . . .	6	14 ottobre 1971 . . . . .	4 ½	<b>Spagna</b>	
23 settembre 1971 . . . . .	5 ½	23 dicembre 1971 . . . . .	4	22 luglio 1969 . . . . .	5 ½
6 gennaio 1972 . . . . .	5	25 febbraio 1972 . . . . .	3	23 marzo 1970 . . . . .	6 ½
3 febbraio 1972 . . . . .	4 ½			22 gennaio 1971 . . . . .	6 ½
2 marzo 1972 . . . . .	4	<b>Giappone</b>		5 aprile 1971 . . . . .	6
<b>Canada</b>		1° settembre 1969 . . . . .	6 ½	22 ottobre 1971 . . . . .	5
16 luglio 1969 . . . . .	8	28 ottobre 1970 . . . . .	6		
12 maggio 1970 . . . . .	7 ½	20 gennaio 1971 . . . . .	5 ½	<b>Stati Uniti</b>	
1° giugno 1970 . . . . .	7	8 maggio 1971 . . . . .	5 ½	4 aprile 1969 . . . . .	6
1° settembre 1970 . . . . .	6 ½	28 luglio 1971 . . . . .	5 ½	13 novembre 1970 . . . . .	5 ½
12 novembre 1970 . . . . .	6	29 dicembre 1971 . . . . .	4 ½	4 dicembre 1970 . . . . .	5 ½
15 febbraio 1971 . . . . .	5 ½			8 gennaio 1971 . . . . .	5 ½
24 febbraio 1971 . . . . .	5 ½	<b>Italia</b>		22 gennaio 1971 . . . . .	5
25 ottobre 1971 . . . . .	4 ½	14 agosto 1969 . . . . .	4	19 febbraio 1971 . . . . .	4 ½
<b>Danimarca</b>		9 marzo 1970 . . . . .	5 ½	16 luglio 1971 . . . . .	5
12 maggio 1969 . . . . .	9	5 aprile 1971 . . . . .	5	19 novembre 1971 . . . . .	4 ½
20 gennaio 1971 . . . . .	8	14 ottobre 1971 . . . . .	4 ½	17 dicembre 1971 . . . . .	4 ½
15 aprile 1971 . . . . .	7 ½	7 aprile 1972 . . . . .	4		
10 gennaio 1972 . . . . .	7			<b>Sud Africa</b>	
<b>Finlandia</b>		<b>Paesi Bassi</b>		27 agosto 1968 . . . . .	5 ½
28 aprile 1962 . . . . .	7	4 agosto 1969 . . . . .	6	31 marzo 1971 . . . . .	6 ½
1° giugno 1971 . . . . .	8 ½	5 aprile 1971 . . . . .	5 ½		
1° gennaio 1972 . . . . .	7 ½	15 settembre 1971 . . . . .	5	<b>Svezia</b>	
<b>Francia</b>		6 gennaio 1972 . . . . .	4 ½	11 luglio 1969 . . . . .	7
9 ottobre 1969 . . . . .	8	2 marzo 1972 . . . . .	4	19 marzo 1971 . . . . .	6 ½
27 agosto 1970 . . . . .	7 ½			23 aprile 1971 . . . . .	6
20 ottobre 1970 . . . . .	7	<b>Portogallo</b>		10 settembre 1971 . . . . .	5 ½
8 gennaio 1971 . . . . .	6 ½	1° settembre 1965 . . . . .	3	12 novembre 1971 . . . . .	5
13 maggio 1971 . . . . .	6 ½	25 aprile 1970 . . . . .	3 ½		
28 ottobre 1971 . . . . .	6 ½	6 febbraio 1971 . . . . .	3 ½	<b>Turchia</b>	
13 gennaio 1972 . . . . .	6			1° luglio 1961 . . . . .	7 ½
6 aprile 1972 . . . . .	5 ½			1° settembre 1970 . . . . .	9

gini rispetto agli Stati Uniti si sono ulteriormente ristretti. Agli inizi del 1972, quando il previsto riflusso di fondi verso quel paese non aveva ancora assunto ampie proporzioni, la tendenza al denaro più a buon mercato è continuata, particolarmente in Germania, mentre in Svizzera l'offerta di fondi era talmente sovrabbondante che il saggio a tre mesi sui depositi interbancari è rimasto per un certo tempo al livello dello 0,5 % circa.

I saggi d'interesse a lungo termine hanno generalmente continuato a diminuire durante l'intero anno. La flessione è stata però considerevole solo nel Regno Unito ed in Italia, dove essi erano stati particolarmente elevati, ed in Svizzera, in cui l'afflusso di fondi è stato particolarmente cospicuo. In linea generale, si è manifestata la

tendenza dei saggi a lungo termine a convergere su livelli assai elevati in rapporto a quelli a breve. Nonostante la flessione di questi ultimi, all'inizio del 1972 i saggi a lungo hanno dimostrato di volersi stabilizzare negli Stati Uniti mentre in Europa essi hanno continuato a scendere sino a primavera per poi risalire nuovamente.

Sul mercato finanziario internazionale, le emissioni obbligazionarie globali estere ed internazionali ("Euro") sono notevolmente aumentate, passando da \$4,8 a 6,5 miliardi tra il 1970 e il 1971. Relativamente alle emissioni estere convenzionali sui singoli mercati, l'aumento da \$2 a 2,8 miliardi va quasi interamente ascrivito alle maggiori emissioni in Europa, specialmente in Svizzera, ed ha rispecchiato un aumento geograficamente indiscriminato della domanda di capitali, con le sole notevoli eccezioni di Canada e Giappone. Le emissioni internazionali sono salite da \$2,8 a 3,7 miliardi; quelle collocate dai mutuatari europei hanno coperto quasi metà del totale e quelle delle società SU più di un quarto. In parte rispecchiando considerazioni monetarie, l'attività di emissione è stata vivace nel primo trimestre 1971, ma è poi considerevolmente caduta per tornare ancora a livelli più normali nell'ultimo trimestre e all'inizio del 1972. Per l'intero 1971, le emissioni in dollari SU e marchi tedeschi si sono rispettivamente ragguagliate a circa tre quinti e a quasi un quarto del totale, e cioè alle stesse proporzioni del 1970 all'incirca. I rendimenti delle emissioni obbligazionarie internazionali in dollari dopo essere cresciute dall'8,25 % del gennaio 1971 al culmine, connesso alla crisi di agosto, del 9,75 %, sono successivamente discesi all'8 %. Quelli delle obbligazioni in DM hanno oscillato intorno all'8 % nel 1971, ma sono poi scesi sensibilmente sino al 7 % all'inizio della primavera del 1972. Entrambi i rendimenti, quelli cioè delle emissioni in dollari e DM, si sono successivamente alquanto consolidati.

### **Sviluppi e politiche nei singoli paesi.**

*Stati Uniti.* Il programma annunciato il 15 agosto dal Presidente Nixon divide il 1971 tra la storia del "prima" e quella del "poi". Le misure rese note quel giorno volevano affrontare il dilemma di conseguire la ripresa economica in una situazione di persistente aumento di prezzi e salari. Come appare dall'imposizione della sovrattassa del 10 % sulle importazioni, persino le misure esterne dimostravano la preoccupazione per l'impatto della bilancia dei pagamenti sull'economia nazionale.

Questa preoccupazione era andata aumentando da un po' di tempo. Sebbene nel primo trimestre 1971 la produzione si fosse ripresa dopo lo sciopero dell'autunno alla General Motors, la debolezza di fondo della domanda divenne presto manifesta. L'unico settore in espansione era l'edilizia residenziale, la quale beneficiava di saggi di interesse alquanto più bassi e di un'abbondante offerta di fondi ipotecari. I consumatori dimostravano di mancar di fiducia nelle prospettive dell'economia; le loro spese, che secondo le previsioni avrebbero dovuto riprendersi vigorosamente, aumentarono assai lentamente dopo il mese di marzo, ed il rapporto dei risparmi rispetto al reddito personale disponibile rimase elevato, ad oltre l'8 %. Gli investimenti fissi commerciali erano stazionari in termini reali, mentre l'accumulazione delle scorte, aumentata nel 1970, manifestò un lieve decremento in luogo dell'incremento che normalmente si accompagna alla ripresa congiunturale. Gli acquisti del Governo federale di beni e

servizi non militari si svilupparono, ma non abbastanza per compensare i tagli apportati al bilancio della difesa e al programma aerospaziale. Il maggiore deficit del settore federale di \$ 23,1 miliardi registrato sulla base dei conti nazionali nell'anno civile 1971, rispetto ai \$ 13,6 miliardi del 1970, era pertanto dovuto ai più elevati pagamenti per trasferimenti e ad una contrazione nelle entrate fiscali accompagnata alla ridotta attività economica. Inoltre, il saldo commerciale deteriorò notevolmente facendo registrare disavanzi a partire dalla primavera.

Il risultato fu che il prodotto nazionale lordo reale manifestò soltanto un modesto aumento durante la primavera e l'estate, venendo a trovarsi nel terzo trimestre del 1971 ad un livello di solo il 2,4% superiore rispetto a quello di un anno prima. Il margine di risorse non impiegate dall'economia rimaneva considerevole, con una disoccupazione al livello costante del 6%. Nonostante ciò, i sindacati continuavano a chiedere considerevoli aumenti salariali, ed i nuovi contratti collettivi stabilirono per il primo anno di applicazione aumenti aggirantisi in media su quasi il 12%. L'indice dei prezzi al dettaglio rallentò la propria ascesa nei primi otto mesi del 1971, ma i prezzi ingrosso aumentarono ad un saggio annuo del 5% circa.

Poiché la spirale salari/prezzi continuava a svilupparsi, unitamente alla rapida espansione della quantità di moneta, le autorità cominciarono a preoccuparsi per il risorgere di una psicosi inflazionistica. Pur non desiderando mettere in pericolo la ripresa della produzione, esse avvertivano una certa necessità di misure restrittive, soprattutto in considerazione del flusso di dollari verso l'estero. Inoltre, l'aumento del volume globale del credito era bruscamente accelerato, rispecchiando tanto le nuove massicce emissioni di valori mobiliari quanto altresì il fenomeno della "reintermediazione", cioè il fatto che il settore non bancario privato stava convertendo le proprie attività finanziarie da strumenti del mercato in depositi vincolati ed a risparmio. Come appare dalla tabella seguente, quest'ultimo fenomeno — iniziato su vasta scala nel secondo semestre del 1970, quando i depositi vincolati offrirono nuovamente un rendimento concorrenziale rispetto a quello dei titoli del mercato monetario — continuò a manifestarsi con vigore nel primo semestre del 1971.

A partire dall'aprile 1971 furono presi provvedimenti al fine di ottenere un certo consolidamento del mercato monetario. Il rendimento sui buoni del Tesoro a tre mesi crebbe da un minimo del 3,3% in marzo al 5,4% in luglio, quando il saggio ufficiale di sconto venne elevato al 5%. Si inasprirono altresì i rendimenti a lungo termine, influenzati dalle nuove cospicue emissioni di titoli da parte delle società e delle autorità statali e locali. La quantità di moneta (circolazione più depositi a vista), che nel secondo trimestre del 1971 si era accresciuta ad un saggio annuo del 10%, rallentò notevolmente la propria espansione nei mesi successivi.

Il principale significato per la politica interna del programma di ferragosto risiede nel nuovo tipo di approccio al controllo dei redditi e dei prezzi. Mentre in precedenza erano state prese alcune misure — fra cui in particolare l'introduzione nel marzo 1971 di salari indicativi per l'industria delle costruzioni — i nuovi provvedimenti furono di gran lunga più completi. I prezzi ed i redditi vennero congelati per novanta giorni, e fu costituita una Commissione per il costo della vita con il compito di occuparsi in modo più continuativo della politica dei redditi. Successivamente, per curare determinati aspetti di tale politica, sono stati creati altri organismi fra i quali partico-



Stati Uniti: Totale dei fondi netti attinti sui mercati creditizio ed azionario.

Strumento creditizio o settore	1968	1969	1970 <sup>1</sup>		1971 <sup>1</sup>	
			1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
			miliardi di dollari			
<b>Domanda di fondi:</b>						
Titoli del governo SU . . . . .	13,4	— 3,6	9,5	16,1	22,5	28,6
Azioni delle imprese . . . . .	— 0,7	4,8	6,0	7,6	12,3	14,8
Obbligazioni di società ed estere . . . . .	14,0	13,1	18,7	23,5	24,6	14,8
Titoli di autorità statali e locali . . . . .	9,6	8,1	9,6	14,1	21,0	16,2
Ipoteche . . . . .	27,3	27,9	21,8	29,8	38,4	52,0
Credito al consumo . . . . .	11,1	9,3	5,5	3,2	6,6	14,2
Prestiti bancari . . . . .	13,4	15,7	8,3	— 2,9	8,8	14,5
Altre domande . . . . .	8,9	15,1	13,1	11,2	9,0	3,8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>
<b>Forniti direttamente da:</b>						
Governo federale . . . . .	4,7	2,7	4,2	4,6	2,4	2,0
Sistema bancario . . . . .	43,2	16,4	16,5	57,0	57,2	55,5
Altri intermediari finanziari . . . . .	34,2	30,1	33,8	43,9	76,6	60,8
Settore privato non finanziario <sup>2</sup> . . . . .	12,3	39,8	29,5	— 15,2	— 21,7	12,7
Estero . . . . .	2,5	1,3	9,5	12,3	28,8	28,0
<b>Totale . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>
<b>Origine dei fondi:</b>						
Moneta (M <sub>1</sub> ) . . . . .	14,8	7,1	4,5	7,8	19,3	7,9
Depositi vincolati ed a risparmio . . . . .	33,7	— 2,4	29,5	60,4	90,4	68,4
Altri crediti finanziari . . . . .	48,4	65,7	58,5	14,4	33,5	82,6
<b>Totale . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>

<sup>1</sup> Saggi annuali rettificati. <sup>2</sup> Compresa autorità statali e locali.

lare importanza assumono la Commissione delle paghe e quella dei prezzi, nonché il Comitato degli interessi e dividendi.

Nel corso del mese di novembre ciascuno di questi organismi ha emanato proprie direttive: il limite generale sugli aumenti salariali annui è stato fissato al 5,5% (nonostante l'opposizione dei rappresentanti sindacali), quello relativo ai prezzi è stato stabilito nel 2,5% ed il massimo dividendo pagabile dalle società nel 1972 è stato ragguagliato al 4% in più rispetto al più elevato dividendo attribuito nell'ultimo triennio. Esenzioni dai controlli sono state annunciate per i prezzi dei prodotti agricoli, delle esportazioni e dei noli internazionali, nonché, nel gennaio 1972, per i salari dei lavoratori meno retribuiti, costituenti circa il 15% delle forze di lavoro.

Il blocco di tre mesi è stato manifestamente efficace nel ritardare gli aumenti di salari e prezzi, ma la prova effettiva della validità della nuova politica sarà data dalla sua capacità o meno di fermare la spirale inflazionistica nel più lungo periodo. La Commissione delle paghe è stata costretta in gennaio e febbraio ad autorizzare un certo numero di aumenti retributivi molto superiori al 5,5%, mentre sono state altresì espresse preoccupazioni in merito al sensibile aumento, parzialmente giustificato da fattori stagionali, dei prezzi di prodotti agricoli esenti da controllo. In ogni caso, i prezzi al consumo sono saliti più lentamente da agosto 1971 a marzo 1972 che non

nei sette mesi precedenti, e l'Amministrazione era fiduciosa che, superata la fase degli aggiustamenti successivi al blocco, il saggio annuo di inflazione si sarebbe ulteriormente e considerevolmente ridotto nei mesi a venire.

L'aspetto delle misure di agosto relative al bilancio ha confermato l'impronta espansiva della politica fiscale, senza peraltro incrementarla nel breve periodo in misura apprezzabile. Le riduzioni dell'imposta sul reddito, l'abolizione dell'imposta di consumo del 7% sulle autovetture e l'introduzione di nuovi crediti d'imposta per gli investimenti in impianti industriali sono state bilanciate da tagli apportati alle spese governative.

Per la politica monetaria, l'attacco diretto all'inflazione dei costi ha significato l'alleggerimento da un compito che male le si adattava e le autorità in questo settore hanno potuto gradualmente tornare a direttive più permissive. In ciò esse sono state favorite dal fatto che il mercato, dal complesso di provvedimenti di agosto, si attende una più rapida ripresa della produzione e la flessione dell'inflazione. I saggi d'interesse si sono volti al ribasso; a fine ottobre il saggio dei buoni del Tesoro era caduto al 4,4% ed il rendimento delle obbligazioni societarie al 7,8%. Successivamente i saggi a lungo termine si sono stabilizzati, mentre quelli a breve hanno continuato a diminuire. Il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato a novembre, ed ancora a dicembre, sino al 4,5%. A metà febbraio 1972 il rendimento dei buoni del Tesoro era sceso a quasi il 3% ed il saggio per i crediti di prim'ordine concessi da alcune principali banche era pari al 4,5%. Inoltre, le riserve libere nette delle banche erano tornate positive, mentre l'offerta di moneta nel primo trimestre 1972 è aumentata ad un saggio annuo del 10% circa.

Peraltro, rimanendo vivace la domanda di credito e permanendo la debolezza del dollaro sui mercati valutari, le autorità hanno deciso di attenuare alquanto lo stimolo impresso dalla politica monetaria. I saggi a breve hanno preso a salire in marzo, ed a metà aprile i buoni del Tesoro a tre mesi rendevano circa il 3,8% mentre il saggio bancario per i crediti di prim'ordine era aumentato fino al 5,25%.

Mentre la politica monetaria ha pertanto seguito una linea variabile, l'espansione del credito nel corso del 1971 è stata rapida. Il volume globale di \$150 miliardi raccolti sui mercati si è rivelato del 50% superiore rispetto a quello di qualsiasi anno precedente, e ciò nonostante i modesti risultati dell'attività economica. Le società e le autorità municipali si sono impegnate nel consolidare i debiti e nel rafforzare le loro posizioni di liquidità, ivi incluse quelle possedute dalle società all'estero che sono state in gran fretta costituite in previsione della svalutazione del dollaro. Tutto ciò è visibile nella tabella di pagina 53, dove il settore delle aziende compare con una "inesplicabile" accumulazione di attività liquide ammontante a \$12,5 miliardi nel 1971.

La fase ascendente della congiuntura si è manifestata da novembre in avanti, pur avendo acquistato slancio soltanto a partire dalla primavera del 1972. Mentre l'occupazione è aumentata piuttosto sensibilmente, la disoccupazione ha mostrato solo un modesto decremento, aggirandosi nel primo trimestre dell'anno appena sopra al 5,8% delle forze di lavoro. Le inchieste aziendali hanno indicato la previsione che gli investimenti industriali dovrebbero riprendere con forza nel successivo corso dell'anno; l'incremento dei profitti societari nel primo trimestre è stato comunque incoraggiante.

Stati Uniti: Risparmio, investimento e variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Famiglie	Aziende	Autorità statali e locali	Governo federale	Settore bancario	Intermediari finanziari non bancari	Resto del mondo*
		miliardi di dollari						
Risparmio lordo . . . . .	1969	147,0	78,9	— 4,5	5,8	3,5	— 0,2	
	1970	163,5	82,0	— 6,0	— 16,0	3,5	1,5	
	1971	183,1	93,3	— 4,0	— 26,2	3,6	2,9	
Spese in conto capitale (—).	1969	— 116,7	— 109,2			— 1,0	— 0,8	
	1970	— 112,9	— 109,1			— 1,1	— 0,9	
	1971	— 130,6	— 118,9			— 0,6	— 1,0	
Avanzo o disavanzo (—) finanziario . . . . .	1969	30,3	— 30,3	— 4,5	5,8	2,5	— 1,0	0,9
	1970	50,6	— 27,1	— 6,0	— 16,0	2,4	0,6	0,4
	1971	52,5	— 25,6	— 4,0	— 26,2	2,8	1,9	2,7
<i>Variazioni corrispondenti nelle</i>								
Attività finanziarie . . . . .	1969	55,2	29,6	2,7	12,2	23,5	48,4	10,3
	1970	70,6	21,2	6,5	11,4	40,5	51,4	5,2
	1971	95,7	23,4	13,4	7,7	60,7	76,4	21,7
Passività finanziarie (—) . . . . .	1969	— 30,7	— 65,3	— 9,0	— 6,8	— 21,7	— 50,5	— 6,6
	1970	— 20,6	— 50,1	— 12,7	— 26,6	— 38,5	— 51,7	— 4,5
	1971	— 43,1	— 61,5	— 19,3	— 33,4	— 59,0	— 73,3	— 8,3
Discordanze . . . . .	1969	5,8	5,4	1,8	0,4	0,7	1,1	2,8
	1970	0,6	1,8	0,2	— 0,8	0,4	0,9	1,1
	1971	— 0,1	12,5	1,9	— 0,5	1,1	— 1,2	— 10,7

\* Una cifra negativa indica un aumento dei crediti SU (o una diminuzione delle passività SU) nei confronti del resto del mondo.

Ci si attende altresì che una costante spinta all'espansione sia fornita dal bilancio federale. Sulla base dei conti nazionali, le stime di bilancio presentate in gennaio hanno indicato un deficit riveduto di \$35 miliardi per l'anno fiscale che termina a giugno 1972 (rispetto a \$18,4 miliardi per l'anno fiscale 1971), ed un disavanzo di \$28 miliardi per il 1972-73. I saldi di bilancio corrispondenti ad una situazione di pieno impiego erano stati calcolati in un deficit di \$8 miliardi per il 1971-72 ed in un lieve avanzo per il 1972-73. Inoltre, le previsioni ufficiali sono state di un aumento del PNL nel 1972 del 9,4% in termini monetari e del 6% in termini reali. Le previsioni di privati sono state un po' meno ottimistiche, ma tutto lascia pensare che il 1972 sarà un anno di buona ripresa.

*Canada.* Atteso il corso espansionistico impresso alle politiche fiscali e monetaria dall'inizio del 1970 in avanti, il Canada ha usufruito lo scorso anno di uno sviluppo assai vigoroso. Come negli Stati Uniti, l'edilizia residenziale ha conosciuto una forte espansione mentre, contrariamente al grande paese vicino, anche i consumi, le spese del governo e le esportazioni sono considerevolmente aumentati. Nel corso del 1971 il prodotto nazionale lordo in termini reali si è accresciuto al saggio del 6%, e cioè in misura superiore alla media di lungo periodo. Tuttavia, dati i sensibili guadagni di produttività e il forte incremento delle forze di lavoro, la disoccupazione, calcolata su base rettificata, è stata lenta a decrescere, scendendo dal massimo del 6,9%, rag-

giunto in estate, al 6,2 % all'inizio del 1972. Nel medesimo tempo, i prezzi al consumo sono nel 1971 sensibilmente saliti, a causa in parte dei più alti prezzi dei generi alimentari ed in parte della ricostituzione dei margini di profitto in concomitanza con il rafforzamento della domanda. Inoltre, i salari sono andati rapidamente aumentando, avendo gli accordi salariali dell'industria manifatturiera, negoziati nell'ultimo trimestre del 1971, previsto aumenti medi del 9,8%.

Una serie di misure di tipo espansivo è stata adottata dapprima in un bilancio suppletivo nel dicembre 1970, quindi nel bilancio 1971-72 (presentato a giugno), e poi ancora in un ulteriore bilancio suppletivo dell'ottobre 1971. Questi provvedimenti hanno comportato riduzioni delle imposte sui redditi delle persone e delle società, più elevate quote di ammortamento detraibili, nuovi programmi di lavori pubblici, maggiori fondi per l'edilizia residenziale e più elevati sussidi di disoccupazione. Di conseguenza, il bilancio è passato in due anni da un avanzo di \$605 milioni nell'anno civile 1969 a un deficit di \$690 milioni nel 1971. Inoltre, poichè nel 1971 il governo ha accelerato i suoi prestiti ed anticipazioni ed ha nuovamente finanziato un aumento (più modesto del 1970) dei suoi averi in valuta estera, il fabbisogno globale di fondi è salito a \$2.160 milioni, rispetto a \$1.905 milioni nel 1970 e alla cifra negativa di \$395 milioni nel 1969. Nella fattispecie, il suo indebitamento totale, soprattutto a mezzo di vendite di buoni fruttiferi, si è ragguagliato a \$2.985 milioni, avendo utilizzata la differenza per arricchire i propri saldi di cassa.

Canada: Totale dei fondi netti attinti sui mercati creditizio ed azionario.

Voci	1969	1970	1971
milioni di dollari canadesi			
<b>Domanda di fondi:</b>			
Aziende non finanziarie . . . . .	3.790	2.875	5.010
Consumatori . . . . .	1.265	670	1.310
Prenditori di prestiti ipotecari . . . . .	1.610	1.460	2.355
Province e municipalità . . . . .	2.360	2.615	3.100
Governo federale . . . . .	280	1.995	2.985
<b>Totale . . . . .</b>	<b>9.305</b>	<b>9.615</b>	<b>14.760</b>
<b>Forniti da:</b>			
Istituti finanziari nazionali			
Prestiti . . . . .	4.360	2.375	5.910
Acquisti di titoli <sup>1</sup> . . . . .	870	3.510	4.375
Indebitamento diretto verso il pubblico . . . . .	1.775	2.470	3.615
Indebitamento verso non residenti <sup>2</sup> . . . . .	2.300	1.260	860
<b>Totale . . . . .</b>	<b>9.305</b>	<b>9.615</b>	<b>14.760</b>

<sup>1</sup> Inclusi gli acquisti di titoli governativi da parte della Bank of Canada.

<sup>2</sup> Inclusi sia i titoli in valuta estera e dollari canadesi acquistati da non residenti che gli investimenti diretti dall'estero.

Poichè anche la domanda di credito proveniente da tutti gli altri settori manifestava un ampio incremento, il volume globale dei crediti netti raccolti si è ragguagliato a quasi \$14,8 miliardi, pari per l'anno ad un aumento di oltre il 50%. Questa espansione, sebbene relativamente comparabile con quella degli Stati Uniti, ha avuto luogo sullo sfondo di un aumento delle riserve ufficiali e di un forte incremento nel

prodotto nazionale lordo reale. Dal lato dell'offerta, l'indebitamento verso non residenti ha rivelato un'ulteriore significativa flessione, e ciò in linea con gli obiettivi di politica economica, mentre i flussi creditizi attraverso le banche, gli istituti finanziari non bancari ed i mercati sono considerevolmente aumentati di volume; in conclusione, la quota del totale dei crediti fornita da fonti interne è cresciuta al 94%, rispetto all'87 e al 75% rispettivamente del 1970 e 1969.

Il problema della disoccupazione e considerazioni inerenti ai saggi di cambio hanno indotto le autorità monetarie a stimolare ulteriormente l'economia nel corso del 1971. Il saggio ufficiale, che già era stato ridotto dall'8 al 6% nel 1970, è stato ulteriormente diminuito in tre volte al 4,75% dell'ottobre 1971. Le attività e passività delle banche commerciali sono cresciute del 19% durante il 1971, essendo saliti i loro prestiti ipotecari all'edilizia residenziale di quasi tre quinti. I crediti al settore commerciale, i quali erano cresciuti soltanto del 3% nel 1970, sono aumentati di quasi il 25%. Peraltro, in considerazione del rapido sviluppo degli aggregati monetari, le autorità hanno tentato dopo la metà dell'anno di esercitare una certa influenza moderatrice, e il coefficiente di liquidità delle banche — che era aumentato dal 27% nel dicembre 1969 al 31% nel gennaio 1971 — è diminuito al 29% alla fine dell'anno.

Le emissioni nette di valori mobiliari (compresi i titoli a risparmio canadesi) sono salite a \$8,2 miliardi, e cioè di oltre un quarto più che nel 1970 e di quasi due terzi in più che nel 1969. Rispetto a due anni prima, sono mutate le componenti attive e passive dell'attività creditizia. Le emissioni in valuta estera sono cadute da \$1,7 a 0,4 miliardi mentre quelle in dollari canadesi sono balzate da \$3,3 a 7,8 miliardi; il che registra un notevole successo degli sforzi compiuti dalle autorità per spostare il ricorso al credito dal mercato estero a quello interno. Quasi tutto l'incremento dal 1969 va attribuito al settore governativo, mentre l'indebitamento sul mercato del settore societario ha manifestato solo un minor aumento.

Le relazioni dei saggi di interesse con quelli degli Stati Uniti sono mutate in misura significativa durante l'ultimo biennio. I saggi a breve canadesi, dopo aver toccato un minimo ad aprile 1971, sono cresciuti, pur rimanendone al di sotto, insieme a quelli degli Stati Uniti sino ad agosto. Essi hanno mostrato un relativo rialzo nelle settimane successive, ma dopo la riduzione del saggio ufficiale a fine ottobre hanno manifestato la tendenza ad allinearsi con quelli degli Stati Uniti, dove andava profilandosi una nuova flessione. Per quanto riguarda i saggi a lungo termine, i margini in favore del Canada si sono ristretti o sono scomparsi all'inizio del 1971, e la nuova correlazione ha continuato a manifestarsi anche dopo. Queste variazioni nei corrispondenti saggi di interesse hanno indotto le autorità a rallentare l'afflusso di capitali ed a contenere l'apprezzamento del dollaro canadese.

La politica fiscale rimarrà moderatamente espansionistica. Il bilancio 1972-73, presentato a maggio 1972, prevede un leggero aumento delle pensioni, maggiori quote di esenzione sugli ammortamenti e, dal 1973, una riduzione dell'imposta sul reddito delle società. Con un aumento congiunturale delle entrate, si stima che il deficit del bilancio dovrebbe assottigliarsi da \$600 a 450 milioni.

*Giappone.* Mentre nella maggior parte dei sistemi economici uno sviluppo annuale del 6,1% sarebbe molto soddisfacente, se non addirittura invidiabile, per il Giap-

pone nel 1971 un tale saggio ha significato una caduta del ciclo, avendo il ritmo espansivo dimezzato la propria velocità. Nell'ambito di un aumento di solo il 7,5 % degli investimenti fissi globali - rispetto ad una media di più lungo periodo pari a circa il doppio - gli investimenti privati in attrezzature hanno registrato una crescita relativamente modesta, mentre l'arricchimento delle scorte è stato pari soltanto alla metà di quello usuale. Comunque, lo sviluppo dei consumi privati, pari al 7,9 %, non è molto mutato, ed il volume delle esportazioni di beni e servizi ha continuato nella sua fenomenale espansione, facendo segnare un ulteriore incremento del 18,3 %. Per contro, le importazioni sono salite soltanto del 3 %.

Il rallentamento del 1971 è degno di nota in quanto è risultato più da forze endogene del ciclo seguito dagli investimenti che da politiche deliberatamente restrittive, e ciò nonostante gli sforzi che sono stati compiuti per porre sotto controllo il ritmo dell'inflazione. A fine 1971 i salari erano superiori del 13,8 % rispetto ad un anno indietro, aumento questo che è il minore registrato dal 1967. Anche i prezzi al consumo sono saliti, appena meno rapidamente, mentre quelli ingrosso sono risultati effettivamente alquanto più contenuti. L'aumento del deflatore del PNL, pari al 4,4 %, si è mantenuto vicino alla media di più lungo periodo.

L'attività economica ha risposto solo lentamente al progressivo attenuarsi delle misure di restrizione dall'ottobre 1970 in avanti. Il bilancio per il 1971-72 è stato all'inizio relativamente espansionistico, e in giugno ed ancora in ottobre - soprattutto a mezzo di investimenti pubblici - si è cercato di stimolare ulteriormente l'attività; le emissioni di obbligazioni governative, per l'anno finanziario terminato a marzo dell'anno corrente, si sono così ragguagliate a yen 1.220 miliardi, e cioè a quasi tre volte le stime iniziali. Non di meno, lo sviluppo economico è rimasto di gran lunga inferiore al 10 % inizialmente previsto. Sebbene l'adeguamento congiunturale delle scorte sembrasse completato nell'autunno del 1971 e le previsioni relative agli investimenti fissi fossero apparse nuovamente più favorevoli, la fluttuazione dello yen e le relative incertezze determinarono una certa preoccupazione nel mondo degli affari. E la stessa rivalutazione, lasciando prevedere un indebolimento della domanda globale, ha gettato un'ombra sopra le speranze di ripresa. Al momento, tuttavia, il costante rafforzamento dell'avanzo commerciale è divenuto un problema imbarazzante, facendo sorgere interrogativi sulla velocità con cui la domanda interna deve progredire al fine di ridurre il sovrabbondante saldo attivo dei conti con l'estero.

Pertanto, nel bilancio per l'anno che scadrà a marzo 1973, i programmi di spesa sono stati di nuovo considerevolmente incrementati, prevedendo a fronte di essi vendite di obbligazioni per yen 1.950 miliardi. Date le aspettative e le speranze di una ridotta espansione delle esportazioni, ed attesa la previsione di uno sviluppo soltanto modesto degli investimenti privati in attrezzature, una volta colmato l'attuale fabbisogno, è stata colta l'opportunità di programmare - rispondendo ad una necessità molto sentita - un'accelerazione delle spese per le infrastrutture sociali e per il pubblico benessere, obiettivi questi che dovranno essere mantenuti con carattere di priorità negli anni successivi. Tali misure richiedono peraltro tempo per produrre gli effetti desiderati, e difatti nei primi mesi del 1972 non vi sono stati che pochi sintomi di una ben definita accelerazione dell'attività economica; occorrerà probabilmente attendere il terzo trimestre affinché la ripresa acquisti carattere più stabile, ed allora

il periodo di stasi avrà ormai avuto una durata di quasi due anni. Il Giappone non sarà stato comunque il solo paese a sperimentare un ristagno economico così prolungato.

Il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto cinque volte fra l'ottobre 1970 e la fine del 1971, per un totale di un punto e mezzo, sino al 4,75 %. Il saggio di favore per i finanziamenti alle esportazioni è stato eliminato in agosto. Questi provvedimenti erano compatibili con la necessità di incentivare l'attività interna e di ridurre l'avanzo dei conti con l'estero. Da un massimo dell'8,5 % nel 1970, il saggio sui prestiti a vista è sceso ad un minimo del 5 % a gennaio 1972.

L'enorme avanzo dei conti con l'estero va direttamente collegato con quasi un quinto dell'aumento del 30 % registrato dall'offerta di moneta durante il 1971, aumento questo che è il più forte dal 1955 in poi. Esso ha altresì determinato un massiccio incremento della liquidità bancaria, e i prestiti in essere da parte delle banche sono

**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 <sup>1</sup>
miliardi di yen								
Avanzo o disavanzo (—) finanziario . . . . .	1969	— 3.455	5.180	380	—1.340			— 765
	1970	— 4.510	5.750	1.050	—1.580			— 710
	1971	— 4.090	7.530	830	—2.235			—2.035
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie<sup>2</sup></i>								
Moneta e depositi vincolati	1969	3.065	6.525	—1.190	220	— 5.235	—3.385	
	1970	3.670	6.715	—1.400	210	— 5.685	—3.510	
	1971	8.225	8.185	—1.820	255	—10.755	—4.085	
Crediti di compagnie di assicurazione e trusts . . . . .	1969	165	1.815	— 280	5	10	—1.705	
	1970	185	2.175	— 360	10	25	—2.035	
	1971	375	2.590	— 475	5	5	—2.505	
Titoli (al netto) . . . . .	1969	— 445	1.045	— 75	— 880	255	335	
	1970	— 770	1.420	— 340	— 820	125	65	
	1971	— 500	1.745	410	—1.355	785	815	
Prestiti . . . . .	1969	— 7.865	—2.715	1.705	— 650	4.850	4.875	
	1970	— 9.420	—3.240	2.115	— 965	5.700	5.810	
	1971	—13.620	—3.825	2.490	—1.135	9.530	6.555	
Riserve ufficiali . . . . .	1969							— 220
	1970							— 280
	1971							—3.775
Altri crediti esteri (al netto) . . . . .	1969	— 210	—	165	— 20	525	—	— 595
	1970	— 85	—	170	15	220	10	— 525
	1971	— 1.130	20	185	5	760	25	1.740
Transazioni varie <sup>3</sup> . . . . .	1969	1.830	—1.485	55	— 20	200	— 120	50
	1970	1.910	—1.320	185	— 30	385	— 210	100
	1971	2.560	—1.185	45	—	2.765	— 810	—

<sup>1</sup> Una cifra negativa indica un aumento dei crediti del Giappone (o una diminuzione delle sue passività) nei confronti del resto del mondo. <sup>2</sup> Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività.

<sup>3</sup> Compresi credito al commercio e scarti statistici.

Fonte: Banca del Giappone.

cresciuti di un quarto durante l'anno. Inoltre, mettendo a paragone il 1971 con l'anno precedente, il volume globale netto dei crediti di ogni specie ricevuti dai settori non finanziari è stato superiore del 41%: a tale incremento il settore delle società commerciali e quello pubblico hanno concorso per la maggiore parte, il primo soprattutto attraverso i prestiti bancari ed il secondo mediante emissioni obbligazionarie.

Le più favorevoli condizioni hanno consentito alle banche commerciali di troncare in pratica definitivamente la lunga storia di pesante indebitamento con la Banca del Giappone. Inoltre le autorità hanno venduto un cospicuo volume netto di titoli governativi senza invertire il corso generale della loro politica. Infatti, l'eccesso di liquidità era così ampio che la Banca del Giappone non ha avuto sufficienti titoli a disposizione per assorbirlo; in agosto, per colmare tale carenza, essa ha adottato un nuovo strumento, e cioè degli effetti in forza dei quali la banca stessa è nel medesimo tempo traente e trassata.

In dicembre una commissione consultiva presso il Ministero delle Finanze ha provveduto ad un riesame del sistema di depositi obbligatori a riserva; le sue raccomandazioni sono state successivamente adottate. Oltre ad estendere l'obbligo delle riserve ad alcuni istituti finanziari prima non compresi nel sistema, e ad elevare i limiti massimi dei coefficienti di riserva, le modifiche hanno comportato una formula alternativa applicabile allo sviluppo dei depositi piuttosto che alla consistenza degli stessi, nonché la previsione di un distinto speciale coefficiente, sino al 100%, che potrebbe essere applicato ai conti in yen di non residenti. Questa ultima misura rappresenta un ulteriore esempio della necessità per la politica monetaria di tener conto di possibili e indesiderate influenze di natura esterna, necessità che è stata avvertita per la prima volta nel 1971.

Data la depressione congiunturale dell'attività economica, i profitti aziendali sono stati severamente compressi nel 1971; tuttavia, in considerazione del corrispondente taglio apportato alle spese per investimenti, il settore delle società ha registrato un disavanzo finanziario di yen 4.090 miliardi, un poco inferiore a quello del 1970, ma sempre elevato se valutato nel lungo periodo. Come sopra detto, le compagnie si sono pesantemente indebitate nei confronti delle banche e degli altri istituti finanziari, il che ha loro consentito di arricchire i propri depositi bancari di altri yen 8.225 miliardi, e pertanto di ricostituire ampiamente le loro posizioni di liquidità che erano state compresse nella precedente fase di stretta monetaria. La posizione finanziaria del settore delle società è stata altresì direttamente favorita da afflussi di fondi dall'estero, i quali hanno probabilmente rispecchiato un maggiore volume netto di anticipati pagamenti per le esportazioni, avvenuti nonostante le misure prese per ridurli. Nel contempo, il settore stesso ha raccolto attraverso l'emissione di titoli soltanto la modesta somma netta di yen 500 miliardi. Per contro, yen 1.355 miliardi, rispetto a yen 820 miliardi nell'anno precedente, sono stati raccolti in tal modo dalle imprese pubbliche e dalle autorità locali. Infine, si è verificata una crescita insolitamente rapida nell'avanzo del settore personale, che si è ampiamente riflessa in una espansione dei depositi bancari.

Verso la fine di maggio del 1972 è stato adombrato un programma di vasto respiro mirante ad un miglior equilibrio esterno ed interno.



*Regno Unito.* Agli inizi del 1971 si è proceduto con una certa cautela nell'attenuare le restrizioni monetarie e fiscali. L'attività economica presentava un rallentamento sensibile e la bilancia dei pagamenti un massiccio avanzo: salari e prezzi stavano però salendo a spirale al saggio annuo di oltre il 10%, e le autorità si preoccupavano di non aggravare tale tendenza con un surriscaldamento della domanda. Inoltre, si prevedeva una costante ripresa delle spese per beni di consumo.

Il bilancio presentato a fine marzo ha apportato riduzioni all'imposizione diretta ed indiretta per complessive £550 milioni; le direttive per il credito bancario sono state inoltre rese meno restrittive, sì da consentire un'espansione trimestrale del 2,5% dei prestiti bancari in sterline. Il saggio ufficiale è stato ridotto di un punto intero al 6%, soprattutto per tamponare l'entrata di fondi dall'estero ma anche per mantenerlo in linea con la strategia interna di bilancio.

Grazie a queste misure, si prevedeva che la spesa finale globale aumentasse del 4% in termini reali tra il primo semestre del 1971 e quello corrispondente del 1972. Peraltro, in parte a causa del fatto che il calcolo degli indicatori economici era stato ritardato dallo sciopero postale del primo trimestre, la debolezza della domanda al tempo della preparazione del bilancio fu sottovalutata. La spesa effettiva dei consumatori nel primo semestre del 1971, che si pensava fosse aumentata di oltre l'1% in confronto dei sei mesi precedenti, era in realtà diminuita dello 0,25%, sì che, con il declino anche degli investimenti privati, il prodotto lordo nazionale scemò dell'1%. Oltre che ridurre le spese per investimenti, le compagnie andavano sfrondando la manodopera eccedentaria ed alzando i prezzi, con la conseguenza che il volume globale del reddito personale è stato diminuito da un'improvvisa impennata della disoccupazione e ridotto nel potere d'acquisto dall'aumento dei prezzi.

Contemporaneamente al delinearsi di tale situazione, le prospettive circa un rallentamento della spirale salari/prezzi sono divenute alquanto più chiare. Il fallimento dello sciopero postale di marzo è stato un successo per la politica governativa nel resistere alle massicce richieste di aumenti retributivi del settore pubblico, e a metà anno la Confederazione dell'industria britannica (CIB) ha preso l'iniziativa di chiedere a duecento delle più importanti imprese associate l'impegno di contenere gli aumenti di prezzo per i successivi dodici mesi entro un massimale del 5%.

Il governo ha perciò deciso di fornire qualche ulteriore incentivo alla domanda. A partire dal 20 luglio ogni restrizione sui termini del credito al consumo è stata rimossa e sono state ridotte del 18% circa tutte le aliquote percentuali dell'imposta sugli acquisti. Inoltre, per incoraggiare gli investimenti, la quota esente degli ammortamenti eseguiti nel primo anno è stata elevata dal 60 all'80% per i progetti avviati entro l'agosto 1973; ed una quota del 100% ("ammortamento libero"), già vigente in favore dell'industria manifatturiera operante nelle aree in via di sviluppo, è stata altresì estesa alle imprese che producono servizi nelle aree medesime. Sono stati inoltre preannunciati programmi supplementari di lavori pubblici. Per quanto concerne i prezzi, il governo ha bene accolto l'iniziativa della CIB ed ha chiesto alle industrie nazionalizzate di assumere eguale impegno di contenere nel 5% l'aumento dei prezzi per i dodici mesi successivi.

Altri provvedimenti sono stati adottati in autunno. Dopo ferragosto si è consentito che la sterlina si apprezzasse in certa misura, sono stati sottoposti a controllo

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

Voci	Anni	Settore pubblico	Settore estero <sup>1</sup>	Settore personale	Società industriali e commerciali	Banche	Altri istituti finanziari
milioni di sterline							
<b>Risparmio più trasferimenti netti di capitali . . . . .</b>	1969	4.107		2.058	3.526	218	
	1970	4.971		2.443	3.274	271	
	1971	4.209		2.664	4.043	303	
<b>Formazione di capitali lordi interni (—) . . . . .</b>	1969	— 3.754		— 1.165	— 3.893	— 554	
	1970	— 4.109		— 1.265	— 4.261	— 596	
	1971	— 4.636		— 1.588	— 3.952	— 565	
<b>Avanzo o disavanzo (—) finanziario . . . . .</b>	1969	353	— 443 <sup>2</sup>	893	— 357	— 336	
	1970	862	— 611 <sup>2</sup>	1.178	— 987	— 325	
	1971	— 427	— 952 <sup>2</sup>	1.076	91	— 262	
<b>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie<sup>3</sup></b>							
<b>Prestiti bancari . . . . .</b>	1969	155	— 4.859	77	— 664	5.271	20
	1970	— 402	— 2.539	— 59	— 1.125	4.206	— 81
	1971	445	— 2.255	— 576	— 731	3.535	— 418
<b>Biglietti di banca e monete metalliche e depositi bancari</b>	1969	— 130	4.734	381	— 130	— 5.040	185
	1970	— 187	3.328	937	333	— 4.683	272
	1971	— 205	3.358	1.151	1.096	— 5.507	107
<b>Totale flusso monetario<sup>4</sup> . . . . .</b>	1969	743	— 743				
	1970	1.287	— 1.287				
	1971	3.228	— 3.228				
<b>Prestiti e investimenti all'estero . . . . .</b>	1969	30	— 214		202		— 18
	1970	297	— 144		— 112		— 41
	1971	358	33		— 358		— 33
<b>Debito negoziabile del governo . . . . .</b>	1969	203	42	78	— 12	— 592	281
	1970	— 280	44	— 227	9	140	314
	1971	— 3.700	473	454	— 1	1.383	1.391
<b>Debito non negoziabile del governo . . . . .</b>	1969	— 211	59	— 235	375	14	— 2
	1970	326	— 32	— 50	— 231	— 21	8
	1971	— 172	— 28	396	— 184	— 16	4
<b>Indebitamento delle autorità locali . . . . .</b>	1969	— 601	29	230	— 84	312	114
	1970	— 538	— 38	— 75	— 119	483	287
	1971	— 657	81	— 217	25	772	— 4
<b>Crediti verso altri istituti finanziari<sup>5</sup> . . . . .</b>	1969		— 2	2.534	56		— 2.588
	1970		51	3.414	— 10		— 3.455
	1971		57	4.219	— 22		— 4.254
<b>Azioni e titoli<sup>6</sup> . . . . .</b>	1969	13	114	— 352	— 175	26	374
	1970	6	— 108	— 753	125	67	663
	1971	85	128	— 1.184	— 130	180	921
<b>Altri prestiti interni<sup>7</sup> . . . . .</b>	1969	146		— 953	— 241	— 8	1.056
	1970	154		— 1.335	— 288	39	1.430
	1971	65		— 1.946	25	91	1.765
<b>Transazioni non identificate . . . . .</b>	1969	5	397	— 867	316	259	
	1970	199	114	— 674	431	47	
	1971	126	429	— 1.221	371	— 179	

<sup>1</sup> Una cifra negativa indica un aumento dei crediti RU (o una riduzione nelle passività del Regno Unito) verso il settore estero. <sup>2</sup> Saldo del conto merci e servizi. <sup>3</sup> Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività. <sup>4</sup> Pari al totale dei finanziamenti ufficiali del settore estero. <sup>5</sup> Afflusso netto alle compagnie di assicurazione sulla vita ed ai fondi pensione e depositi presso altri istituti finanziari. <sup>6</sup> Comprende le transazioni in azioni di fondi d'investimento. <sup>7</sup> Soprattutto prestiti per l'acquisto di case.  
Fonte: Banca d'Inghilterra.

gli afflussi di fondi di natura speculativa e, all'inizio di settembre, il saggio ufficiale è stato abbassato dal 6 al 5 %. Successivamente, nello stesso mese, è entrata in vigore una disciplina del credito bancario, comportante un nuovo sistema di coefficienti di attività di riserva per tutte le banche e società finanziarie. I mutamenti apportati avevano scopi di più lungo periodo — mirando ad una più libera concorrenza nel settore bancario e ad un maggior assegnamento sulla funzione svolta dal prezzo nella distribuzione del credito — ma la loro introduzione ha anche contribuito ad attenuare le restrizioni monetarie. Sono stati aboliti i limiti quantitativi sui prestiti delle banche e degli istituti finanziari; sebbene il rimborso di tutti gli speciali depositi in essere sia stato più che bilanciato dall'aver le banche sottoscritto circa £ 750 milioni di obbligazioni a breve emesse dal Governo, le banche medesime hanno iniziato il periodo di nuova regolamentazione provviste di agevoli coefficienti di riserva. In novembre sono stati resi noti ulteriori aumenti delle spese pubbliche, fra i quali specialmente una maggior somma di £ 185 milioni che dovrebbe essere spesa nel successivo biennio, soprattutto dalle imprese nazionalizzate.

**Regno Unito: Espansione del credito interno.**

Voci	1967	1968	1969	1970	1971
	milioni di sterline				
Fabbisogno di credito da parte del settore pubblico* . . . . .	1.830	1.315	— 475	—	1.370
Vendite nette di debito del settore pubblico al settore privato non bancario (—)* . . . . .	— 630	— 20	— 345	— 115	— 2.105
Credito bancario al settore privato . . . . .	575	570	520	1.125	1.600
Credito bancario in sterline all'estero . . . . .	25	140	150	25	295
Expansione del credito interno . . . . .	1.800	2.005	— 150	1.035	1.160

\* La differenza tra il deficit finanziario del settore pubblico (si veda la precedente tabella) ed il suo fabbisogno di indebitamento è dovuta a prestiti di varia natura, al refinanziamento dei crediti all'esportazione ed alle operazioni relative ai depositi sulle importazioni.

Queste misure, unitamente alla solida situazione della bilancia dei pagamenti, hanno contribuito ad una notevole espansione monetaria. La quantità di moneta in senso lato, crescendo del 5,7 % nel quarto trimestre, ha portato l'incremento annuo al 13,3 %, rispetto al 9,7 e 3,1 % rispettivamente del 1970 e 1969. L'accelerazione dello scorso anno rispecchia peraltro in ampia misura l'impatto dell'avanzo esterno, in quanto l'espansione del credito interno ha registrato soltanto un modesto aumento da £ 1.035 a 1.160 milioni. E' pur vero che il fabbisogno finanziario del settore pubblico è balzato da zero nel 1970 a £ 1.370 milioni nel 1971, ma gli effetti monetari di tale balzo sono stati più che compensati da una massiccia espansione delle vendite nette di debito pubblico, soprattutto sotto forma di titoli di prim'ordine, al settore privato non bancario. Si potrebbe soggiungere che la forte domanda di tal genere di titoli ha facilitato il passaggio, in maggio, ad un nuovo tipo di approccio ufficiale alla gestione del mercato, in base al quale le autorità non sarebbero più state pronte come in passato ad effettuare acquisti diretti di obbligazioni con scadenza superiore ad un anno. Infine, i prestiti bancari al settore privato sono considerevolmente saliti, specialmente nel secondo semestre, anche se l'indebitamento dell'industria manifatturiera ha continuato ad essere fiacco.

L'aumentato indebitamento del settore privato ha aiutato ad elevare i consumi reali nel secondo semestre del 1971 ad un livello superiore del 3,25 % rispetto al minimo dei primi sei mesi, e l'edilizia residenziale privata ha continuato la propria sostenuta espansione. D'altro canto, la spesa pubblica e le esportazioni sono declinate e gli investimenti industriali privati sono rimasti deboli, in quanto le società hanno continuato a ridurre spese in conto capitale e scorte. Tra i fattori che hanno tenuto bassa la produzione globale va annoverata la relativamente elevata imposizione sui beni di consumo durevoli, sui quali si concentrava gran parte dell'aumento della domanda, e la crescente propensione all'importazione di beni di consumo, specialmente di automobili.

Nel complesso, perciò, il prodotto lordo interno del secondo semestre 1971, nonostante gli sgravi fiscali ed il credito più facile, è stato appena dell'1,5 % superiore a quello di un anno prima, con un incremento quindi che per il terzo anno consecutivo si colloca ben al di sotto del potenziale produttivo dell'economia. A gennaio 1972 la disoccupazione registrata era stagionalmente salita a ben più di un milione di unità, e cioè al 4,3 % della popolazione attiva. Questi avvenimenti hanno rispecchiato un sostanziale incremento della produttività. Il prodotto lordo interno per persona occupata è salito del 4 % circa. Resta da vedere se tale fenomeno indichi un guadagno di produttività destinato a durare o non piuttosto la temporanea reazione dell'industria ai recenti ampi aumenti salariali.

Per quanto riguarda l'inflazione, l'aumento dei prezzi è diminuito, parte in risposta all'iniziativa della CIB, e gli aumenti salariali del settore pubblico sono stati generalmente contenuti nell'ambito del 7-8 %. Nel settore privato sono peraltro rimaste frequenti le trattative sfociate in cifre superiori al doppio di quelle ora ricordate, il che ha indubbiamente rafforzato la determinazione dei minatori di ottenere massicci aumenti salariali mediante lo sciopero iniziato il 9 gennaio 1972. L'astensione dal lavoro si è protratta sino a fine febbraio, e l'aumento ottenuto del 16 % annuo circa ha aperto ovviamente una breccia nella strategia antinflazionistica del governo. La minor offerta di energia derivata dallo sciopero ha inciso anch'essa sulla formazione del prodotto nazionale lordo del primo trimestre.

Il Governo ha ritenuto che la prospettiva che le risorse, sia di lavoro che di capitale, rimanessero inutilizzate in forte misura, richiedeva l'adozione di ulteriori sensibili incentivi della domanda. L'esigenza di ravvivare la produzione e l'occupazione ha fatto passare in secondo piano l'eventuale rischio di peggiorare l'inflazione o la bilancia dei pagamenti. Nel bilancio presentato il 21 marzo sono stati previsti incisivi sgravi fiscali per iniziali £ 1.200 milioni nel 1972-73, e per circa £ 1.800 milioni l'anno a pieno regime. Le principali variazioni sono rappresentate da un considerevole incremento delle esenzioni dall'imposta sul reddito e da un ribasso delle aliquote percentuali dell'imposta sugli acquisti dal 45 e 30 % al 25 %. Le pensioni di vecchiaia e gli altri benefici di sicurezza sociale dovranno essere aumentati del 12,5 % nell'autunno del 1972, per quanto gran parte di tale aumento sarà finanziato da più elevate contribuzioni. Anche le esenzioni fiscali per le società sono aumentate, e specialmente la quota esente degli ammortamenti del primo anno, che è salita al 100 % per tutti gli investimenti in impianti e macchine (esclusi gli automezzi) e che, nei confronti delle costruzioni industriali, è stata estesa a tutto il paese nella misura del 40 %. La dichiarata

provvisorieta' delle aliquote da applicarsi all'imposta sul valore aggiunto e la riforma dell'imposta sul reddito che verrà introdotta nell'aprile 1973 lasciano pensare che a quell'epoca l'imposizione potrebbe essere ulteriormente ridotta.

Insieme alla più elevata spesa pubblica, le variazioni del bilancio sono state calcolate in modo da elevare il fabbisogno finanziario globale del governo a £ 3.116 milioni nel 1972-73, con un aumento di circa £ 2.400 milioni rispetto al precedente anno finanziario. La previsione del reddito nazionale, dopo le rettifiche apportate a seguito dello sciopero dei minatori, è di un'espansione del 6% circa nella spesa finale globale tra i primi semestri del 1972 e 1973. Poichè ci si attende che il volume delle importazioni cresca ad un ritmo più rapido, la prevista espansione del prodotto nazionale lordo sale così al 5,5% circa.

Non sono state prese ulteriori misure per la riduzione dei saggi d'interesse. In realtà, il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine, che era diminuito dal 9,7% di fine 1970 al 7,7% circa nel gennaio 1972, è nuovamente salito all'8% nei mesi successivi. Si è naturalmente ritenuto di aver fornito all'economia sufficienti incentivi con le misure fiscali e con la considerevole espansione dell'offerta di moneta che già andava prendendo corpo. Il Cancelliere nel suo discorso sul bilancio non ha indicato obiettivi quantitativi di politica monetaria ma ha reso noto che questa sarebbe stata utilizzata con l'opportuna flessibilità quale componente essenziale della gestione globale della domanda.

*Germania.* La situazione economica nella Repubblica federale è migliorata nel corso degli ultimi dodici mesi. Le pressioni della domanda in eccesso sono state eliminate, ed il saggio dell'inflazione è stato alquanto ridotto, senza dare luogo ad una preoccupante recessione produttiva ma ottenendo una considerevole diminuzione dell'avanzo della bilancia delle partite correnti.

L'espansione economica, che era andata gradualmente attenuandosi sin dalla primavera del 1970, ha temporaneamente ripreso forza all'inizio del 1971. Le spese aziendali in conto capitale sono state incentivate dalla reintroduzione di più elevati accantonamenti per ammortamenti esenti da imposta e dalla riduzione dell'imposta sugli investimenti nel mese di gennaio. I consumi pubblici e privati ed anche le esportazioni si sono grandemente sviluppati, e la produzione industriale è cresciuta nel primo trimestre ad un saggio annuo del 13% circa.

La Bundesbank, di fronte a tale situazione, ha continuato ad applicare una politica monetaria restrittiva. Per ragioni di carattere esterno essa ha ridotto in aprile il saggio di sconto ma nel medesimo tempo ha decurtato del 10% le quote di risconto bancario. Questi provvedimenti sono stati vanificati dall'indebitamento con l'estero delle aziende tedesche, nonché dalla speculazione in favore del marco tedesco. Nei primi cinque mesi del 1971 gli afflussi netti di fondi a breve termine (comprese le voci non registrate) sono aumentati a circa DM 17 miliardi e per effetto di tale afflusso, la quantità di moneta e quasi moneta (esclusi i depositi a risparmio e quelli vincolati a lunga scadenza) è aumentata al saggio annuo del 20%, mentre il coefficiente delle attività liquide delle banche è salito ad oltre il 10%.

Il punto di svolta si è verificato a maggio con la decisione di consentire al marco tedesco di fluttuare liberamente verso l'alto. L'afflusso di fondi è cessato, consen-

tendo alle autorità di riacquistare il controllo della liquidità interna. L'indebitamento estero delle società è stato altresì scoraggiato dalle previsioni di una prossima introduzione di nuove disposizioni legislative in base alle quali parte di tale indebitamento avrebbe dovuto essere versata in conti infruttiferi presso la banca centrale. Dato che ora le imprese ricercavano nuovi fondi all'interno piuttosto che all'estero, il credito delle banche al settore privato si è fortemente accelerato, e il loro rapporto di liquidità è caduto intorno al 6%.

La decisione di fluttuare si è accompagnata a provvedimenti restrittivi di natura fiscale, fra i quali in particolare un taglio di DM 1,8 miliardi alle spese programmate per il 1971 dai governi federale e dei Länder ed un incremento di DM 1,7 miliardi nelle loro riserve liquide anticongiunturali presso la Bundesbank. Sembra inoltre che la fluttuazione abbia avuto un certo effetto diretto sul contenimento della domanda globale, e specialmente delle esportazioni (la cui precedente espansione al principio dell'anno può aver implicato fattori speculativi) e degli investimenti aziendali. Perciò, l'attività economica si è stabilizzata e la produzione, soprattutto manifatturiera, è diminuita a partire dal secondo trimestre. Anche le tensioni sul mercato del lavoro si sono attenuate. Il saggio di disoccupazione rettificato su base stagionale, che si era costantemente mantenuto intorno allo 0,7% per circa 18 mesi, è gradualmente salito all'1% nel quarto trimestre mentre è diminuito il numero dei posti di lavoro vacanti.

Continuando il rallentamento economico, un atteggiamento pessimistico circa le prospettive economiche ha cominciato a farsi strada nei circoli d'affari tedeschi. La concomitanza di costi di lavoro rapidamente crescenti con un continuo apprezzamento della moneta, due soli anni dopo la rivalutazione del 1969, è sembrata venisse a costituire una seria minaccia per la competitività dell'industria tedesca. Tale pessimismo, sebbene eccessivo, ha probabilmente avuto una certa influenza tanto sui negoziati salariali quanto sul momento in cui applicare attenuazioni alla politica fiscale e monetaria.

Per quanto riguarda i salari, uno sciopero di quattro settimane degli operai metallurgici nei mesi di novembre e dicembre si è concluso con un aumento retributivo del 7,5%, mentre altre trattative all'inizio del 1972 hanno condotto ad aumenti analoghi o di poco inferiori: il che ha rappresentato una diminuzione significativa rispetto alle percentuali del 14% circa che erano prevalse durante il "boom". Il saggio annuo di incremento dei prezzi industriali ingrosso è altresì diminuito dal 5% nella prima metà del 1971 a meno del 3% nel primo trimestre del 1972. I prezzi al consumo, tuttavia, a partire dall'autunno si sono mantenuti del 6% superiori rispetto al livello di un anno prima, nonostante una caduta del 5% nei prezzi delle importazioni risultante dall'apprezzamento della moneta.

La stretta monetaria è stata attenuata nel novembre 1971, quando gli obblighi di riserva delle banche a fronte delle passività verso l'interno sono stati ridotti del 10%. Nonostante un ulteriore aumento dei prestiti bancari sia al settore privato che, ed ancor più, a quello pubblico, il coefficiente di liquidità bancaria è salito al 7,5% circa nei primi mesi del 1972. Il saggio di sconto della Bundesbank, seguendo la tendenza dei saggi d'interesse esteri, è stato abbassato in ottobre, ed ancora in dicembre, sino al 4%.

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

Voci	Anni	Famiglie	Edilizia residenziale	Imprese	Settore pubblico	Paesi esteri <sup>1</sup>	Istituzioni creditizie <sup>2</sup>	Altri istituti finanziari <sup>3</sup>
miliardi di DM								
Risparmio netto più trasferimenti di capitali . . .	1969	42,05	5,25	23,00	27,20	—	0,20	0,35
	1970	46,60	6,50	30,25	30,05	—	5,85	0,30
	1971	53,35	8,10	21,40	29,75	—	0,50	1,00
Investimenti netti (—) . . . . .	1969	—	—22,40	—51,00	—20,25	—	1,25	—0,75
	1970	—	—26,20	—64,00	—25,90	—	1,55	—0,70
	1971	—	—31,80	—59,95	—26,95	—	1,65	—0,85
Avanzo o deficit finanziario . . . . .	1969	42,05	—17,15	—28,00	6,95	—1,95 <sup>4</sup>	—1,45 <sup>5</sup>	—0,40
	1970	46,60	—19,70	—33,75	4,15	—1,15 <sup>4</sup>	4,30	—0,40
	1971	53,35	—23,70	—38,55	2,80	8,15 <sup>4</sup>	—2,15 <sup>5</sup>	0,15
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie*</i>								
Moneta, depositi vincolati e a risparmio . . . . .	1969	26,15	0,10	11,75	7,85	7,25	—54,65	1,55
	1970	26,75	0,15	17,15	7,45	11,55	—64,75	1,75
	1971	35,65	0,15	22,90	9,00	3,85	—75,75	4,15
Crediti verso istituti finanziari non bancari . . .	1969	11,05	—	1,35	0,05	0,05	0,10	—12,60
	1970	12,70	—	1,35	0,15	—	0,10	—14,30
	1971	15,20	—	1,75	0,20	0,05	0,10	—17,25
Titoli del mercato monetario . . . . .	1969	—	—	—1,15	6,25	0,10	—5,20	—
	1970	—	—	0,30	1,85	1,45	—3,50	—
	1971	—	—	0,55	—0,55	—0,50	0,50	—
Obbligazioni ed azioni:								
Acquisti . . . . .	1969	8,80	—	4,10	0,40	—0,75	11,10	3,05
	1970	11,10	—	3,55	0,70	1,10	3,40	2,20
	1971	8,65	—	2,70	2,65	3,00	6,80	3,40
Vendite . . . . .	1969	—	—0,05	—3,05	0,45	—10,80	—13,10	—0,10
	1970	—	—0,05	—4,70	—0,75	—3,55	—12,80	—0,20
	1971	—	—0,05	—8,50	—1,95	—0,50	—16,15	—0,10
Credito bancario . . . . .	1969	—3,75	—11,00	—37,60	—8,60	—13,45	74,65	—0,25
	1970	—3,10	—11,05	—31,00	—8,15	—4,10	57,85	—0,45
	1971	—5,25	—16,15	—39,15	—10,60	—0,30	71,85	—0,45
Altri prestiti . . . . .	1969	—0,10	—5,65	—1,55	—0,65	—	—	7,95
	1970	—0,35	—8,15	—1,55	—0,55	—	—	10,60
	1971	—0,45	—6,75	—2,65	—0,55	—	—	10,40
Altri crediti e passività . . . . .	1969	—0,10	—0,55	—1,90	1,20	1,35	—	—
	1970	—0,55	—0,55	—16,80	3,50	16,45	—	—
	1971	—0,50	—0,90	—16,15	4,60	12,90	—	—
Oro e valute estere . . . . .	1969	—	—	—	—	—	—14,40 <sup>6</sup>	—
	1970	—	—	—	—	—24,05	24,05	—
	1971	—	—	—	—	—10,45	10,45 <sup>6</sup>	—

<sup>1</sup> Una cifra negativa indica un aumento dei crediti della Germania (o una diminuzione delle sue passività) verso paesi esteri. <sup>2</sup> Compresa la banca centrale. <sup>3</sup> Istituti di risparmio e di credito edilizio e settore assicurativo. <sup>4</sup> Investimenti esteri netti (cioè saldo del conto merci e servizi) dopo gli aggiustamenti per la rivalutazione nel 1969 e 1971. <sup>5</sup> Dopo gli aggiustamenti apportati al bilancio della Bundesbank in conseguenza della rivalutazione del DM (le variazioni di contropartita compaiono sotto la voce "Paesi esteri"). <sup>6</sup> Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività.

In aggiunta all'attenuazione delle restrizioni monetarie, il governo fece presente nel gennaio 1972 che, se necessario, sarebbero state impiegate misure fiscali per impedire ogni serio rallentamento dell'attività economica. Le misure in questione

contemplano, in primo luogo l'attivazione di bilanci di emergenza dei governi federale e dei Länder unitamente alla liberazione delle loro riserve liquide anticongiunturali ammontanti a DM 4,2 miliardi; e, in secondo luogo, il rimborso del gettito derivante da sovrainposte anticicliche sul reddito per un totale di DM 5,9 miliardi.

Tale impegno governativo, che si veniva ad aggiungere ai più moderati livelli degli aumenti salariali negoziati e all'accordo di Washington del dicembre, ha contribuito a rendere più ottimistico l'ambiente industriale. Le spese dei consumatori e l'edilizia residenziale si sono da allora costantemente sviluppate, e l'inizio del 1972 ha visto un risveglio delle ordinazioni nei settori delle esportazioni e degli investimenti interni. La produzione industriale, dopo una flessione a novembre e dicembre conseguente allo sciopero degli operai metallurgici, si è vigorosamente ripresa a gennaio-febbraio sino a riguadagnare i livelli di un anno prima. Sul mercato del lavoro l'aumento della disoccupazione e la contrazione dei posti vacanti si sono rallentati.

I primi mesi del 1972 hanno visto altresì un nuovo ampio afflusso di capitali sia a lungo che a breve termine, come riflesso tanto del relativamente elevato livello dei saggi d'interesse tedeschi quanto del nuovo indebolimento del dollaro. Verso la fine di febbraio sono stati annunciati provvedimenti per rallentare tali afflussi e per ridurre in qualche modo la liquidità bancaria. Il saggio di sconto è stato ridotto al 3 %, le quote di risconto delle banche sono state tagliate del 10 % e le loro riserve obbligatorie a fronte della crescita delle passività con l'estero sono state aumentate dal 30 al 40 %. Inoltre, l'obbligo per le aziende tedesche di costituire depositi in contanti a fronte del loro indebitamento verso l'estero (obbligo approvato dal Parlamento a dicembre) è stato reso operante a partire dal 1° marzo, venendo fissata nel 40 % la quota dei depositi medesimi. I crediti ottenuti anteriormente al 1° gennaio 1972 e la maggior parte di quelli connessi a transazioni commerciali con l'estero sono stati esentati. Per contro, tale obbligo è stato previsto per l'indebitamento bancario a lungo termine (di quattro anni o più), che non era per l'innanzi soggetto a riserve obbligatorie e che le banche andavano sempre più utilizzando come strumento per conservare la propria liquidità.

A metà marzo il ministro federale per gli affari economici e finanziari rese noto che, in considerazione dei sintomi di rinnovata espansione, non prevedeva alcuna necessità di attivare a breve scadenza i bilanci di emergenza del settore pubblico. La sovrainposta sul reddito di DM 5,9 miliardi dovrà comunque essere rimborsata durante i mesi di giugno e luglio 1972, compensando l'impatto monetario con più elevate riserve obbligatorie e con minori quote di risconto. In primavera il margine per un'espansione non inflazionistica è sembrato improvvisamente restringersi. Le crescenti ordinazioni per l'esportazione, l'aumentata attività dell'edilizia residenziale e industriale ed i sempre maggiori redditi individuali, sovrapponendosi ad un alto saggio di inflazione dei prezzi, hanno fatto pensare che nuove restrizioni potrebbero rendersi necessarie ancor prima del previsto.

*Francia.* Nonostante un modesto rallentamento, l'aumento della produzione reale non si è molto scostato lo scorso anno dai saggi medi di espansione relativamente elevati conseguiti negli ultimi anni. Le restrizioni creditizie erano state attenuate verso la fine del 1970 e, a gennaio 1971, il saggio di sconto era stato abbassato



dall'8 al 6,5 %. Dopo alcune incertezze iniziali, i consumi si sono ripresi nel 1971 ed un'ulteriore decelerazione degli investimenti privati è stata in parte compensata da un aumento di quelli pubblici. Inoltre, il protrarsi degli effetti della svalutazione del 1969, insieme con le politiche valutarie adottate lo scorso anno, ha contribuito a sostenere il livello delle esportazioni. Più recentemente, in presenza di una più elevata disoccupazione ma di ancor forti pressioni dei prezzi, ad un ulteriore leggero ammorbidimento delle misure fiscali e monetarie si è associato un maggior ricorso al diretto contenimento dei prezzi.

Gli altri saggi di espansione della moneta e del credito all'inizio del 1971 hanno in parte rappresentato una naturale reazione all'abolizione, nell'ottobre 1970, dei limiti quantitativi imposti allo sviluppo del credito. Però, al fine di contenere l'accresciuta espansione monetaria conseguente all'afflusso di capitali, la Banca di Francia ha fatto in modo che il grosso dei propri crediti alle banche fosse erogato a saggi di intervento sul mercato monetario calcolati in modo da evitare ogni incentivo all'indebitamento con l'estero. D'altro canto, il saggio di sconto, che ancora influenza alcuni tassi attivi interni, è stato mantenuto al 6,5 % e poi alzato, in maggio, al 6,75 %. In aprile, le passività in franchi delle banche verso le corrispondenti estere sono state assoggettate a coefficienti di riserva e, per ragioni di carattere interno, è stata istituita una riserva obbligatoria a fronte dell'incremento del volume globale dei crediti concessi dalle banche e da certi altri istituti finanziari. Per assorbire la maggior parte della liquidità proveniente dall'estero, i vari tipi di riserve obbligatorie sono stati considerevolmente elevati tra maggio ed i primi di agosto. Per di più, durante la crisi monetaria internazionale di agosto, sono state adottate nuove misure valutarie.

In settembre, dopo aver compiuto determinati tentativi per frenare gli incrementi di salari e prezzi a mezzo di procedure amministrative già esistenti, il governo ha concluso accordi nazionali con l'industria facenti carico a questa di mantenere nell'1,5 % gli aumenti globali dei prezzi dei prodotti manufatti per l'intero periodo metà settembre - metà marzo. Inoltre, i margini percentuali per il commercio sono stati stabilizzati ed i prezzi dei servizi congelati. Da parte sua, il governo si è impegnato per un periodo di sei mesi a non aumentare i prezzi del settore pubblico o i costi di produzione delle imprese.

Il rischio di afflussi di capitali è scemato a seguito dei provvedimenti valutari adottati in agosto. Verso la fine dell'anno le autorità si sono mosse per agevolare le condizioni del credito interno al fine di stimolare la domanda globale. In ottobre il saggio di sconto è stato abbassato al 6,5 % ed in dicembre le riserve obbligatorie delle banche sono state mitigate. Si sono altresì mossi i primi passi nel senso di abbassare i saggi d'interesse a lungo termine, che non erano scesi quasi affatto dall'inizio dell'anno. Altre misure, concertate soprattutto per promuovere il credito agli investimenti, hanno comportato un'emissione speciale del Crédit National di obbligazioni a medio termine riservate alle banche ed una cospicua elevazione dei limiti all'indebitamento bancario a medio termine per le imprese nazionalizzate nel 1972. Si può aggiungere che, durante l'anno, il sistema della concessione di credito alle banche da parte della banca centrale ha registrato ampi mutamenti in connessione con il sempre minor ricorso al risconto rispetto alle tecniche di intervento sul mercato aperto.

Francia: Variazioni degli obblighi di riserva.

Data della variazione	Riserve liquide richieste a fronte di passività in franchi francesi				a fronte di crediti verso debitori non bancari <sup>1</sup>
	verso creditori interni non bancari		verso banche estere		
	Depositi a vista	Altri depositi	Depositi a vista	Altri depositi	
	In percento				
1970 10 luglio . . . . .	7 ½	2 ½	0	0	—
1971 1° aprile . . . . .	7 ½	2 ½	2 ½	2 ½	½
6 maggio . . . . .	8 ½	3 ½	3 ½	3 ½	½
21 maggio . . . . .	9 ½	4 ½	9 ½	9 ½	½
21 luglio . . . . .	10 ½	5 ½	10 ½	10 ½	1 ½
5 agosto . . . . .	12 ½	6 ½	12 ½	12 ½	3
21 dicembre . . . . .	10	4	10	4	2
1972 21 marzo . . . . .	8	3	10	4	2
10 giugno . . . . .	8	3	10	4	4
Riserva legale massima . . .	15	15	100 <sup>2</sup>	100 <sup>2</sup>	10

<sup>1</sup> In eccedenza rispetto alla base, e cioè: prima del 21 luglio 1971, 80% del livello del 5 gennaio 1971; successivamente, 90% del livello del 31 marzo 1971. <sup>2</sup> Dal 18 maggio 1971 (antieriormente pari al 15%).

Il bilancio del governo è divenuto moderatamente espansionistico nel 1971, dopo due anni di severe restrizioni di spesa, e ne è emerso un deficit globale di fr.fr. 3,5 miliardi, rispetto ad un avanzo di circa eguale dimensione nel 1970. Tuttavia, soprattutto grazie ad un cospicuo incremento dei fondi affluenti al Tesoro dal risparmio postale e dal sistema delle casse di risparmio, il governo ha potuto ulteriormente ridurre il ricorso al sistema bancario.

L'aumento, per l'intero anno, della moneta e quasi moneta, è salito al 17,3%, rispetto al 15,1% del 1970. Ma poichè i saggi d'interesse sugli strumenti del risparmio sono stati tenuti a livelli relativamente attraenti, la quasi moneta da sola si è accresciuta del 30,6%, rispetto al 24,8% del 1970. I crediti del sistema bancario alle imprese ed alle persone sono saliti del 20%; la più decisa impennata è stata registrata dai crediti a breve, specialmente quelli destinati agli acquisti rateali di beni di consumo, e dai crediti non riscontabili a più lungo termine, che negli ultimi anni sono andati assumendo importanza crescente. Sul mercato dei capitali le emissioni globali si sono grandemente accresciute. Sebbene il governo abbia continuato ad astenersi dall'indebitamento a lungo termine e le emissioni azionarie siano leggermente scese rispetto all'alto livello dell'anno precedente, le emissioni di obbligazioni da parte del settore privato e delle istituzioni finanziarie sono notevolmente aumentate di volume.

Un certo numero di provvedimenti di natura fiscale è stato adottato nel gennaio 1972 per stimolare gli investimenti, senza peraltro scostarsi a questo punto dall'obiettivo di conseguire un equilibrio del bilancio per l'intero anno. Il governo ha mitigato le condizioni relative ai rimborsi dell'imposta sul valore aggiunto ed ha reso noto che alcune spese per impianti, proprie e delle industrie nazionalizzate, sarebbero state anticipate dal secondo al primo semestre, mentre diversi programmi di spesa già presi in considerazione sarebbero stati definitivamente iniziati. Inoltre, sono state migliorate le facilitazioni di credito all'edilizia residenziale.

All'inizio del 1972, quando i saggi del mercato monetario erano in via di ulteriore riduzione in considerazione degli sviluppi esteri, le autorità monetarie si sono adoperate per ridurre anche altri saggi interni. In gennaio il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato al 6%, ed a marzo sono stati diminuiti i tassi controllati su alcuni depositi a risparmio, su prestiti a lungo termine e sulle nuove emissioni di titoli da parte del settore pubblico. Sono state inoltre ridotte le riserve obbligatorie delle banche a fronte delle passività verso residenti e, per agevolare una flessione dei tassi attivi, ogni restante legame fra questi ed il saggio di sconto è stato troncato. Con un gesto simbolico, ad aprile il saggio di sconto è stato abbassato al 5,75%. Inoltre, è stato consentito alle banche di utilizzare titoli quotati per soddisfare il proprio coefficiente minimo per la carta a medio termine, e, al fine di contribuire al miglioramento del mercato monetario, tale coefficiente è stato ridotto a maggio dal 14 al 12,5%.

In considerazione delle ridotte dimensioni del rallentamento subito dall'economia, la portata di queste misure è stata volutamente limitata. Per di più, l'inflazione ha ancora costituito motivo di grave preoccupazione. In tale contesto, il sistema di contrattare i prezzi con l'industria è stato esteso e soltanto poche attenuazioni sono state introdotte, essendo ora l'obiettivo quello di contenere nel 3% l'aumento dei prezzi dei beni manufatti durante l'anno sino al marzo 1973. All'inizio di giugno, allorché l'espansione monetaria tendeva ad accelerare, le riserve obbligatorie a fronte della concessione di crediti furono aumentate al 4%.

Nella fattispecie la Francia ha dimostrato di essere uno dei paesi d'Europa che più hanno avuto successo nell'evitare all'economia interna i negativi riflessi dello sconvolgimento dei cambi avvenuto lo scorso anno, nonché nel mantenere un soddisfacente saggio di espansione.

*Italia.* Lo scorso anno l'economia ha subito il suo più grave rallentamento dalla fine della guerra. La fase di ristagno iniziata ai primi del 1970 e caratterizzata da agitazioni sindacali, dall'indebolimento della domanda globale e da un diffuso senso di incertezza, è stata seguita nel 1971 da una recessione che è durata per la maggior parte dell'anno. Lo sviluppo del reddito nazionale reale è stato modestissimo, sostenuto soltanto dal settore dei servizi pubblico e privato e dalla produzione agricola. Gli investimenti sono caduti del 5% ed è anche diminuita l'occupazione industriale. Le politiche monetaria e fiscale hanno entrambe avuto carattere espansionistico, ma diversi fattori hanno affievolito l'efficacia dei provvedimenti adottati.

Più di metà della contrazione subita dagli investimenti lordi è avvenuta sotto forma di minor accumulazione di scorte, seguita al forte incremento del 1970; ciò va in parte ascritto alla mancanza di idonee misure transitorie che avrebbero dovuto essere adottate per rimediare al ritardo nell'introduzione della nuova imposta sul valore aggiunto. La legislazione edilizia, che aveva in passato fornito incentivi alle costruzioni, ha invece funzionato come un deterrente dal 1970 in avanti, cosicché il volume di costruzioni residenziali è diminuito nel 1971 del 12%, pari ad un terzo della flessione totale degli investimenti. Alcune misure intese a stimolare questi ultimi, prese a luglio, sono rimaste prive di effetto a causa del basso livello di utilizzazione degli impianti, della persistente tendenza negativa dei profitti e dell'ancor tesa situazione dei rapporti

di lavoro. Si è pertanto dovuto fare assegnamento soprattutto su massicci investimenti delle imprese pubbliche e semipubbliche. E poichè la capacità di autofinanziamento di tali imprese era stata seriamente intaccata, il loro deficit finanziario è salito a livelli senza precedenti. Anche il settore pubblico ha registrato un considerevole aumento del proprio fabbisogno finanziario, determinato insieme dalla flessione delle entrate tributarie e dalla decisa accelerazione della spesa corrente. In effetti, il conto consolidato di parte corrente della pubblica amministrazione (esclusi i trasferimenti in conto capitale) si è chiuso con un deficit di quasi lire 500 miliardi, che rappresentano una variazione di lire 1.300 miliardi rispetto all'avanzo del 1970. Il deficit finanziario globale del settore pubblico, comprendendo anche quello delle aziende pub-

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

Voci	Anni	Settore pubblico	Imprese pubbliche e semi pubbliche <sup>1</sup>	Altre imprese ed edilizia residenziale	Famiglie	Banche e istituzioni finanziarie	Resto del mondo <sup>2</sup>
		miliardi di lire					
Risparmio (compresi i trasferimenti di capitali) . . .	1970	— 550	700	6.025	6.955	550	
	1971	—2.365	685	5.815	9.150	650	
Formazione di capitali interni lordi (—) . . . . .	1970	—1.725	—2.230	—9.010		— 240	
	1971	—1.685	—2.640	—7.945		— 280	
Avanzo o disavanzo (—) finanziario . . . . .	1970	—2.275	—1.530	—2.985	6.955	310	— 475
	1971	—4.250	—1.955	—2.130	9.150	370	—1.185
<i>Variazioni corrispondenti nelle:</i>							
<i>Attività finanziarie</i>							
Attività liquide . . . . .	1970	— 160	— 80	1.735	4.650	615	— 90
	1971	755	30	2.420	5.840	1.795	40
Obbligazioni, azioni e partecipazioni . . . . .	1970	285	130	305	1.150	1.430	380
	1971	815	115	520	1.815	2.610	395
Altri prestiti netti . . . . .	1970	395	35	295	1.295	8.100	2.875
	1971	310	80	405	1.635	8.200	2.015
<i>Passività finanziarie (—)<sup>3</sup></i>							
Passività a breve <sup>4</sup> . . . . .	1970	—3.080	— 665	—1.610	— 140	—7.935	—2.425
	1971	—3.590	— 840	—1.030	— 140	—9.825	—2.545
Passività a lungo termine							
Interne . . . . .	1970	— 775	— 110	—1.930	—	— 805	— 845
	1971	—1.030	— 320	—3.350	—	— 440	— 670
Estere . . . . .	1970	— 65	— 525	20	—	— 500	—
	1971	— 30	145	— 380	—	— 255	—
Obbligazioni, azioni e partecipazioni . . . . .	1970	— 50	— 315	— 860	—	— 815	— 370
	1971	—1.525	—1.165	— 785	—	—1.675	— 390
Scarti statistici . . . . .	1970	1.175	—	— 940	—	120	—
	1971	45	—	70	—	40	— 30

<sup>1</sup> Comprende le imprese a partecipazione azionaria dello Stato nonché l'Ente nazionale per l'energia elettrica.

<sup>2</sup> Una cifra negativa indica un aumento dei crediti (o una diminuzione dei debiti) dell'Italia verso il resto del mondo.

<sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> Comprende gli acquisti della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei cambi in titoli a lungo termine emessi dal settore pubblico.

bliche e semi pubbliche, è salito a lire 6.200 miliardi, rispetto a lire 3.800 miliardi del 1970 e lire 2.900 miliardi del 1969.

La politica creditizia è stata improntata al criterio di andare incontro all'accresciuto fabbisogno finanziario dell'economia. Le anticipazioni nette della Banca d'Italia per coprire il fabbisogno di cassa del settore pubblico si sono ridotte a lire 1.035 miliardi, e cioè molto al di sotto del livello di lire 2.740 miliardi toccato nel 1970. Una larga espansione hanno peraltro registrato le emissioni obbligazionarie nette del settore, passate da una trascurabile cifra nel 1970 a lire 1.555 miliardi nel 1971. Come al solito, il mercato dei valori mobiliari è stato dominato dalle emissioni del settore pubblico e delle aziende pubbliche, che insieme hanno coperto il 55 % del volume netto globale delle nuove emissioni obbligazionarie, rispetto al 45 % del 1970. Questo relativo incremento ha avuto luogo nel quadro di un forte aumento delle emissioni globali nette di titoli, ragguagliatesi a lire 6.200 miliardi rispetto a lire 4.650 miliardi nel 1970. Le più agevoli condizioni monetarie interne hanno contribuito alla considerevole riduzione del ricorso netto ai mercati finanziari esteri, caduto lo scorso anno a lire 190 miliardi rispetto a lire 1.030 miliardi nel 1970, quando le autorità avevano incoraggiato tale forma di indebitamento per considerazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti. Pertanto, le emissioni nette interne globali di valori mobiliari hanno registrato un incremento di due terzi rispetto alla cifra del 1970.

Significativo per il 1971 è stato l'assorbimento di un ampio volume di emissioni obbligazionarie da parte degli istituti di credito (esclusa la Banca d'Italia). Mentre nel 1970 gli istituti medesimi avevano assorbito solo lire 800 miliardi di obbligazioni, lo scorso anno tale importo è salito a lire 2.325 miliardi. Ciò ha agevolato la flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, in parallelo con l'andamento di quelli esteri. I rendimenti delle obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale sono scesi durante l'anno dall'8,9 al 7,9 %. L'acquisto da parte del sistema bancario di attività a reddito fisso ha costituito una forte contropartita — pari al 36 % rispetto al 6 % del 1970 — del sensibile aumento del volume globale dei depositi bancari.

Attesa l'abbondante liquidità bancaria, alimentata in parte dall'avanzo esterno, gli averi del pubblico di attività liquide primarie e secondarie sono complessivamente cresciuti lo scorso anno del 17 %, rispetto al 13 % del 1970. I depositi a vista sono ancora stati l'elemento più dinamico, con un aumento del 21 %. Poichè, peraltro, le banche hanno gradualmente preso a ridurre i saggi corrisposti su tali depositi, dopo i forti aumenti dell'anno prima, si è verificato un riflusso di fondi verso i depositi a risparmio che sono saliti del 12,5 %, dopo essere diminuiti l'anno precedente.

Gli effetti espansionistici della politica monetaria sono stati in certa misura attenuati, sino all'aprile 1972, per effetto della possibilità offerta alle banche di depositare presso la banca centrale i fondi eccedentari, per periodi superiori ad otto giorni e al tasso del 2,75 %. Ciò ha diminuito la convenienza delle banche a ridurre i tassi attivi e passivi. Per cui la Banca d'Italia, quando ad aprile 1972 ha ridotto il saggio di sconto dal 4,5 al 4 % e quello sulle anticipazioni garantite dal 4 al 3,5 %, ha anche abolito la facoltà delle banche di intrattenere presso di essa i depositi di cui si è detto più sopra. A seguito di queste misure le banche hanno deciso di ridurre dell'1 % i tassi attivi e passivi.

Il terreno è quindi favorevole ad un'ulteriore espansione dei flussi creditizi: occorre ora compiere gli sforzi necessari per stabilire nell'industria un contesto di relazioni fra i fattori produttivi nell'ambito del quale una politica espansiva possa operare su valori reali e non nominali.

*Belgio.* La fase di rallentamento economico iniziata nei primi mesi del 1971 con un indebolimento delle esportazioni e degli investimenti privati è divenuta più evidente nel corso dell'anno, quando le spese per beni di consumo durevoli e poi anche l'edilizia residenziale hanno perso vivacità. In contrasto con questi sviluppi, all'inizio dell'anno il panorama economico appariva ancora brillante; a quel tempo il bilancio governativo per il 1971 prevedeva un più ampio fabbisogno finanziario ed inoltre, atteso che il nuovo sistema appena introdotto di imposta sul valore aggiunto andava determinando un più rapido incremento dei prezzi a dispetto di più rigidi controlli diretti, le autorità monetarie si stavano ancora preoccupando di evitare un'ondata di spese a carattere speculativo.

Il saggio di sconto della Banca Nazionale venne abbassato dal 6,5 al 6% nel marzo 1971, soprattutto a causa degli avvenimenti esteri. Sul fronte interno, i finanziamenti degli investimenti erano stati esentati da vincoli quantitativi all'inizio del 1971, ma i limiti massimi sul credito bancario a breve, insieme con le speciali restrizioni dei prestiti al consumo, erano stati prorogati sino alla fine di settembre. A marzo, quando l'afflusso di capitali cominciava a gonfiare la liquidità bancaria, le passività nette delle banche verso l'estero sono state sottoposte a norme indicative, ed i loro massimali sui risconti sono stati abbassati. Poi, durante la crisi valutaria internazionale di maggio, sono state adottate misure per limitare i depositi in franchi di non residenti, convertibili sul mercato ufficiale.

In autunno la crescente disoccupazione costituiva motivo di preoccupazione. Per di più, la situazione valutaria è bruscamente mutata quando il franco, legato al fiorino olandese, si è apprezzato rispetto alle altre monete. A settembre sono state rimosse le limitazioni alle passività nette esterne delle banche, e poco dopo il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 5,5%, questa volta soprattutto in considerazione di fattori interni. I massimali sul credito bancario sono stati aboliti a fine settembre ed ai primi di ottobre è stata mitigata la regolamentazione delle vendite rateali. Inoltre, i limiti massimi sul risconto bancario sono stati elevati a fine dicembre in misura generalmente tale da ricostituire i coefficienti che vigevano prima della riduzione di marzo.

Dal canto suo, il governo ha accelerato le spese per lavori pubblici ed in settembre ha adottato provvedimenti per incentivare la costruzione di case popolari. Il suo fabbisogno finanziario netto per l'intero anno è salito a fr.belgi 33,8 miliardi, rispetto a fr.belgi 23,8 miliardi nel 1970. Nel contempo, al fine di contribuire alla riduzione dell'avanzo dei conti con l'estero, il governo ha continuato a diminuire il proprio indebitamento con l'estero nella misura di fr.belgi 29 miliardi. Tale fatto, nonchè una riduzione dei suoi debiti a breve verso l'interno, è stato reso possibile dalla forte espansione del mercato dei capitali all'interno dove, perfino a saggi decrescenti, il governo ha potuto raccogliere fr.belgi 63 miliardi, rispetto a fr.belgi 34 miliardi nel 1970. La più sostenuta domanda di titoli da parte del settore non bancario

ha indotto le autorità, all'inizio dell'autunno, a sollevare le banche ed alcuni altri istituti finanziari dall'impegno, da essi assunto anteriormente nell'anno, di investire almeno il 50% delle loro nuove risorse in titoli governativi.

Le attività finanziarie interne del settore privato si sono assai sviluppate. La crescita dell'offerta monetaria si è accelerata, ma i depositi a risparmio ordinario, i cui saggi erano stati mantenuti relativamente alti, hanno registrato uno sviluppo ancora maggiore. D'altro canto, l'espansione dei depositi a lungo termine è sensibilmente rallentata. Le emissioni azionarie nette hanno registrato un forte aumento, e la quota emessa dagli istituti finanziari è cresciuta da meno di un terzo nel 1970 ad oltre metà nel 1971.

Poichè un afflusso di fondi dall'estero ha fornito l'economia di liquidità, il credito del sistema bancario al settore privato è rimasto ben al di sotto dei limiti sino a settembre. Ma una successiva impennata ha portato l'aumento per l'intero anno a fr. belgi 37,5 miliardi, pari al 16% rispetto al 13% del 1970. I crediti accordati da altre istituzioni finanziarie, principalmente a lungo termine, sono saliti in misura modesta, ma le imprese hanno aumentato il loro ricorso al mercato dei capitali.

Lo scorso gennaio, il governo ha varato un vigoroso programma di incentivi, comprendente fr. belgi 17 miliardi di spese pubbliche supplementari per lo sviluppo delle infrastrutture nel 1972. La tassa provvisoria sulle esportazioni, stabilita un anno prima al momento dell'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto, è stata abolita. Sono state inoltre adottate misure per favorire l'edilizia residenziale e gli investimenti privati, tra le quali figurano una riduzione dell'imposta sul valore aggiunto sui beni strumentali e un rimborso delle imposte gravanti sulle scorte. Soprattutto per effetto di questi provvedimenti, il fabbisogno finanziario netto del governo ammonterà per il 1972 a fr. belgi 66 miliardi, e cioè a circa il doppio rispetto al 1971. Per quanto riguarda la politica monetaria si è ritenuto opportuno, tanto sotto il profilo interno che esterno, ridurre il saggio base di sconto della Banca Nazionale dal 5,5% al 4% in tre successive fasi nel corso del primo trimestre. I saggi attivi bancari sono diminuiti, ed in marzo le autorità hanno abbassato i saggi sui crediti a più lungo termine concessi dagli istituti di credito pubblico.

In primavera, piuttosto inaspettatamente, si sono manifestati i sintomi di una rinnovata espansione guidata da esportazioni e consumi. Tali sviluppi, che giungono quando la pressione di costi e salari è ancora forte, potrebbero presto porre la politica economica di fronte a un nuovo dilemma.

*Paesi Bassi.* A partire dalla primavera del 1971 la domanda si è indebolita e la disoccupazione è progressivamente aumentata. I principali motivi risiedono in un rallentamento della domanda estera e in una flessione degli investimenti aziendali derivante in parte da un restringimento dei profitti. L'espansione dei consumi pubblici e privati è anch'essa rallentata, mentre le spese del Governo in conto capitale e l'edilizia residenziale hanno registrato una considerevole ripresa rispetto al basso livello del 1970.

Non di meno, la spirale salari/prezzi ha acquistato forza. Dopo essere cresciuti del 12% nel 1970, lo scorso anno i salari sono aumentati ulteriormente del 13,5%, ed i prezzi al consumo sono saliti nel periodo da un dicembre all'altro dell'8,5% circa

rispetto al 5,5 % dell'anno prima. In un primo tempo il Governo ha tentato di limitare gli aumenti dei prezzi e dei salari. Quando tale accorgimento si è dimostrato di scarsa utilità — in quanto gli aumenti salariali temporaneamente proibiti erano successivamente concessi in misura ancor più generosa — le limitazioni di prezzi e salari sono state sospese nel mese di agosto e le autorità sono tornate a fare affidamento sulla volontaria collaborazione delle parti interessate. Peraltro la tendenza ascendente è continuata: in considerazione di tale pressione inflazionistica il bilancio per il 1972, presentato a settembre, è stato orientato verso criteri restrittivi con il prevedere uno sviluppo più moderato della spesa pubblica e un aumento di alcuni tipi d'imposta.

I limiti superiori sul credito bancario sono stati mantenuti nel 1971, ed il massimo sviluppo consentito all'espansione dei crediti a breve al settore privato è stato stabilito nel 9%. Comunque, non è stato difficile per le banche osservare queste limitazioni, in quanto il fabbisogno di liquidità dell'economia è stato soddisfatto mediante fondi esteri affluiti attraverso canali non soggetti ai controlli valutari.

Queste entrate di capitali hanno indotto le autorità ad adottare alcuni accorgimenti nel 1971 ed all'inizio del 1972. Per quanto fosse in un primo tempo in contrasto con le esigenze interne, si è ugualmente deciso di abbassare il saggio di sconto, in fasi successive, dal 6 al 4% nei dodici mesi terminati con l'aprile dell'anno corrente. Successivamente alla fluttuazione del fiorino sono state adottate misure di controllo valutario contro l'entrata di fondi a breve. In settembre poi, per limitare l'afflusso di capitali a lungo termine, che nel corso del precedente triennio era rapidamente aumentato, è stato costituito un mercato separato per le transazioni in titoli olandesi dei non residenti. Quale ulteriore misura per contrastare i movimenti di fondi dall'estero, sono state autorizzate emissioni internazionali per fiorini 900 milioni di titoli stilati in fiorini riservati a non residenti ed il cui ricavo doveva essere utilizzato all'estero. Poiché il riallineamento delle monete avvenuto in dicembre ha soltanto temporaneamente rallentato l'afflusso di fondi, nuove misure relative ai depositi di non residenti sono state adottate nel marzo 1972.

Il deficit finanziario del settore pubblico è salito nel 1971 a circa fiorini 4,5 miliardi, rispetto a fiorini 3,9 miliardi nel 1970. Peraltro, poiché l'indebitamento di tale settore sul mercato dei capitali è salito a fiorini 4,7 da 3,6 miliardi del 1970, il settore medesimo ha potuto ridurre il proprio ricorso alle banche e migliorare la propria posizione netta nei confronti della Nederlandsche Bank.

Il deficit finanziario del settore personale e aziendale è aumentato da fiorini 7,3 a 8,7 miliardi. Ma anche in questo caso il maggior ricorso al mercato dei capitali, unitamente ad una accumulazione alquanto minore di attività liquide, ha mantenuto l'indebitamento del settore verso le banche quasi al medesimo livello. Dal lato dell'offerta, sia le banche che gli investitori istituzionali hanno considerevolmente aumentato i propri impieghi sul mercato dei capitali.

Il volume globale netto dei fondi raccolti sul mercato dei capitali, compresi i collocamenti privati ed i mutui ipotecari, è aumentato di oltre il 20%, passando a fiorini 11,4 miliardi da fiorini 9,4 miliardi nel 1970. Un incremento di tale ampiezza, mentre ha contribuito a limitare la formazione di attività liquide, ha agito nel senso di mantenere i saggi d'interesse a lungo termine al livello del 7,5 % circa nel corso del-



l'anno, mentre i saggi a breve hanno accusato una brusca flessione. Nonostante i massicci afflussi di fondi esteri ed una accelerata crescita del prodotto nazionale lordo nominale, gli averi del pubblico in attività liquide (compresi i buoni del Tesoro ma escluso il grosso dei depositi a risparmio) sono aumentati nel 1971 solo all'incirca del 9%, leggermente meno che nel 1970. La liquidità bancaria è considerevolmente aumentata nel corso dell'anno rispecchiandosi in un cospicuo incremento delle attività nette sull'estero.

All'inizio del 1972 la domanda globale si è ulteriormente indebolita e la disoccupazione è salita al 3 % circa. In gennaio il Governo ha preso a fornire fondi per affrontare questi problemi su base regionale. Anche la politica monetaria è stata in marzo resa meno restrittiva mediante la sospensione dei massimali sul credito bancario e una riduzione del saggio di sconto. Peraltro, dal momento in cui la domanda di credito era divenuta più debole, ci si attendeva che lo sviluppo del credito bancario avrebbe dovuto mantenersi in limiti modesti. In aprile è stato annunciato che la sovrainposta anticiclica, che a gennaio 1972 era stata aumentata dal 3 al 5 %, sarebbe stata ricondotta al 3 % a partire da luglio. Secondo le previsioni, una decisiva svolta dell'economia non si verificherà prima della fine dell'anno. Tuttavia, in considerazione degli obiettivi a lungo termine in materia di bilancia dei pagamenti e della persistente inflazione dei costi, le autorità monetarie intendono proseguire sulla via di un cauto governo della liquidità.

*Svizzera.* Sebbene colpita nel 1971 dagli avvenimenti esterni, e pur avendo subito una brusca impennata della spirale salari/prezzi, la Svizzera, almeno in certa misura, è stata risparmiata da eccessive pressioni della domanda. L'attenuarsi della tensione va principalmente ascritto ad un rallentamento delle esportazioni e ad un indebolimento degli investimenti industriali. Non di meno, il settore dell'edilizia ha continuato ad operare a più che pieno regime, la spesa delle amministrazioni locali è rapidamente cresciuta e i consumi si sono fortemente sviluppati. Il mercato del lavoro non ha dato segni di minor tensione sin verso la fine del 1971, e anche successivamente non in misura notevole.

L'afflusso di capitali era già stato considerevole a fine 1970 ed inizio 1971, in quanto i saggi di interesse sugli euromercati, precedentemente elevati, erano scesi a livelli comparabili con quelli correnti nel paese. Poi, una volta aumentata l'incertezza sul mercato valutario, tanto fondi stranieri quanto capitali svizzeri in via di rimpatrio si versarono sul mercato finanziario interno. In queste circostanze, attesa la più pronta disponibilità di fondi non bancari e dato il rimborso dei crediti bancari, i massimali creditizi precedentemente imposti persero parecchio del loro significato. Non di meno la domanda globale era ancora sostenuta, per cui all'inizio di aprile si è deciso di prorogare i massimali sino a fine luglio 1972, consentendo ai prestiti di continuare ad espandersi ad un saggio massimo annuo dell'8,25 %, salvo speciali deroghe nel caso di mutui ipotecari e di anticipazioni alle pubbliche amministrazioni.

All'interno, l'effetto smorzante della rivalutazione del franco svizzero ai primi di maggio è stato rafforzato a giugno da un decreto federale che ha vietato in via provvisoria alcune categorie di nuove costruzioni. Ed in luglio, sebbene la direzione dei movimenti speculativi si fosse invertita ed i mercati valutari fossero più calmi, le auto-

rità hanno stipulato con le banche un nuovo accordo per salvaguardarsi da eventuali nuove ondate speculative.

La necessità di agire non doveva tardare. Di fronte a nuove massicce entrate di fondi nella prima quindicina di agosto, le autorità svizzere hanno cessato di acquistare dollari e hanno posto in essere alcune misure intese a contrastare l'aumento dei depositi di non residenti, a limitare le conversioni in franchi svizzeri per scopi commerciali e ad assicurare che le esportazioni autorizzate di capitali fossero immediatamente convertite in valuta estera.

Nel medesimo tempo, la Banca Nazionale Svizzera ha assunto un atteggiamento assai liberale nell'approvare emissioni estere e vasti prestiti bancari all'estero. Le emissioni nette di obbligazioni estere sono aumentate da fr.sv. 450 milioni nel 1970 a fr.sv. 1.620 milioni nel 1971, i crediti autorizzati a non residenti da fr.sv. 2.260 a 3.745 milioni e i collocamenti privati di titoli a medio termine in franchi svizzeri di non residenti da fr.sv. 1.770 a 4.740 milioni. Ulteriori esportazioni di capitale per fr.sv. 2,2 miliardi sono state approvate tra fine dicembre 1971 e metà febbraio 1972. Con il passare del tempo è tuttavia divenuto sempre più evidente che i nuovi prestiti esteri erano essi stessi strumenti per attirare nuovi afflussi di fondi stranieri. Al fine di far fronte a tale situazione, tra febbraio e maggio 1972, sono state adottate misure valutarie addizionali.

I crediti accordati a residenti dalle banche sono aumentati nel 1971 del 7% soltanto, rispetto a quasi il 10% nel 1970 e al 13% nel 1969. Nel contempo, l'espansione delle passività bancarie è caduta, in misura relativamente modesta, dal 20% circa del 1970 al 17% nel 1971. Di conseguenza, gli averi liquidi delle banche sono aumentati di circa un quarto, mentre si è grandemente accresciuta la loro posizione attiva netta sull'estero. Sul mercato dei capitali, nonostante un aumento nelle emissioni nette da fr.sv. 3,6 a 6,5 miliardi tra il 1970 ed il 1971, i saggi di interesse sono costantemente diminuiti. Durante l'anno la Banca Nazionale ha venduto l'intero portafoglio titoli per circa fr.sv. 150 milioni.

Successivamente al riallineamento valutario di dicembre, non vi è stato alcun considerevole riflusso di capitale estero. Nella primavera 1972, quando i sintomi di una accelerazione dei consumi e delle costruzioni sono divenuti evidenti, l'enorme sovrabbondanza di liquidità è divenuta motivo di crescente preoccupazione. E' stato perciò deciso, in conformità del "Gentleman's agreement" concluso nel settembre 1969 con le banche, di introdurre un obbligo minimo di riserva a fronte di ogni aumento delle passività interne a partire da fine luglio 1971. I coefficienti sono stati fissati in metà di quelli massimi previsti dall'accordo, e a fine aprile erano stati assorbiti circa fr.sv. 1,1 miliardi. Inoltre, un'interpretazione più restrittiva degli obblighi di riserva a fronte dell'aumento dei capitali di non residenti, ha dato luogo ad una considerevole sterilizzazione di fondi e ad ulteriori uscite di capitali.

*Austria.* Nel 1971 l'espansione è continuata ad un ritmo soddisfacente, in quanto un rallentamento della domanda estera è stato ampiamente compensato da un più rapido aumento della spesa interna. Sullo sfondo di crescenti tensioni sul mercato del lavoro, i guadagni salariali sono cresciuti nel 1971 molto più rapidamente. Atteso il notevole aumento dei prezzi all'importazione, l'incremento dei prezzi al consumo

si è considerevolmente accelerato nonostante le misure adottate per contenere alcuni prezzi controllati.

Orientato in senso alquanto restrittivo, il bilancio del governo, escluso il rimborso dei debiti, si è chiuso con un avanzo di scellini 1,8 miliardi rispetto ad un leggero deficit dell'anno precedente. Tale mutamento va ascritto al forte sviluppo delle entrate ed a limitazioni degli investimenti pubblici, che resero possibile la sterilizzazione di fondi presso la Banca Nazionale. Le operazioni di debito pubblico, che hanno tenuto conto di considerazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti, hanno comportato un indebitamento netto interno di scellini 1,1 miliardi ed una riduzione di scellini 1,4 miliardi nelle passività esterne.

La politica monetaria si è orientata in senso restrittivo, sebbene solo moderatamente e senza notevole successo. A partire dalla primavera principale fonte di preoccupazione è stato il modo di difendersi dagli afflussi di capitali a carattere speculativo. A tal fine, in connessione con la rivalutazione dello scellino a maggio, sono state adottate alcune misure selettive, comprendenti la sterilizzazione del 40% dell'aumento delle passività bancarie in scellini verso non residenti. Peraltro, i residenti hanno raccolto fondi esteri in considerevole misura, in parte a scopi di riporto, e le riserve ufficiali sono rapidamente aumentate. Dopo la crisi di agosto le entrate di fondi connesse a transazioni non commerciali sono state limitate, e si è provveduto a sterilizzare il 75% di ogni aumento delle passività in scellini verso non residenti. Inoltre, la Banca Nazionale ha emesso nella tarda estate circa scellini 5 miliardi di speciali certificati a tre mesi al fine di assorbire temporaneamente l'eccesso di liquidità.

Poichè le banche non hanno incontrato difficoltà nel far fronte ad una forte espansione della richiesta di credito, i loro prestiti interni (compresi gli acquisti netti di titoli) sono aumentati di scellini 37,9 miliardi nel 1971, rispetto a scellini 27 miliardi nel 1970. Anche le passività bancarie a medio e lungo termine sono aumentate ma alquanto meno rapidamente. Il volume della moneta è cresciuto del 17% circa contro una media del 7% circa durante il periodo 1967-1970. Nel corso dell'intero anno gli averi delle banche in attività liquide interne primarie e secondarie (comprese le facilitazioni creditizie della banca centrale non utilizzate) sono aumentati di scellini 7,7 miliardi, mentre le loro posizioni a breve sull'estero sono peggiorate di scellini 7,1 miliardi facendo emergere una passività netta di scellini 8,3 miliardi.

Poichè il riallineamento monetario di dicembre non ha determinato alcun flusso di fondi verso l'estero, nuove misure concernenti la liquidità sono state adottate a fine gennaio 1972. I coefficienti minimi di riserva sono stati aumentati dell'1% e la Banca Nazionale ha effettuato un'altra emissione di certificati, questa volta per scellini 1 miliardo, accompagnata da una speciale emissione governativa di obbligazioni decennali per scellini 1 miliardo il cui ricavo è stato sterilizzato. Inoltre, i massimali sul credito delle banche (stabiliti in relazione al loro capitale) sono stati ridotti di due punti ed il 75% dei fondi sterilizzati di cui sopra sono stati mantenuti tali sino alla fine di giugno. Per di più il governo ha bloccato certi impegni di spesa ed ha deciso di non attivare la parte di emergenza del bilancio 1972.

Nella primavera del 1972 l'espansione economica continuava ad un ritmo piuttosto vivace, ma si prevede entro l'anno un certo rallentamento seppure in presenza di un elevato saggio di aumento di prezzi e salari.

*Danimarca.* Dopo che, a metà del 1970, l'impulso espansivo ebbe esaurito il suo corso, l'attività economica è rallentata lo scorso anno sotto la persistente influenza di misure restrittive intese a ridurre l'elevato disavanzo della bilancia delle partite correnti. Dopo un periodo di intensa attività, l'edilizia residenziale è notevolmente calata di tono riprendendosi alquanto verso la fine del 1971. Inoltre, gli investimenti industriali in impianti ed attrezzature, esclusi le navi e gli aeromobili, sono leggermente diminuiti in termini reali ed i consumi si sono sviluppati lentamente. La disoccupazione ha preso quota ed il volume delle importazioni è scemato, sì che il saldo commerciale ha registrato un certo miglior andamento dall'inizio dell'estate.

Un inasprimento della politica fiscale nel 1970 è sfociato in un avanzo di bilancio di cor.dan. 2,9 miliardi per l'anno finanziario 1970-71 (aprile-marzo), e si prevedeva ne producesse uno più ampio nel 1971-72, sino a cor.dan. 3,5 miliardi, equivalenti a quasi il 3 % del prodotto nazionale lordo. Questi saldi attivi avrebbero dovuto dar luogo ad una rigorosa stretta di liquidità, che doveva peraltro essere mitigata da una leggera attenuazione del blocco del credito bancario (ad esclusione di quello erogato per l'edilizia popolare) in vigore sin dalla primavera del 1970. In conformità con tale programma, nella primavera del 1971 la Nationalbank ha sollevato le banche dall'obbligo, stabilito nel 1965, di congelare parte dell'incremento dei propri depositi, dopo di che i depositi bloccati già in essere sono stati gradualmente resi disponibili. Inoltre le banche, già pesantemente indebitate verso la banca centrale, si sono viste accordare nuove facilitazioni creditizie. Maggior importanza sotto il profilo della liquidità ha comunque rivestito l'intensificazione degli acquisti della Nationalbank di obbligazioni sul mercato aperto. Flessioni nei tassi d'interesse esteri sono state seguite da due riduzioni del saggio di sconto - dal 9 al 7,5 % - all'inizio del 1971, e da un'ulteriore diminuzione al 7 % nel gennaio 1972.

Il blocco dei prezzi introdotto nell'autunno del 1970 è stato abolito nella primavera del 1971 dopo che esso aveva fallito l'obiettivo prefissato di contribuire all'eliminazione dell'indicizzazione nei nuovi accordi salariali sulla base nazionale. I controlli dei prezzi, vigenti anteriormente, sono stati ristabiliti e rafforzati sì da prevenire il trasferimento sui prezzi di aumenti di fatto nella corsa salariale, e sono stati imposti limiti per la durata di un anno al pagamento dei dividendi. I prezzi hanno comunque continuato la loro ascesa ed i salari, compiendo un balzo per il secondo anno consecutivo, hanno spuntato miglioramenti del 15 % nel 1971. A partire dall'autunno, per sostenere il miglioramento della bilancia commerciale, una temporanea sovraimposta del 10 % sulle importazioni, e specialmente sui prodotti manifatturati, è stata introdotta con l'intesa di una sua graduale abolizione entro la primavera del 1973.

L'espansione del credito erogato dalle banche commerciali e dalle casse di risparmio è diminuita lo scorso anno a cor.dan. 2,1 miliardi, pari al 4,5 %, rimanendo quindi ben entro il limite massimo. Anche i crediti dell'estero sono cresciuti più lentamente, rispecchiando la flessione delle importazioni. Per contro, le emissioni obbligazionarie nette (in maggioranza cartelle ipotecarie) sono balzate da cor.dan. 6,7 a 10,2 miliardi, riprendendo così la sostenuta tendenza temporaneamente interrotta nel 1970. I depositi sono saliti di cor.dan. 5,2 miliardi, pari al 10 %, quasi metà dei quali è stata dalle banche impiegata in obbligazioni, attesa tanto la più debole richiesta di credito quanto le pressioni ridotte più del previsto sulle riserve bancarie.

La stretta di liquidità, in realtà, è risultata inferiore al previsto in quanto la politica fiscale si è rivelata molto meno restrittiva di quanto fosse stato programmato. Ciò è divenuto pienamente evidente solo dopo che le risultanze del bilancio 1971-72 hanno mostrato che il previsto saldo attivo non si era realizzato. Il bilancio 1972-73 prevede un avanzo di cor.dan. 2,3 miliardi. Sono state annunciate misure per migliorare i controlli di bilancio ed accelerare la riscossione dell'imposta sul reddito, che è risultata in notevole arretrato a causa del passaggio nel 1970 al sistema PAYE. Inoltre, i massimali sul credito bancario sono stati prorogati, sia pure marginalmente aumentati, sino alla fine dell'anno; e la Nationalbank ha istituito certificati di deposito, con scadenza più lunga ed interesse più elevato di quelli ordinari a tre mesi, al fine di assorbire liquidità bancaria che potrebbe diversamente dirigersi verso il mercato obbligazionario.

*Norvegia.* L'economia ha dimostrato anche lo scorso anno un considerevole grado di stabilità. Grazie ai vivaci consumi ed agli estesi investimenti sia nell'industria, sia nell'edilizia residenziale, la domanda interna è rimasta sostenuta, mentre la debole domanda estera è stata ampiamente compensata dall'accumulazione di scorte, in modo che il prodotto nazionale lordo ha registrato un incremento del 5 % in termini reali. Un ulteriore modesto cedimento della bilancia commerciale, insieme con un forte aumento delle importazioni di navi, è sfociato in un deficit della bilancia corrente notevolmente più ampio.

Dopo un'attenuazione della politica fiscale - di breve durata - all'inizio del 1970, misure restrittive assunte più avanti nell'anno preannunciarono il ritorno ad una fase di maggiori inasprimenti. Il bilancio del governo per il 1971 prevede un avanzo di cor.norv. 200 milioni (al netto delle operazioni di prestito), rispetto ad un deficit effettivo di cor.norv. 346 milioni nel 1970.

Con l'intento anche di frenare la domanda, gli obiettivi della politica creditizia per il 1971 hanno mirato a contenere lo sviluppo del credito interno entro circa gli stessi limiti del 1970. E' stata data priorità ai finanziamenti a lungo termine attraverso le banche statali ed il mercato obbligazionario, il che avrebbe dovuto accompagnarsi ad un rallentamento dei prestiti commerciali. Peraltro, poichè si è fatta sentire sempre più la necessità di fondi per finanziare l'accumulazione delle scorte, gli obiettivi sono stati rivisti in modo da consentire un considerevole incremento dei prestiti delle banche commerciali ed un modesto aumento di quelli concessi dalle casse di risparmio. Purtuttavia, l'attività creditizia è cresciuta più rapidamente di quanto voluto a causa di afflussi inaspettatamente ampi di capitali, ed all'inizio dell'estate, quando i limiti indicativi sono stati superati, si è provveduto ad imporre riserve obbligatorie di liquidità primaria dapprima alle casse di risparmio e poco dopo alle banche commerciali. In questo secondo caso le nuove riserve obbligatorie hanno sostituito quelle in vigore dalla fine del 1970. Le suddette riserve di liquidità primaria hanno prodotto il loro effetto gradualmente e non hanno impedito il continuo superamento dei limiti massimi indicativi; poichè ciò rifletteva peraltro soprattutto il finanziamento su vasta scala delle scorte, non sono state adottate ulteriori misure restrittive e, verso la fine dell'anno, una riduzione selettiva delle riserve obbligatorie e degli investimenti pure obbligatori in titoli a reddito fisso ha consentito alle banche settentrionali di accelerare la loro attività creditizia.

Il volume globale dei nuovi crediti accordati al settore privato ed alle amministrazioni municipali nel 1971 si è ragguagliato a cor.norv. 11,8 miliardi, con un incremento di cor.norv. 2,4 miliardi dei quali cor.norv. 1,3 miliardi sono stati costituiti da fondi esteri. Il nuovo credito scaturito da fonti interne si è perciò accresciuto di cor.norv. 1,1 miliardi, cui le banche commerciali hanno concorso per cor.norv. 0,6 miliardi e quelle statali per la maggior parte dei rimanenti 0,5 miliardi. Lo sviluppo dei prestiti delle banche commerciali è stato pari al 12,5 % per l'intero anno; esso è stato quasi uguale all'incremento dei depositi, ma le riserve libere delle banche sono diminuite e la loro posizione di liquidità è divenuta assai tesa a partire dall'autunno.

Nel quadro del bilancio il credito di nuova erogazione dovrebbe aumentare solo marginalmente nel 1972, ed è pure richiesto un certo rallentamento nel ritmo dell'attività creditizia delle banche commerciali in considerazione della priorità ancora assegnata ai finanziamenti a lungo termine. Col rallentamento della loro attività creditizia, l'obbligo delle casse di risparmio di detenere riserve di liquidità primaria è stato prima ridotto e poi abolito dal 1° aprile. Inoltre, per migliorare la liquidità delle imprese a fronte della meno forte domanda, si è deciso in primavera di anticipare di due anni la liberazione dei fondi congelati delle aziende da utilizzare a scopo di investimento. Sebbene la spesa del governo debba crescere, si prevede che il bilancio globale dia luogo nel 1972 ad un avanzo di cor.norv. 400 milioni. Si è anche convenuto che l'avanzo del sistema di sicurezza sociale dovrebbe essere incrementato, ed a tal fine i contributi degli impiegati sono stati considerevolmente aumentati. Il che, insieme con gli aumenti salariali previsti nei nuovi contratti collettivi biennali conclusi nella primavera del 1972, si prevede porterà nel prossimo biennio ad aumenti del 15 % per i costi salariali e dell'8-10 % per i prezzi, dando per scontata una certa attenuazione degli slittamenti salariali di fatto. Per di più, poichè il blocco dei prezzi della durata di un anno terminato lo scorso novembre non ha ottenuto che un modesto successo nel rallentare il saggio di incremento dei prezzi — dal 7 % circa nel 1970 a poco meno del 5 % nel 1971, non tenendo conto dell'aumento delle imposte indirette —, le prospettive di un contenimento dell'inflazione non appaiono molto brillanti.

*Svezia.* Lo scorso anno, per la prima volta dalla fine della guerra, lo sviluppo economico si è in Svezia praticamente arrestato. Per contenere le pressioni inflazionistiche, nel corso del 1970 si era fatto ricorso alla stretta creditizia e all'inasprimento della politica fiscale, i cui effetti si sono fatti sentire anche lo scorso anno in coincidenza con un progressivo indebolimento della domanda estera. Il conseguente sensibile rallentamento della domanda globale è stato caratterizzato dal rapido aumento del saggio di risparmio familiare, dalla forte decelerazione del ritmo di accumulazione delle scorte e dalla brusca contrazione degli investimenti delle autorità locali e dell'attività edilizia residenziale. La forza delle tendenze depressive non è stata peraltro avvertita sino a 1971 inoltrato, in parte perchè i consumi erano stati accelerati a fine 1970 in previsione dell'aumento, ai primi di gennaio 1971, dell'imposta sul valore aggiunto. L'ampiezza delle agitazioni industriali in primavera (sino ad allora quasi sconosciute in Svezia) ed il protrarsi dell'incertezza circa i nuovi accordi salariali nazionali, possono benissimo aver intensificato la recessione. La disoccupazione è andata crescendo sino agli ultimi mesi dell'anno, raggiungendo l'elevato livello del 2,5 %.

All'inizio del 1971 la politica economica si è basata sulla proiezione di un saggio reale di sviluppo di quasi il 3%; e la politica fiscale doveva mantenersi restrittiva al fine di consentire un'attenuazione della stretta monetaria. La liquidità bancaria era aumentata a fine 1970, ma l'attività creditizia delle banche commerciali è stata frenata da massimali sui crediti, esclusi i mutui all'edilizia residenziale. Tali massimali sono stati rimossi dall'inizio del 1971, nell'intesa che le banche avrebbero continuato a sostenere il programma edilizio del governo ed avrebbero orientato gli altri loro interventi soprattutto verso gli investimenti industriali senza aumentare il credito al consumo. L'abolizione dei massimali creditizi si è accompagnata ad un'attenuazione delle disposizioni sull'indebitamento bancario nei confronti della Riksbank, ed in primavera il saggio di sconto è stato in due volte ridotto dal 7 al 6%.

Da quel momento è andata manifestandosi la tendenza verso l'avanzo della bilancia corrente, ma altrettanto manifesti sono divenuti i sintomi recessivi. Il sostegno governativo alle commesse passate all'industria dalle amministrazioni locali ed un'accelerazione del programma edilizio hanno segnato l'inizio di una serie di misure anticicliche. Durante l'estate i fondi d'investimento bloccati delle aziende sono stati resi disponibili in tutto il paese e non, come prima, su base selettiva regionale. Il temporaneo sgravio fiscale del 10% sugli investimenti in macchinari, introdotto all'inizio dell'anno, è stato portato al 20% dopo l'abolizione a giugno dell'imposta provvisoria del 25% sulle costruzioni non prioritarie, introdotta nella primavera 1970. Dall'estate sono stati intensificati dal governo centrale i progetti edilizi e le ordinazioni all'industria, mentre il programma di costruzioni residenziali ed il sostegno governativo alle commesse passate all'industria dalle amministrazioni locali sono stati ampliati e seguiti da considerevoli stanziamenti per lavori pubblici destinati ad alleviare la disoccupazione. Nuovi provvedimenti adottati nel tardo autunno hanno riguardato aiuti governativi agli investimenti industriali destinati a combattere l'inquinamento ed il sostegno statale ai finanziamenti destinati all'accumulazione delle scorte nel 1972. Si prevede che il costo degli incentivi anticiclici nell'anno finanziario 1971-72 (luglio-giugno) dovrebbe portare il bilancio, anziché al quasi equilibrio originariamente programmato, ad un deficit di cor.sv. 3,7 miliardi.

L'incessante miglioramento delle riserve esterne ha offerto lo spunto in autunno ad una più accentuata attenuazione della politica monetaria. Due ulteriori riduzioni hanno condotto il saggio di sconto al 5% ed è stata abolita l'unica restante limitazione sui prestiti bancari, e cioè quella relativa al credito al consumo. Inoltre, è stato considerevolmente agevolato il ricorso dell'industria al finanziamento a lungo termine. Per ampliare il mercato dei titoli a reddito fisso, i coefficienti d'investimento del Fondo nazionale per le pensioni e degli istituti assicurativi privati sono stati ampliati, e si è volutamente allargato lo scarto tra il saggio di sconto e quello sulle obbligazioni; mentre il primo è stato ridotto quattro volte in tutto, il secondo è stato ritoccato verso il basso solo una volta e, in tale occasione, solo di un quarto di punto.

Il flusso creditizio netto globale ha registrato lo scorso anno un aumento di cor.sv. 5,2 miliardi, pari al 33%, dopo essere diminuito del 7 e 14% rispettivamente nel 1970 e 1969. A tale aumento, le sole banche commerciali hanno contribuito per cor.sv. 3,9 miliardi, controbilanciati in certa misura da una caduta negli altri prestiti bancari. Gli istituti assicurativi privati e, in maggior misura, il Fondo nazionale delle

Svezia: Flussi creditizi netti.

Creditori	Anni	Debitori				
		Governo	Autorità locali	Edilizia residenziale	Settore delle imprese	Totale
		milioni di corone svedesi				
Riksbank . . . . .	1969	1.510	—	— 10	— 20	1.480
	1970	1.600	—	30	—	1.630
	1971	1.520	—	30	30	1.520
Banche commerciali . . . . .	1969	1.530	220	1.180	650	3.580
	1970	— 840	300	1.990	— 140	1.310
	1971	1.360	430	600	2.820	5.210
Altre banche . . . . .	1969	— 10	350	2.560	680	3.580
	1970	1.090	220	1.640	1.010	3.960
	1971	— 700	350	1.680	1.170	2.500
Istituti pubblici di assicurazione . .	1969	590	600	2.810	1.610	5.610
	1970	760	690	3.270	2.040	6.760
	1971	950	820	4.140	3.270	9.180
Istituti privati di assicurazione . . .	1969	— 280	160	1.340	630	1.850
	1970	370	60	750	710	1.890
	1971	— 90	140	1.740	910	2.700
Altri creditori . . . . .	1969	460	— 10	—	690	1.140
	1970	230	10	10	230	480
	1971	— 410	10	40	510	150
Totale . . . . .	1969	3.800	1.320	7.880	4.240	17.240
	1970	3.210	1.280	7.690	3.850	16.030
	1971	2.630	1.750	8.160	8.720	21.260

pensioni hanno aumentato la propria attività di prestito. Il credito erogato da altre fonti interne è diminuito, rispecchiando la reintermediazione del credito, e l'afflusso netto di capitali privati dall'estero si è dimezzato passando da cor. sv. 2 a 1 miliardo. Gran parte del maggior flusso di fondi è andata al settore delle imprese, il cui indebitamento è balzato da cor. sv. 3,9 a 8,7 miliardi tra il 1970 ed il 1971. Nonostante la flessione dell'edilizia residenziale e degli investimenti delle amministrazioni locali, i fondi affluiti a questi due settori sono egualmente cresciuti. Tutti i settori hanno pertanto fruito di un considerevole aumento di liquidità. L'incremento dei prestiti delle banche commerciali al governo è stato in larga misura compensato dal fatto che le richieste di finanziamento per l'edilizia residenziale sono state soddisfatte dagli istituti assicurativi anziché dalle banche commerciali.

In connessione con l'ampio avanzo dei conti con l'estero e con la forte domanda di attività liquide, i depositi bancari sono cresciuti nell'anno di oltre il 10 %. Le banche hanno fatto fronte senza difficoltà ai coefficienti di cassa e di liquidità, ed hanno migliorato la posizione nei confronti della Riksbank. Il governo, oltre che aumentare il proprio indebitamento a lungo termine nel secondo semestre 1971, ha collocato, per la prima volta dal 1968, un prestito a breve presso le banche per assorbitarne la liquidità eccedentaria. Con tutto ciò, a partire dall'estate le banche si sono rese indipendenti dal credito della Riksbank.

Il blocco dei prezzi, introdotto nell'autunno del 1970 ed attenuato la scorsa estate, è stato sostituito da controlli all'inizio del 1972. Non tenendo conto degli aumenti dell'imposizione indiretta, il saggio d'incremento dei prezzi è da allora rallentato al 3,5 %.



Intorno al volgere dell'anno, grazie ai più vivaci investimenti, sembra essersi delineata una graduale ripresa economica.

*Finlandia.* Nel 1971, dopo due anni di rapida espansione, l'economia è entrata in fase di netta recessione. L'indebolimento dei mercati internazionali ha colpito in modo particolarmente duro le esportazioni finlandesi, ma misure intese a correggere il peggioramento della bilancia commerciale hanno indotto una leggera contrazione nel volume delle importazioni. Dopo il forte incremento del precedente biennio gli investimenti in abitazioni residenziali, macchinari ed attrezzature si sono stabilizzati. E siccome anche i consumi sono rallentati, il saggio reale di sviluppo è caduto dall'8 al 1% circa, mentre è aumentata la disoccupazione.

Poichè si erano andate formando forti pressioni salariali, è apparso evidente all'inizio del 1971 che gli accordi nazionali su prezzi e redditi avrebbero dovuto essere notevolmente mitigati. In tali circostanze, le politiche fiscali e monetaria sono state mantenute restrittive, con qualche ulteriore accumulazione di fondi anticiclici, ed i controlli su prezzi e affitti sono stati conservati. I nuovi contratti salariali nazionali — i quali, pur prevedendo incrementi medi piuttosto elevati, comportavano anche un considerevole restringimento dei differenziali salariali — hanno dato luogo a prolungati scioperi nelle industrie edilizia e metallurgica. Queste agitazioni sono sfociate in aumenti ancora più elevati i quali, a loro volta, hanno alimentato slittamenti salariali.

Aggravato dagli scioperi, il deficit commerciale si è rapidamente allargato e nella tarda primavera è stata adottata una serie di provvedimenti intesi a contenere le importazioni e stimolare gli investimenti. Dopo un brevissimo periodo in cui furono in vigore restrizioni quantitative delle importazioni, una sovrapposta sugli scambi del 15% (rafforzata da un'imposta di congruaggio sulle importazioni) è stata stabilita sui beni durevoli di consumo sino alla fine dell'anno. Il saggio di sconto, pari al 7% dal 1962, è stato elevato all'8,5%, con un aumento anche dei saggi bancari sui depositi vincolati e sulle operazioni attive. E' stato inoltre richiesto alle banche di ridurre i crediti al consumo, e si è dato inizio a misure per aumentare il flusso dei fondi all'industria, che includevano l'annuncio di una prossima liberazione dei fondi anticiclici delle imprese. Durante l'estate la Banca di Finlandia ha accresciuto i propri crediti all'esportazione e gli altri crediti diretti all'industria. Successivamente, in autunno, la decisione di rendere disponibili i fondi anticiclici per il periodo di un anno a partire dal settembre 1971 è stata accompagnata da un aumento, da MF 900 a 1.225 milioni, delle quote di indebitamento delle banche con la banca centrale. In dicembre è stato disposto, con effetto dal 1° gennaio 1972, un ribasso del saggio di sconto al 7,75%. I saggi bancari sono stati ridotti in misura corrispondente, eccettuati quelli sui crediti al consumo ed alle importazioni i quali sono rimasti immutati.

A fine 1971 l'accumulazione dei fondi anticiclici avvenuta nel corso dell'anno è stata ampiamente compensata dagli esborsi. Inoltre, un persistente afflusso di fondi dall'estero ha contribuito a migliorare la liquidità, così che le banche, senza ricorsi addizionali alla banca centrale, hanno potuto aumentare i loro crediti in misura leggermente superiore rispetto ai depositi. Per l'intero anno l'aumento del credito bancario si è ragguagliato ad un buon 15% e quello dei depositi a quasi il 14%, gli stessi saggi annui cioè del 1970.

Nel 1971, dopo tre anni di relativa stabilità dei prezzi, l'aumento annuo di quelli al consumo è salito dal 3 ad oltre l'8,5 %. Nella primavera 1972 i controlli su prezzi e affitti e gli accordi salariali sono stati prorogati di un altro anno, il che, si prevede, dovrebbe dare luogo ad un aumento dei prezzi al consumo del 6% circa. La maggior parte dei fondi anticiclici del governo dovranno essere usati entro il 1972, soprattutto per finanziare l'edilizia residenziale, mentre si prevede che gli investimenti privati si ravviveranno.

*Spagna.* Il sensibile rallentamento nel 1971 dello sviluppo produttivo è largamente dipeso dalle misure restrittive prima adottate per migliorare la bilancia dei pagamenti. Peraltro, all'inizio del 1971, la politica monetaria era già stata nuovamente orientata in senso espansivo. Senonchè, mentre le esportazioni hanno avuto una buona espansione e si è formato un ampio avanzo dei conti con l'estero, la programmata accelerazione della spesa pubblica ha preso l'avvio solo lentamente, gli investimenti produttivi sono diminuiti e la domanda di case e di beni di consumo durevoli si è indebolita. Inoltre, anche per reazione all'attenuazione dei vigenti meccanismi di controllo, l'aumento di salari e prezzi si è accelerato.

Nel gennaio 1971 sono state aperte più consistenti linee di credito alle industrie produttrici di beni strumentali ed alle esportazioni, le agevolazioni creditizie a favore dell'edilizia sono state migliorate ed i controlli sulle vendite rateali attenuati. In due fasi, a gennaio e aprile, il saggio di sconto della Banca di Spagna è stato abbassato dal 6,5 al 6%, ed i tassi applicati dalle banche e dalle istituzioni finanziarie sono stati correlativamente rettificati. Quando, in ottobre, gli afflussi speculativi di capitale hanno costituito un problema, sono stati adottati provvedimenti per limitare lo sviluppo dei depositi convertibili in pesetas di non residenti. Poco dopo, per ragioni sia interne che esterne, il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto di un punto sino al 5%. Inoltre, in novembre, il governo ha annunciato un nuovo programma di spesa pubblica per investimenti e costruzioni, nonchè uno sgravio fiscale del 7% a favore degli investimenti fissi delle società avviati prima del giugno 1972.

Rispecchiando soprattutto il più ampio avanzo esterno, lo sviluppo della moneta e quasi moneta, pari al 24%, è stato rapido anche in relazione ai livelli spagnoli, ma è seguito ad un saggio relativamente basso del 15% nel 1970. Nel medesimo tempo, il credito bancario al settore privato si è accelerato crescendo del 18%, rispetto al 15% del 1970. Nel quadro di un bilancio volto verso un modesto deficit, il governo ha aumentato il proprio indebitamento sul mercato interno dei capitali contribuendo quindi a tenere bassa la liquidità bancaria. Inoltre, una riduzione di quest'ultima è stata determinata dalle operazioni degli istituti ufficiali di credito i quali, in un contesto di debole domanda di credito, hanno migliorato la propria posizione nei confronti della Banca di Spagna. Peraltro, l'effetto sulla liquidità dell'avanzo dei conti con l'estero e della riduzione a gennaio, seguita a luglio dall'abolizione, dei depositi obbligatori sulle importazioni introdotti nel gennaio 1969, è stato molto più sensibile. L'azione compensatrice della Banca di Spagna, consistente soprattutto nel taglio a fine 1971 delle linee di sconto con le banche, è stata volutamente contenuta, così che le banche commerciali hanno potuto a fine anno far fronte al coefficiente di liquidità del 7%, introdotto a dicembre 1970, e conservare un margine di liquidità disponibile superiore al 4%.

Sul mercato dei valori mobiliari, le emissioni del settore privato sono state pari a pesetas 117 miliardi, praticamente cioè lo stesso alto livello raggiunto nel 1970. Inoltre, con il sostegno bancario, le emissioni nette del settore pubblico sono notevolmente aumentate, e quelle del Tesoro hanno raggiunto pesetas 62 miliardi, contro sole pesetas 11 miliardi nel 1970. In tale situazione, i saggi delle nuove emissioni, prima assai bassi, sono stati elevati a livelli più adatti a far fronte al fabbisogno del settore pubblico.

Nella primavera del 1972 si sono manifestati sintomi di una ripresa in atto, ma, atteso che il pieno impiego delle risorse si farà probabilmente attendere per qualche tempo, la politica monetaria è stata orientata nel senso di consentire una moderata espansione della liquidità bancaria.

*Portogallo.* Nel 1971 il ritmo generale di sviluppo si è leggermente rallentato. Le esportazioni sono cresciute in misura soddisfacente, e così pure i consumi e le spese correnti del governo, mentre invece gli investimenti hanno dato segni di debolezza. Rispecchiando in parte modifiche strutturali connesse allo sviluppo economico, l'inflazione è divenuta più acuta e le importazioni sono aumentate molto più delle esportazioni. Grazie tuttavia ad un forte aumento delle entrate per il turismo e delle rimesse, l'avanzo globale della bilancia dei pagamenti è considerevolmente migliorato.

In connessione con i maggiori acquisti netti di valuta estera da parte della Banca del Portogallo, le disponibilità di moneta e quasi moneta del settore privato sono salite del 21 % rispetto al solo 13 % del 1970. Mentre l'espansione dell'offerta di moneta si era quasi stabilizzata nel 1970, lo scorso anno essa si è ragguagliata al 13 % e la quasi moneta al 32 %. Il settore pubblico ha ulteriormente migliorato la propria posizione netta verso il sistema bancario. Sebbene le spese governative in conto investimenti previste dal piano di sviluppo si siano accelerate e le entrate tributarie si siano ridotte, i conti del Tesoro sono stati nuovamente attivi. Il credito bancario al settore privato è d'altro canto salito di quasi il 22 %, rispetto al 18 % circa del 1970. Nel medesimo tempo le banche hanno ridotto i loro debiti verso la Banca del Portogallo e, a fine anno, hanno potuto far fronte agli obblighi minimi di riserva con un margine soddisfacente. Un nuovo obbligo, in vigore da fine marzo 1972, impone alle banche di depositare almeno il 40 % delle loro attività liquide presso la Banca del Portogallo.

Le autorità hanno continuato i loro sforzi per aumentare la disponibilità di fondi a lungo termine per investimenti produttivi. Oltre ad un generale aggiustamento verso l'alto dei saggi di interesse all'inizio del 1971, sono state adottate misure per facilitare le operazioni su azioni e l'emissione di obbligazioni convertibili. Inoltre sono stati riorganizzati alcuni speciali fondi creditizi del governo. A novembre sono state introdotte restrizioni sul credito rateale al consumo. Ulteriori provvedimenti miranti a promuovere selettivamente le concessioni di finanziamenti a lungo termine nonché il mercato dei capitali, annunciati dal governo nella situazione di bilancio del 1972, costituiscono la prova che lo sviluppo dell'economia è l'oggetto in generale di crescente interesse.

*Jugoslavia.* L'intensificarsi dell'inflazione ed il crescente disavanzo esterno hanno portato all'adozione di nuovi provvedimenti al principio del 1971. Il dinaro è stato svalutato del 16,7 % in gennaio e, al tempo stesso, i limiti massimi sul credito sono

stati prorogati sino a marzo, il coefficiente di liquidità bancaria è stato elevato e le facilitazioni di sconto ridotte. Sebbene alcune imposte siano state alleggerite, si è convenuto che le autorità debbano sterilizzare gli aumenti di reddito oltre certi limiti. Nel secondo trimestre, peraltro, le restrizioni monetarie sono state alquanto attenuate, in parte per facilitare l'introduzione di modifiche istituzionali nel sistema del credito a breve e di quelle specialmente riguardanti il decentramento delle agevolazioni di sconto.

Nel primo semestre 1971 i persistenti elevati investimenti e la nuova ripresa nei consumi hanno intensificato la pressione sulle risorse dando luogo ad un ulteriore forte incremento dei prezzi e ad un altro vasto deficit commerciale. Intorno a metà anno la politica monetaria è stata peraltro nuovamente inasprita, elevando i coefficienti di liquidità e le riserve obbligatorie ed aumentando i massimali sul credito bancario globale e sui prestiti ai consumatori. Inoltre, un deposito obbligatorio in contanti del 30% è stato istituito a fronte dei nuovi investimenti, mentre è stata vietata l'esecuzione di alcuni progetti di imprese e pubbliche amministrazioni. Per di più, in luglio, sono stati fissati un sussidio del 6% alle esportazioni, restrizioni su alcune importazioni e riduzioni delle assegnazioni di valuta estera.

Dopo la metà del 1971 le pressioni si sono alquanto attenuate ed il deficit commerciale è diminuito, senza peraltro che l'aumento di prezzi e salari desse segni di cedimento. Nel novembre i prezzi sono stati quindi congelati e, successivamente, sono stati conclusi accordi per limitare l'incremento dei salari. A dicembre il dinaro è stato nuovamente svalutato, dell'11,8% rispetto al dollaro SU, e le licenze d'importazione ulteriormente limitate.

Nel 1971, l'espansione del prodotto sociale reale è stata del 9,5% circa, rispetto al 6% del 1970. Come in precedenza, la produzione industriale si è sviluppata un po' più rapidamente e quella agricola un po' meno. Il reddito personale è cresciuto nell'anno del 25%, e i prezzi al consumo del 16%. Rispetto a questi mutamenti gli aumenti delle variabili monetarie sembrano esser stati in certa misura mantenuti sotto controllo. Il credito a breve è aumentato del 15% durante l'anno, e cioè leggermente meno che nel 1970, mentre l'offerta di moneta è cresciuta del 14%, rispetto al 18% dell'anno precedente. Il deficit commerciale si è considerevolmente ampliato nel 1971: le esportazioni sono aumentate dell'8% e le importazioni del 13%. Tuttavia, l'incremento delle rimesse dall'estero e dei proventi del turismo ha contribuito a mantenere basso il disavanzo delle partite correnti.

Nel primo quadrimestre del 1972 l'espansione dell'offerta di moneta è bruscamente accelerata, in parte a causa di afflussi di fondi seguiti alla seconda svalutazione del dinaro. A maggio la Banca Nazionale ha quindi resa più restrittiva la politica monetaria cambiando i minimi di riserva obbligatoria e restringendo la disponibilità del credito presso la banca centrale.

*Australia.* Quando a fine 1969 l'equilibrata espansione aveva cominciato a surriscaldarsi, la politica monetaria aveva assunto un tono restrittivo e, dalla metà circa del 1970, le pressioni della domanda si erano attenuate. Peraltro, soprattutto a seguito di una decisione del tribunale nazionale per i salari nel dicembre 1970, i guadagni salariali medi salirono nel primo trimestre del 1971 al saggio del 7%, sino ad un livello su-

periore del 13 % circa a quello di un anno prima, e i prezzi al consumo presero a crescere rapidamente. In tale contesto, le politiche monetaria e fiscale hanno continuato ad avere carattere restrittivo fino a quando, a fine anno, si sono manifestati chiari sintomi di recessione. Il deficit della bilancia delle partite correnti è stato nel 1970 e 1971 inferiore rispetto al biennio precedente, in quanto le maggiori esportazioni di minerale hanno più che compensato l'indebolimento di certe esportazioni tradizionali, fra le quali specialmente quelle della lana. Maggiore sorpresa ha destato il fatto che le importazioni di capitali privati, le quali per qualche tempo si erano mediamente aggirate sui \$A 1 miliardo per anno, stessero aumentando ad un ritmo quasi doppio dall'inizio del 1971. Le attività ufficiali di riserva si sono quasi raddoppiate, salendo durante l'anno da \$SU 1,7 a 3,3 miliardi.

All'inizio del 1971 il governo ha annunciato alcune economie di bilancio ed ha sospeso un'esenzione fiscale del 20% precedentemente applicata in favore degli investimenti nell'industria manifatturiera. Essendo i saggi d'interesse rimasti elevati per gran parte dell'anno, la forte domanda di titoli governativi ha aiutato a mantenere sotto pressione la liquidità bancaria. Per evitare una stretta troppo severa, il coefficiente minimo delle riserve bancarie è stato abbassato in aprile dal 9,4 all'8,9%. In agosto il governo ha annunciato un severo inasprimento della politica fiscale, comprendente un'addizionale del 2,5 % di imposta sul reddito, una riduzione delle agevolazioni fiscali alle società ed aumenti di alcune imposte indirette e altri diritti, il tutto al fine di portare vicino all'equilibrio il bilancio dell'anno finanziario terminante a giugno 1972.

Gli investimenti e le esportazioni sono rimasti piuttosto vivaci sino alla fine dell'anno, ma un indebolimento dei consumi ha contribuito ad un progressivo rallentamento dell'attività globale ed ad un aumento della disoccupazione. In dicembre, al fine di promuovere un miglioramento delle condizioni creditizie, il coefficiente minimo di riserva bancaria è stato nuovamente abbassato al 7,1%, e parte delle risorse rese così disponibili sono state trasferite a speciali accantonamenti per il finanziamento dei prestiti a termine. Inoltre, i saggi d'interesse su prestiti e depositi delle banche commerciali superiori a \$A 50.000 sono stati ridotti a partire dal febbraio 1972, e alle banche è stata consentita una maggiore libertà nel ricercare saggi concorrenziali per le operazioni di maggiore importo.

Moneta e quasi moneta si sono accresciute del 9%, rispetto al 5 % del 1970, e la maggior parte di questo incremento ha riguardato i depositi vincolati ed a risparmio. La liquidità delle banche commerciali è aumentata verso la fine dell'anno, e, in presenza di una domanda di credito generalmente debole, le banche hanno considerevolmente aumentato i loro averi di titoli governativi.

In considerazione dell'accresciuto livello della disoccupazione, l'orientamento della politica fiscale è stato nettamente invertito all'inizio del 1972. Sono state prese misure per attenuare la disoccupazione agricola e, a febbraio, il governo ha annunciato la reintroduzione delle esenzioni fiscali sugli investimenti nonché incrementi alle spese di bilancio per il 1971-1972, specialmente sotto forma di contributi ai governi statali per l'esecuzione di programmi di lavori pubblici. Continuando l'afflusso di capitali, la situazione monetaria è ulteriormente migliorata, senza peraltro che si siano manifestati i segni di una ripresa della domanda globale.

*Sud Africa.* Dopo due anni di espansione piuttosto equilibrata, nel 1969-70 le pressioni della domanda sono divenute eccessive e le importazioni sono bruscamente aumentate. Con il declino delle esportazioni, soprattutto a causa delle sfavorevoli tendenze dei prezzi sul mercato mondiale, la bilancia delle partite correnti è divenuta fortemente deficitaria. Sotto l'influenza di provvedimenti restrittivi, nel 1971 lo sviluppo della produzione è rallentato, ma l'aumento dei prezzi si è accelerato e le importazioni si sono mantenute a livelli elevati. Il saldo negativo della bilancia corrente si è accresciuto e non ha potuto essere completamente compensato dai più elevati afflussi di capitale. Per conseguenza le riserve valutarie ufficiali sono diminuite di \$300 milioni, facendo seguito ad una caduta di quasi \$400 milioni nel 1970. Data la situazione, i controlli sulle importazioni sono stati inaspriti in novembre e il rand è stato svalutato in dicembre del 12,28 % rispetto all'oro.

I massimali già da lungo tempo imposti sulla maggior parte dei crediti bancari e su alcuni tipi di investimento delle banche sono stati estesi a fine 1970 sino a comprendere i prestiti erogati da altri istituti finanziari e, lo scorso anno, sono stati applicati molto severamente. Tali massimali sono stati portati tutti al medesimo livello, ad eccezione di quelli riguardanti i crediti all'agricoltura, e da marzo è stato chiesto alle banche di accendere depositi infruttiferi presso la Banca della Riserva a valere sui crediti accordati in eccesso ai limiti consentiti. Facendo seguito ad un aumento del saggio ufficiale, portato a marzo dal 5,5 al 6,5 %, le banche hanno elevato i tassi attivi e passivi. Dal canto suo, a ottobre 1970 il governo aveva introdotto o aumentato alcune imposte indirette ed aveva inasprito le restrizioni sulle vendite rateali. Queste misure sono state seguite in febbraio e marzo 1971 da ulteriori aumenti delle imposte sulle vendite e sui consumi, nonché da un aumento del 5 % della sovraimposta sul reddito personale e da una elevazione delle aliquote delle imposte provvisorie applicate al reddito delle persone e delle società.

Sebbene gli investimenti fissi privati nell'industria manifatturiera continuassero ad aumentare, le pressioni della domanda globale si sono progressivamente attenuate, poichè le spese per beni di consumo durevoli sono diminuite e le esportazioni sono rimaste deboli. Con un aumento del 27 % nelle spese del governo e con un minore afflusso di entrate, il bilancio per l'anno civile 1971 ha presentato un deficit di rand 845 milioni, circa doppio di quello registrato nel 1970. Inoltre, il governo ha dovuto aumentare considerevolmente il ricorso alla banca centrale, nonostante le speciali misure adottate per promuovere il collocamento di titoli governativi presso il settore non bancario, misure comprendenti più elevati saggi di interesse, privilegi fiscali e un aumento della quota delle attività proprie che gli istituti previdenziali, assicurativi e ipotecari sono tenuti ad investire in determinati titoli. D'altro canto il credito del sistema bancario al settore privato è aumentato meno dell'8 %, rispetto al 10 % del 1970 e al 18 % del 1969. Rispecchiando in parte il disavanzo esterno, moneta e quasi moneta si sono sviluppate solamente del 7 %, rispetto al bassissimo incremento del 5 % nel 1970 e di oltre 10 % nel 1969.

La politica monetaria è rimasta restrittiva dopo la svalutazione. Da aprile 1972, per incentivare esportazioni e investimenti è stato consentito alle banche di superare i vigenti massimali nella misura del 5 % per i crediti a breve e del 10 % per il finanziamento degli investimenti. Il bilancio governativo 1972/1973, presentato a marzo,

ha previsto alcune esenzioni fiscali a carattere selettivo, specialmente a favore degli investimenti e degli aumenti delle esportazioni, ma si è posto l'obiettivo di limitare al 6% l'incremento della spesa pubblica durante l'anno.

*Paesi dell'Europa orientale.* Nell'Unione Sovietica il rallentamento accusato lo scorso anno dallo sviluppo dell'economia va principalmente ascrivito a quello della produzione agricola, seguito alla forte ripresa del 1970. L'attenuazione del ritmo degli investimenti, implicante un numero crescente di progetti di investimento incompiuti ed il ritardo - considerato eccessivo - nel conseguire la piena utilizzazione del potenziale produttivo, si è rispecchiata in una leggera decelerazione nel saggio di espansione della produzione industriale e dell'attività edilizia, nonché in un più lento accrescimento della produttività. Più modesti aumenti dei salari nominali, per quanto compensati in parte dal miglioramento delle pensioni sociali, hanno dato luogo ad un'espansione meno vivace del reddito reale e delle vendite al dettaglio. In autunno, date le continue disfunzioni nel meccanismo di adeguamento dell'offerta di beni di consumo, le autorità hanno introdotto nuovi incentivi per stimolare la produzione di beni di largo consumo. Lo sviluppo del commercio con l'estero si è sensibilmente indebolito durante l'anno, rispecchiando in particolare una certa diminuzione delle importazioni dopo l'incremento del 13,6% nel 1970. Gli obiettivi per il 1972 si prefiggono un aumento relativamente rapido della produzione di beni di consumo, pur prevedendosi un certo rallentamento del saggio di espansione della produzione industriale. Fra l'altro, la politica economica mira principalmente ad un ulteriore sviluppo del settore dei servizi, al miglioramento qualitativo dei prodotti e al più rapido incremento globale della produttività.

**Economie dei paesi dell'Europa orientale:  
Produzione per settori e reddito nazionale prodotto.**

Paesi	Reddito lordo						Reddito nazionale prodotto <sup>1</sup>	
	Industria		Agricoltura		Edilizia			
	1970	1971	1970	1971	1970	1971	1970	1971
	aumenti annuali reali, in percento							
Bulgaria . . . . .	9,3	9,5	3,6	3,1	13,2	5,9	7,2	5,5 <sup>2</sup>
Cecoslovacchia . . . . .	8,5	6,9	1,1	2,8	7,9	9,7	5,8	4,6
Repubblica Democratica Tedesca . . . . .	6,5	5,5	3,7	.	4,0	5,7	5,2	4,5
Polonia . . . . .	8,5	8,0	2,2	3,7	4,6	8,7	5,2	7,5 <sup>2</sup>
Romania . . . . .	11,9	11,5	— 5,2	18,2	14,0	10,6	6,6	12,5
Ungheria . . . . .	7,3	5,0	— 5,0	9,0	12,2	9,5	4,9	7,5
URSS . . . . .	8,5	7,8	10,3	—	11,4	9,0	9,0	6,0 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Prodotto materiale netto.    <sup>2</sup> Stime.

Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1971*.

Nella *Repubblica Democratica Tedesca* gli adeguamenti strutturali hanno avuto la precedenza, lo scorso anno, sull'obiettivo di conseguire un rapido sviluppo. Il reddito nazionale è cresciuto soltanto del 4,5%, rispetto alla media del 5,2% del precedente quinquennio. La produzione agricola ha nuovamente accusato le conseguenze della siccità, ma l'edilizia è considerevolmente cresciuta e la produzione indu-

striale si è solo leggermente indebolita a fronte della mancanza di energia e di manodopera. Gli investimenti si sono livellati, nonostante gli sforzi di razionalizzazione produttiva compiuti per sostenere i guadagni di produttività. La produzione di beni di consumo è stata particolarmente incoraggiata ma alcune carenze nell'offerta hanno potuto essere colmate solo da più elevate importazioni. Nondimeno, le vendite al dettaglio in termini monetari sono cresciute sensibilmente meno che negli anni precedenti. Il volume degli scambi con l'estero è aumentato del 6%, rispetto al 14% del 1970. In considerazione del persistente squilibrio strutturale, i programmi economici per il 1972 hanno preventivato un modesto sviluppo analogo a quello dell'anno precedente.

In *Polonia*, all'inizio del 1971, gli obiettivi economici sono stati mutati nell'intento di migliorare il tenore di vita. La produzione dei beni di consumo ha ricevuto maggior impulso, salari e pensioni sono stati aumentati e i precedenti aumenti dei prezzi dei generi alimentari sono stati annullati. I salari reali sono quindi aumentati del 5,3% nell'anno - rispetto ad una media di più lungo periodo inferiore al 2% - sebbene i progressi della produttività si siano attenuati. I consumi privati si sono sviluppati dell'8% circa, il più alto aumento cioè dell'Europa orientale. L'adeguamento della produzione non è stato peraltro abbastanza rapido per far fronte alla crescente domanda e le importazioni di beni di consumo - segnatamente di generi alimentari - sono considerevolmente aumentate sebbene a scapito delle altre importazioni. In termini di valore, gli acquisti globali di merci dall'estero si sono sviluppati dell'11,9% nel 1971, rispetto al 12,5% circa in ciascuno dei due anni precedenti. Le esportazioni, pur se favorite da adeguamenti nei prezzi e nei tassi di cambio, sono cresciute soltanto del 9,2%, rispetto al 13% circa del 1970. Di conseguenza il deficit commerciale è sensibilmente cresciuto, ma è stato più che coperto dal maggior avanzo delle partite invisibili. Il prodotto materiale netto è cresciuto del 7,5% circa, essendo stato compensato il lieve rallentamento della produzione industriale dai migliori risultati dell'agricoltura e dell'edilizia. Gli obiettivi produttivi per il 1972 prevedono una leggera decelerazione dell'espansione industriale e un ulteriore spostamento d'indirizzo verso i beni di consumo.

In *Cecoslovacchia* l'attività edilizia si è sviluppata lo scorso anno più rapidamente ed i risultati dell'agricoltura sono stati migliori di quelli del 1970. Per contro, scarsità di energia e di manodopera hanno tendenzialmente frenato l'espansione della produzione industriale. E' stata pertanto data priorità agli investimenti diretti ad incrementare l'offerta di carburanti ed elettricità e a migliorare la produttività. Anche lo scorso anno la produttività industriale è tuttavia cresciuta del 6,5%, che è il più alto saggio d'incremento dell'Europa orientale. Tale aumento, insieme all'attenuazione del blocco salariale e a riduzioni dei prezzi al consumo, ha dato luogo ad un più rapido incremento del reddito reale e dei consumi privati. Lo sviluppo delle importazioni è rallentato in maggior misura di quello delle esportazioni, cosicché l'avanzo commerciale - riapparso nel 1970 - è considerevolmente aumentato. In considerazione della scarsità di risorse inutilizzate, il programma economico per il 1972 si propone uno sviluppo relativamente meno rapido, mentre pone l'accento sui miglioramenti strutturali e sui progressi nella produttività del lavoro.

In *Ungheria* il persistente rapido sviluppo degli investimenti ha posto nel 1971 l'economia sotto una certa pressione. Per attenuarla, si è provveduto a posporre



programmi di investimento su larga scala, a restringere l'erogazione del credito ed a ridurre i sussidi all'industria. Inoltre si è consentito l'aumento dei prezzi, particolarmente di quelli dell'edilizia, al fine di contenere la domanda interna. Sebbene la produzione industriale sia cresciuta più lentamente, il reddito nazionale si è sviluppato più celermente grazie alla buona ripresa della produzione agricola e alla persistente tendenza ascendente dell'edilizia. I guadagni di produttività sono diminuiti e, in presenza di un più rapido incremento del costo della vita, la crescita dei salari reali è rallentata. Di conseguenza, l'espansione delle vendite al dettaglio ha ceduto nonostante l'accresciuta offerta di beni di consumo. Rispecchiando in parte l'alto livello degli investimenti, le importazioni sono cresciute del 19%, rispetto al 30% del 1970. Le esportazioni, per contro, sono salite dell'8% soltanto, soprattutto a causa dell'indebolita domanda dell'Europa occidentale. Il deficit commerciale si è considerevolmente ampliato e sono stati compiuti sforzi per contenere l'aumento delle importazioni. Elemento caratteristico dell'anno è stato, a giugno, il collocamento sul mercato internazionale delle obbligazioni di un prestito decennale di \$ 25 milioni, all'8,75%, da parte della Banca Nazionale. Il piano economico per il 1972 mira ad un più moderato saggio di sviluppo, fondato sulla stabilizzazione degli investimenti all'attuale elevato livello, ed a migliorare lo squilibrio della bilancia commerciale.

In *Romania* l'espansione del reddito nazionale prodotto è stata quasi doppia di quella registrata nel 1970 grazie alle favorevoli condizioni climatiche ed alla conseguente rapida ripresa della produzione agricola, danneggiata dalle inondazioni l'anno precedente. La produzione industriale ha continuato ad espandersi rapidamente, grazie al contributo del forte incremento delle forze di lavoro. Il crescente impiego di manodopera non qualificata ha peraltro agito in senso negativo sulla produttività. Tuttavia, gli investimenti, specialmente quelli nell'industria petrolchimica, sono stati ancora elevati. Speciali misure sono state adottate per ridurre le discrepanze fra i redditi nominali agricoli e industriali, ma, in generale, i salari nominali e reali sono cresciuti molto meno che nel 1970. Questa flessione ha fatto parte di un disegno concertato per indirizzare le risorse verso le esportazioni. Nel medesimo tempo le importazioni sono state contenute, la bilancia commerciale è divenuta attiva e parte dell'indebitamento con l'estero del 1969 e 1970 ha potuto essere rimborsato. Nuove disposizioni di legge hanno previsto una certa liberalizzazione del commercio estero e la decentralizzazione della relativa gestione. Inoltre, sono state prese misure per consentire alle imprese estere di assumere partecipazioni nelle aziende rumene e di aprire filiali di vendita in Romania. Il nuovo piano quinquennale si propone di continuare nel rapido sviluppo globale e dedica ancora particolare importanza agli investimenti.

In *Bulgaria* i provvedimenti adottati a fine 1970 hanno previsto un maggior accentramento della gestione dell'industria e dell'agricoltura ed un più celere saggio di industrializzazione, ma i loro effetti si faranno sentire gradualmente. Intanto, lo scorso anno è scemato lo sviluppo del reddito nazionale, soprattutto in conseguenza della tendenza della produzione edilizia e industriale. L'aumento di quest'ultima è stato ancora soddisfacente, anche se la produzione di alcuni settori chiave riguardanti i beni strumentali è stata inferiore alle aspettative. La produzione dei beni di consumo, sebbene particolarmente stimolata, ha continuato ad essere inadeguata.

alla domanda. La scarsità di manodopera qualificata e il numero crescente di progetti d'investimento incompiuti hanno contribuito a rallentare la crescita registratasi nella produttività. I salari reali hanno manifestato un aumento assai soddisfacente, in parte perchè il livello dei prezzi è stato mantenuto praticamente stabile attraverso la riduzione di quelli dei beni industriali in modo da compensare gli aumenti per i prodotti alimentari. Le importazioni sono cresciute del 14,7% nel 1971, dopo che nel precedente biennio erano state severamente compresse. Le esportazioni si sono sviluppate meno, solo dell'8,8%, ma il saldo commerciale è rimasto attivo. Sebbene si sia manifestata una scarsità di certe risorse, il nuovo piano quinquennale prevede un elevato saggio di sviluppo.

### III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Lo scorso anno il saggio di incremento del commercio internazionale, pari in termini di valore all'11,5 %, è stato ancora una volta elevato, e ciò soprattutto se si tiene conto della ripresa economica tutt'altro che rapida nel Nord America, del rallentamento verificatosi in molti altri paesi industriali e delle incertezze derivanti dalla crisi valutaria. L'incremento stesso è stato di tre punti inferiore al 1970, pur avendo superato la media del 9 % circa del decennio 1960-69. Ciò perde comunque d'importanza ove si consideri l'aumento dei prezzi medi delle merci a mercato internazionale, pari al 5 % e di poco inferiore a quello del 1970, rispetto agli incrementi annui di circa soltanto l'1 % degli anni sessanta. Per di più, raffrontando il 1971 con il 1967 - in cui la domanda mondiale era pure debole - si rileva che in entrambi gli anni l'ampliamento di volume è stato all'incirca di uguale entità, cioè intorno al 5-6 %, rispetto all'incremento medio dell'8 % negli anni sessanta. La ragione per cui l'aumento dei prezzi in dollari del commercio internazionale è stato contenuto solo in modesta misura l'anno scorso è da ricercarsi nella persistente inflazione dei paesi industriali. Comunque, su tale fenomeno hanno pure influito alcuni fattori particolari, quali il deprezzamento del dollaro nei confronti delle altre monete, nonché gli accordi

#### Commercio mondiale.

Area	Esportazioni (f. o. b.)		Importazioni (c. i. f.)		Saggi d'incremento delle			
					esportazioni		importazioni	
	1970	1971	1970	1971	1970	1971	1970	1971
	miliardi di dollari SU				percentuali			
<b>Aree sviluppate</b>								
Europa occidentale								
Paesi CEE	88,7	101,1	88,7	100,0	17,0	14,0	17,0	13,0
Paesi EFTA <sup>1</sup>	43,3	48,5	51,2	56,0	13,0	12,0	16,0	9,5
Altri paesi	6,5	7,4	12,3	13,5	18,0	14,0	18,5	10,0
<b>Totale</b>	<b>138,5</b>	<b>157,0</b>	<b>152,2</b>	<b>169,5</b>	<b>15,5</b>	<b>13,5</b>	<b>17,0</b>	<b>11,5</b>
Stati Uniti	43,2	44,1	42,5	48,5	13,5	2,0	11,0	14,0
Canada	16,8	18,3	14,5	16,8	16,5	9,0	2,0	15,5
Giappone	19,3	24,0	18,9	19,7	21,0	24,5	25,5	4,5
Altri paesi <sup>2</sup>	8,2	8,9	10,2	11,0	7,0	9,0	16,0	7,5
<b>Totale</b>	<b>226,0</b>	<b>252,3</b>	<b>238,3</b>	<b>265,5</b>	<b>15,5</b>	<b>11,5</b>	<b>15,5</b>	<b>11,5</b>
<b>Aree in via di sviluppo</b>								
America latina	13,8	.	14,0	.	11,5	.	13,0	.
Altre aree	40,3	.	41,6	.	11,0	.	11,0	.
<b>Totale</b>	<b>54,1</b>	<b>60,0</b>	<b>55,6</b>	<b>63,0</b>	<b>11,5</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>	<b>13,5</b>
<b>Totale complessivo<sup>3</sup></b>	<b>280,1</b>	<b>312,3</b>	<b>293,9</b>	<b>328,5</b>	<b>14,5</b>	<b>11,5</b>	<b>14,5</b>	<b>11,5</b>

<sup>1</sup> Compresa Finlandia e Islanda. <sup>2</sup> Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa. <sup>3</sup> Rappresenta il 90 % circa del commercio mondiale in quanto esportazioni ed importazioni delle economie pianificate sono comprese solo nella misura in cui esse si riflettono nel commercio col resto del mondo.

sul prezzo del petrolio che hanno dato origine, nel corso dell'anno, a rialzi del 20% dei prezzi dei combustibili esportati.

Esprese in dollari SU, le ragioni di scambio sia delle aree industrializzate che di quelle in via di sviluppo non hanno presentato variazioni globali l'anno scorso, anche se le tendenze all'interno delle due aree sono state alquanto difformi. Nelle aree in via di sviluppo, si è registrato un netto contrasto tra i paesi produttori di petrolio e gli altri. Infatti, i prodotti primari diversi dai combustibili hanno in generale manifestato una tendenza a prezzi cedenti, quantunque vi siano state delle eccezioni nel caso di alcuni importanti prodotti agricoli. Nei paesi industrializzati, a fronte del peggioramento dei termini di scambio del Nord America, si sono avute tendenze opposte in Europa ed in Giappone. I prezzi dei prodotti manufatti sono saliti del 6%; anche in questo caso, tuttavia, le cifre sono inflazionate dal fatto di essere espresse in termini di dollari.

Tanto le esportazioni che le importazioni dei paesi industriali si sono incrementate dell'11,5%, sebbene ciò rifletta importanti transazioni che si sono compensate tra il Nord America e gli altri paesi, il Giappone in particolare. L'aumento delle vendite all'estero delle aree in via di sviluppo è sceso solo in misura marginale, mentre gli acquisti si sono ampliati più rapidamente. L'inverso si è verificato nei paesi a economia pianificata, dove le esportazioni sono sì aumentate in misura maggiore rispetto alle importazioni, ma con un tasso medio dell'8% circa, notevolmente inferiore a quello del resto del mondo.

La più rilevante flessione dell'incremento delle importazioni è stata registrata in Giappone: dal 25,5% nel 1970 al 4,5% l'anno scorso. Anche l'Australia ed il Sud Africa hanno manifestato un notevole decremento a causa della debole domanda interna. Solamente nel Nord America le importazioni hanno guadagnato terreno in dipendenza sia dell'incipiente fase ciclica volta al rialzo sia delle aspettative di svalutazione del dollaro canadese e del dollaro SU rispetto alle altre maggiori valute. L'accelerazione è stata particolarmente forte in Canada, dove le importazioni si sono

Sviluppo delle esportazioni dalle principali aree industriali.

Esportazioni da	Anni	Esportazioni verso						
		Europa occidentale		America del Nord	Giappone	Altri paesi sviluppati <sup>2</sup>	Paesi in via di sviluppo	Totale
		Paesi CEE	Paesi EFTA <sup>1</sup>					
percentuali rispetto all'anno precedente, basate sul valore in dollari								
Paesi CEE . . .	1969	26,0	14,0	4,5	16,0	12,5	11,5	18,0
	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	15,0	15,5	17,0
	1971	14,5	12,5	18,0	— 4,5	10,5	12,5	14,0
Paesi EFTA <sup>1</sup> . .	1969	18,5	16,5	5,0	29,5	13,5	16,5	15,0
	1970	15,0	19,5	3,0	14,5	10,5	9,0	13,0
	1971	8,5	11,5	16,5	6,5	11,0	9,0	12,0
America del Nord	1969	14,5	4,5	14,0	16,0	5,0	4,0	10,0
	1970	23,5	16,5	3,5	33,0	19,0	17,5	14,5
	1971	— 1,0	— 5,0	14,5	—10,5	3,0	3,5	4,0
Giappone . . . .	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
	1971	25,5	21,5	29,0	—	10,0	25,5	24,5

<sup>1</sup> Compresa la Finlandia e l'Islanda. <sup>2</sup> Compresi i paesi a economia pianificata.

dilatate del 15,5 % nel 1971, in confronto al 2 % nel 1970. In Europa la contrazione più accentuata si è avuta nell'area EFTA, in gran parte per effetto degli sviluppi nei paesi scandinavi.

Per quanto concerne le esportazioni, la riduzione più notevole si è verificata nel Nord America: sia gli Stati Uniti che il Canada hanno registrato un effettivo declino, prossimo al ristagno, nel commercio con l'Europa ed il Giappone, anche se ciò è stato in qualche modo compensato (per un 14,5 %) da esportazioni SU verso il Canada e da vendite canadesi agli Stati Uniti. All'altro estremo, le esportazioni del Giappone hanno subito un'ulteriore accelerazione, in particolare verso Stati Uniti e Canada. In Europa, l'aumento delle vendite all'estero dei Paesi CEE è stata in certo senso moderata dagli sviluppi interni dell'area e dall'avversa tendenza degli scambi con il Giappone. Nell'area EFTA, d'altro canto, il tasso d'incremento è rimasto abbastanza sostenuto, grazie soprattutto ai buoni risultati ottenuti nel Regno Unito.

### **Bilance dei pagamenti.**

Tra gli effetti collaterali degli aggiustamenti dei tassi di cambio dell'anno scorso, vi è la difficoltà di ottenere dei dati omogenei relativamente alle bilance dei pagamenti del 1971, essendo il dollaro SU preso come denominatore comune nella presentazione dei dati di tutti i paesi. Vi sono due problemi di base. Anzitutto, le procedure ufficiali di conversione del dollaro non sono state uniformi nei vari paesi. Alcuni di essi, infatti, hanno continuato ad applicare, a scopi di conversione, la vecchia parità con il dollaro fino alla fine del 1971. Inoltre, i saldi globali in termini di dollari SU, nella forma in cui sono stati ufficialmente presentati dai paesi, sono distorti da rettifiche di valutazione relative alla posizione monetaria esterna.

Quanto al secondo problema, le variazioni dei saldi globali dovute a rettifiche di valutazione nel 1971 sono state eliminate nella misura in cui le statistiche disponibili lo consentono. Peraltro, pur con queste limitazioni quanto ai dati, i margini di errore non dovrebbero essere tali da impedire, in un'ampia prospettiva, l'esame degli sviluppi degli scambi e dei pagamenti verificatisi l'anno scorso.

Passando ai conti delle partite correnti dei paesi appartenenti al Gruppo dei dieci, l'anno scorso gli Stati Uniti hanno costituito l'unico caso in cui si è registrato un ampio disavanzo. Tutti gli altri paesi hanno chiuso in attivo, ad eccezione dei Paesi Bassi che hanno avuto un modesto disavanzo e della Francia, il cui saldo negativo nei confronti dei paesi al di fuori dell'area del franco sembra sia stato compensato da un'eccedenza all'interno dell'area stessa. Escludendo gli Stati Uniti, l'avanzo complessivo è stato di circa \$ 11 miliardi, ovvero intorno all'1 % del prodotto nazionale lordo aggregato degli altri paesi. L'apporto maggiore è venuto dal Giappone, dal Regno Unito e dall'Italia.

Il nerbo della bilancia corrente del Giappone è dato dagli scambi di merci, il cui avanzo si è progressivamente accresciuto negli anni sessanta fino a culminare l'anno passato in \$ 8 miliardi. Nel Regno Unito ed in Italia, in cui storicamente la fonte principale di introiti è costituita dalle partite invisibili, il saldo commerciale netto è stato pure notevole. La Germania si è distinta tanto per l'enorme avanzo commerciale quanto per il deficit delle partite invisibili, il più alto nel mondo. Quest'ul-

**Bilance dei pagamenti dei paesi appartenenti al Gruppo dei dieci.<sup>1</sup>**

Paesi	Periodi	Bilancia commerciale (f.o.b.)	Servizi e trasferimenti	Bilancia corrente	Movimenti netti di capitali <sup>2</sup>	Saldo globale <sup>3</sup>
		milioni di dollari SU				
Belgio-Lussemburgo <sup>4</sup> . . .	1961-65	—	+ 35	+ 35	+ 25	+ 60
	1966-70	+ 185	+ 10	+ 195	— 170	+ 25
	1971	+ 850	+ 20	+ 870	— 685	+ 185
Francia <sup>4</sup> . . . . .	1961-65	+ 330	+ 290	+ 620	+ 230	+ 850
	1966-70	— 110	— 360	— 470	— 175	— 645
	1971	— 15	— 590	— 605	+ 2.635	+ 2.030
Germania . . . . .	1961-65	+ 2.005	— 2.215	— 210	+ 270	+ 60
	1966-70	+ 4.985	— 3.455	+ 1.530	— 1.040	+ 490
	1971	+ 6.330	— 6.210	+ 120	+ 3.555	+ 3.675
Italia . . . . .	1961-65	— 660	+ 1.240	+ 580	— 290	+ 290
	1966-70	+ 315	+ 1.590	+ 1.905	— 1.755	+ 150
	1971	+ 420	+ 1.480	+ 1.900	— 1.115	+ 785
Paesi Bassi . . . . .	1961-65	— 465	+ 540	+ 75	— 30	+ 45
	1966-70	— 565	+ 435	— 130	+ 235	+ 105
	1971	— 700	+ 525	— 175	+ 715	+ 540
Totale Paesi CEE . . . . .	1961-65	+ 1.210	— 110	+ 1.100	+ 205	+ 1.305
	1966-70	+ 4.810	— 1.780	+ 3.030	— 2.905	+ 125
	1971	(+ 6.885)	(— 4.775)	(+ 2.110)	(+ 5.105)	(+ 7.215)
Svezia <sup>4</sup> . . . . .	1961-65	— 200	+ 215	+ 15	+ 75	+ 90
	1966-70	— 195	+ 30	— 165	+ 120	— 45
	1971	+ 380	— 195	+ 185	+ 90	+ 275
Regno Unito . . . . .	1961-65	— 610	+ 510	— 100	— 450	— 550
	1966-70	— 715	+ 965	+ 250	— 245	+ 5
	1971	+ 730	+ 1.590	+ 2.320	+ 1.265	+ 3.585
Canada . . . . .	1961-65	+ 455	— 1.175	— 720	+ 855	+ 135
	1966-70	+ 1.220	— 1.515	— 295	+ 930	+ 635
	1971	+ 2.260	— 2.040	+ 220	— 820	— 800
Giappone . . . . .	1961-65	+ 390	— 660	— 270	+ 195	— 75
	1966-70	+ 2.725	— 1.485	+ 1.240	— 340	+ 900
	1971	+ 7.900	— 2.000	+ 5.900	+ 1.775	+ 7.675
Totale compresa l'area CEE . . . . .	1961-65	+ 1.245	— 1.220	+ 25	+ 880	+ 905
	1966-70	+ 7.845	— 3.785	+ 4.060	— 2.440	+ 1.620
	1971	(+ 18.155)	(— 7.420)	(+ 10.735)	(+ 7.415)	(+ 18.150)
Stati Uniti . . . . .	1961-65	+ 5.435	— 1.630	+ 3.805	— 6.380	— 2.575
	1966-70	+ 2.235	— 1.495	+ 740	— 4.585	— 3.845
	1971	— 2.880	+ 105	— 2.775	— 19.915	— 22.690
Totale complessivo . . . . .	1961-65	+ 6.680	— 2.850	+ 3.830	— 5.500	— 1.670
	1966-70	+ 10.080	— 5.280	+ 4.800	— 7.025	— 2.225
	1971	(+ 15.275)	(— 7.315)	(+ 7.960)	(— 12.500)	(— 4.540)
Voce di memoria Svizzera <sup>4,7</sup> . . . . .	1967-70	— 760	+ 1.105	+ 345	+ 280	+ 625
	1971	— 1.465	+ 1.515	+ 50	+ 2.380	+ 2.430

<sup>1</sup> Le cifre dei periodi 1961-65 e 1966-70 sono medie annuali. I dati del 1971 corrispondono a quelli esposti nelle tabelle dei vari paesi (escluse le assegnazioni di DSP) e sono stati desunti dalle fonti ufficiali nazionali. Essi non sono confrontabili strettamente, nella misura in cui le procedure di conversione adottate dai vari paesi non sono uniformi. Eccettuati i dati relativi al Belgio-Lussemburgo, tutti gli altri sono calcolati sulla base delle transazioni.

<sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>3</sup> Equivalente alle variazioni delle attività ufficiali nette (escluse le assegnazioni di DSP) e alla posizione netta delle banche commerciali verso l'estero, ad eccezione degli Stati Uniti, per i quali la cifra si riferisce al saldo della liquidità netta (escluse le assegnazioni di DSP) e del Regno Unito, dalla cui cifra sono esclusi, dal 1963 in avanti, l'indebitamento netto in valuta delle banche RU per investimenti inglesi all'estero e il credito commerciale erogato da banche RU. Le cifre sono al netto della stima di guadagni o perdite da rivalutazione, nella misura consentita dai dati disponibili (per maggiori dettagli si confrontino i singoli paesi). <sup>4</sup> Sulla base dei conti di cassa; parte delle esportazioni e delle importazioni c.i.f. <sup>5</sup> Nei riguardi dei paesi al di fuori dell'area del franco. <sup>6</sup> Importazioni c.i.f. <sup>7</sup> I dati relativi alla Svizzera sono disponibili su base approssimativamente uniforme solo dal 1967 in poi.

timò è salito l'anno scorso a \$6 miliardi, assorbendo praticamente il gettito netto del commercio. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il netto peggioramento della bilancia corrente è dovuto interamente agli scambi di merci, mentre i servizi e trasferimenti hanno ottenuto una modesta eccedenza. La consueta mutua posizione dei due gruppi si è pertanto invertita.

Quanto al conto capitali, il fenomeno di maggior rilievo è stato il deficit SU di \$20 miliardi, pari al 2% del prodotto nazionale lordo; inoltre si sono registrati deflussi netti solamente in Italia, in Canada e (sulla base dei conti di cassa) nell'UEBL. Il conto capitali dell'Italia è comunque generalmente in disavanzo, ed il risultato dell'anno passato è stato molto influenzato dall'incoraggiamento ufficiale al rimborso anticipato dei debiti accesi all'estero da residenti nel 1970. L'insolito deflusso netto dal Canada è pure in gran parte effetto di una deliberata politica monetaria perseguita in considerazione dell'avanzo della bilancia corrente. Il maggior afflusso netto di capitali — per circa \$3,5 miliardi — è stato registrato in Germania: esso si è praticamente concentrato nei primi cinque mesi dell'anno. Rilevanti aumenti netti nelle transazioni di capitali si sono pure verificati in Francia, Svizzera, Giappone e Regno Unito. Tuttavia, gli afflussi netti verso tutti i paesi del Gruppo, esclusi gli Stati Uniti e compresa la Svizzera, sono ammontati a \$10 miliardi solamente. Ciò implica che rilevanti deflussi si sono spostati dagli Stati Uniti verso altre aree, in parte direttamente, in parte per il tramite di paesi del Gruppo dei dieci.

Per quanto attiene ai saldi globali delle bilance dei pagamenti, la maggiore eccedenza, pari a \$7,5 miliardi è stata registrata in Giappone. La Germania, il Regno Unito, la Svizzera e la Francia seguono con avanzi netti compresi tra \$3,5 e 2 miliardi. Tutti gli altri paesi hanno chiuso in eccedenza, eccettuato il Canada, che ha segnato un deficit di \$0,5 miliardi e, naturalmente, gli Stati Uniti il cui enorme saldo negativo è stato pari a \$22,5 miliardi sulla base della liquidità netta. Pertanto, considerando globalmente i Paesi del Gruppo dei dieci, si è avuto un deficit complessivo che si aggira intorno a \$2 miliardi nei confronti del resto del mondo: l'avanzo complessivo dei Paesi del Gruppo, relativo alle transazioni correnti non è stato sufficiente a compensare i deflussi netti di capitali provenienti in massima parte dagli Stati Uniti.

*Stati Uniti.* Nel 1971 la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha registrato un grave peggioramento che non ha precedenti.

La bilancia commerciale si è chiusa con un deficit annuale (sulla base della bilancia dei pagamenti) per la prima volta dal 1935, passando da un saldo attivo di \$2,1 miliardi nel 1970 ad un saldo passivo di \$2,9 miliardi, pari al 7% delle esportazioni lorde.

Il valore delle esportazioni si è incrementato solamente del 2%, mentre il loro volume è diminuito leggermente. Le esportazioni di prodotti agricoli hanno costituito il 60% circa dell'incremento di valore, grazie soprattutto all'aumento dei prezzi ed al maggior volume delle esportazioni di cotone. Negli altri settori si è registrata un'accentuata diminuzione nelle spedizioni di prodotti semilavorati, dovuta principalmente alle industrie metallurgiche paralizzate da scioperi, mentre vi è stato il notevole incremento delle consegne di aeroplani — soprattutto jumbo jets — e delle esportazioni di prodotti dell'industria automobilistica, in parte come ripercussione dello sciopero alla General Motors nel 1970. Il valore delle importazioni è stato del 14,5% circa

più elevato che nel 1970; l'aumento dei prezzi ha inciso su tale incremento per un po' più del 5 %. Un insolito notevole balzo, superiore al 12 %, delle importazioni di forniture e materiali industriali è stato in parte causato da scioperi interni. Le importazioni di prodotti dell'industria automobilistica dal Canada sono aumentate fortemente, del 29 %, sempre per la massiccia influenza dello sciopero alla General Motors, ma anche quelle da altri paesi hanno segnato un fortissimo incremento, del 43 %. Le importazioni di altri beni di consumo (non alimentari), hanno registrato una grande espansione superiore al 13 %. Un terzo dell'incremento globale delle importazioni è rappresentato dai prodotti dell'industria automobilistica e un altro terzo da semilavorati. Il peggioramento di \$ 5 miliardi della bilancia commerciale riguarda per \$ 2,1 miliardi gli scambi con i paesi dell'Europa occidentale, verso i quali gli Stati Uniti hanno registrato un avanzo netto commerciale di \$ 0,8 miliardi, e per \$ 2 miliardi il Giappone, nei cui confronti gli Stati Uniti hanno avuto una posizione debitoria netta di \$ 3,2 miliardi.

Una delle ragioni che impediscono di individuare chiaramente la posizione di fondo risiede nel fatto che nel 1971 il commercio ha subito l'influenza di numerosi scioperi. Secondo le stime ufficiali, tale fattore ha inciso forse per \$ 1 miliardo sullo spostamento di \$ 5 miliardi nella bilancia commerciale.

Tuttavia, l'elemento più importante nello spostamento stesso è stato senza dubbio lo sviluppo molto più lento del solito nei mercati esteri, avvenuto proprio quando l'economia SU cominciava a riprendersi. Indubbiamente, ci si poteva attendere che il persistente rallentamento dell'economia interna avrebbe indotto le imprese commerciali SU a dare impulso alle esportazioni ed a limitare ogni incremento delle importazioni. Peraltro, in realtà, in termini di volume le esportazioni sono leggermente calate mentre le importazioni sono aumentate del 9 %. Tale risultato è stato peggiore di quanto il rapporto esistente in passato tra commercio ed attività economica avrebbe fatto presumere. In conclusione, secondo le stime, la metà circa del deterioramento della bilancia commerciale è stato determinato da fattori ciclici.

Anche dopo aver attribuito \$ 1 miliardo al fattore scioperi e all'incirca \$ 2,5 miliardi alle influenze cicliche, rimangono ancora da individuare le cause del deterioramento di \$ 1,5 miliardi della bilancia commerciale. Sebbene si sia avuta una sostanziale tendenza al ribasso nei sei anni precedenti, rispecchiante l'indebolimento della competitività SU, l'anno scorso la bilancia commerciale è stata altresì negativamente influenzata da sfasamenti nei termini di pagamento dovuti alla speculazione ed all'incertezza che circondava i tassi di cambio. Per di più tali fattori influivano probabilmente già prima del 15 agosto, come pure nel periodo seguente di fluttuazioni dei cambi. D'altra parte la sovrattassa del 10 % sulle importazioni deve aver avuto una certa influenza restrittiva sulle importazioni.

Il peggioramento del conto commerciale non si è riflesso interamente sulla bilancia corrente, che si è deteriorata per un ammontare di \$ 3,2 miliardi, registrando un disavanzo di \$ 2,8 miliardi. Due settori della bilancia corrente hanno segnato miglioramenti durante l'anno: il saldo attivo dei proventi netti da investimenti è salito da \$ 6,2 ad 8 miliardi, rispecchiando in parte gli effetti della rivalutazione sui profitti stilati in valute estere, e soprattutto la diminuzione dei pagamenti esterni dovuta al ribasso dei saggi di interesse SU; vi è stata inoltre una riduzione di \$ 0,5 miliardi nelle



Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti\*.

Voci	1969	Anno	1970		Anno	1971	
			1° semestre	2° semestre		1° semestre	2° semestre
milioni di dollari							
<b>Merci (f.o.b.)</b>							
Esportazioni . . . . .	36.490	41.980	20.825	21.155	42.770	21.720	21.050
Importazioni . . . . .	35.830	39.870	19.560	20.310	45.650	22.535	23.115
Saldo . . . . .	+ 660	+ 2.110	+ 1.265	+ 845	- 2.880	- 815	- 2.065
<b>Altre partite correnti</b>							
Interessi e dividendi . .	+ 5.975	+ 6.240	+ 3.045	+ 3.195	+ 7.950	+ 3.965	+ 3.985
Spese militari . . . . .	- 3.340	- 3.370	- 1.715	- 1.655	- 2.855	- 1.330	- 1.525
Turismo e trasporti . . .	- 1.780	- 1.980	- 950	- 1.030	- 2.245	- 1.050	- 1.195
Donazioni ufficiali . . .	- 1.645	- 1.740	- 810	- 930	- 2.015	- 910	- 1.105
Altre partite . . . . .	- 770	- 815	- 420	- 395	- 730	- 310	- 420
Totale . . . . .	- 1.560	- 1.665	- 850	- 815	+ 105	+ 365	- 260
Bilancia corrente . . .	- 900	+ 445	+ 415	+ 30	- 2.775	- 450	- 2.325
<b>Capitali a lungo termine</b>							
Governo SU . . . . .	- 1.930	- 2.030	- 1.045	- 985	- 2.380	- 1.315	- 1.065
Investimenti diretti . . .	- 2.420	- 3.475	- 2.025	- 1.450	- 4.720	- 2.690	- 2.030
Altri flussi . . . . .	+ 2.370	+ 2.020	+ 785	+ 1.235	+ 590	- 115	+ 705
Totale . . . . .	- 1.980	- 3.485	- 2.285	- 1.200	- 6.510	- 4.120	- 2.390
Saldo di base . . . . .	- 2.880	- 3.040	- 1.870	- 1.170	- 9.285	- 4.570	- 4.715
<b>Capitali privati non liquidi a breve termine</b>							
Errori ed omissioni . . .	- 2.605	- 1.100	- 430	- 670	- 10.875	- 3.325	- 7.550
Assegnazioni di DSP . . .	-	+ 865	+ 435	+ 430	+ 715	+ 360	+ 355
Saldo liquido netto . . .	- 6.085	- 3.820	- 2.120	- 1.700	- 21.975	- 8.325	- 13.650
<b>Capitali privati liquidi</b>							
Crediti . . . . .	+ 125	+ 240	+ 100	+ 140	- 1.090	- 225	- 865
Debiti . . . . .	+ 8.660	- 6.240	- 2.245	- 3.995	- 6.705	- 2.750	- 3.955
Totale . . . . .	+ 8.785	- 6.000	- 2.145	- 3.855	- 7.795	- 2.975	- 4.820
<b>Transazioni inerenti alle riserve ufficiali</b>							
Saldo . . . . .	+ 2.700	- 9.820	- 4.265	- 5.555	- 29.770	- 11.300	- 18.470

\* Sulla base delle transazioni, rettificata stagionalmente.

spese per la difesa, grazie principalmente all'incremento di vendite di attrezzature militari.

Per quanto attiene il conto capitali a lungo termine, il deflusso di investimenti diretti SU, di \$4,5 miliardi, si è mantenuto allo stesso alto livello del 1970, pur essendosi ridotto negli ultimi mesi dell'anno a causa dell'incertezza sui tassi di cambio. Nello stesso tempo si è registrato un modesto deflusso netto, il primo da sette anni a questa parte, sul conto degli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti. Anch'esso è dovuto a considerazioni sui tassi di cambio. Sommando a tutto ciò un notevole incremento di altri crediti netti a lungo termine verso non residenti, in massima parte tramite banche ed un modesto aumento dei deflussi sul bilancio pubblico, il disavanzo del conto capitali a lungo termine è stato di \$6,5 miliardi, in confronto a \$3,5 miliardi nel 1970.

Tuttavia, la maggior parte del deficit riguarda il conto capitali a breve termine. Il deflusso netto, compresi errori ed omissioni, ed il capitale liquido, di \$21,2 miliardi, non richiede commenti, atteso il forte incentivo, per residenti e non residenti, a liberarsi dei dollari.

Il saldo delle transazioni ufficiali per le riserve ha segnato l'anno scorso il disavanzo senza precedenti di \$29,8 miliardi rispetto a \$9,8 miliardi nel 1970, disavanzo quest'ultimo che già superava di oltre \$7 miliardi quello dell'anno prima.

Nel primo trimestre del 1972 il disavanzo commerciale (rettificato) è aumentato lievemente, a \$1,6 miliardi. Di per sé, ciò non deve sorprendere, in quanto nel breve periodo gli effetti negativi della svalutazione sulle ragioni di scambio incidono più di quelli attinenti il volume. I dati incompleti indicano che un peggioramento di una certa entità si è verificato nel conto dei servizi — dovuto in massima parte ad una riduzione degli introiti da investimenti — tale che il saldo attivo si è contratto da \$1 miliardo nel trimestre precedente a circa \$700 milioni. D'altra parte, spostamenti positivi nelle transazioni di capitali a lungo termine e non liquidi hanno contribuito a ridurre il disavanzo della liquidità netta da \$4,3 a 3,2 miliardi, compresa l'assegnazione di DSP di \$180 milioni (rettificata stagionalmente). L'evento più significativo è tuttavia che il deflusso netto dei capitali privati "liquidi" sia diminuito da \$1,9 miliardi a \$300 milioni solamente. Il disavanzo dei regolamenti ufficiali è pertanto di \$3,5 miliardi, rispetto a \$6,3 miliardi nel trimestre precedente.

*Canada.* In passato il Canada era solito registrare un disavanzo delle partite correnti, come saldo netto tra avanzo commerciale e deficit delle partite invisibili. Nel 1970, tuttavia, si è avuto uno spostamento da disavanzo a eccedenza dell'ordine di circa \$2 miliardi. Ciò sembra dovuto in parte al rallentamento dell'economia canadese ed in parte ad alcuni fattori particolari, a distorsioni causate da scioperi in special modo. Ma la variazione può aver avuto carattere più fondamentale, in quanto nel 1971 il saldo corrente si è chiuso ancora con un modesto avanzo, sebbene il saggio di espansione dell'economia sia stato molto più elevato rispetto a quello dei paesi aventi rapporti commerciali con essa.

L'avanzo delle partite correnti dell'anno passato, concentratosi principalmente nella prima metà dell'anno, è risultato da un saldo attivo commerciale di quasi \$2,3 miliardi e da uno passivo di \$2 miliardi circa nel conto servizi e trasferimenti. L'eccedenza commerciale è stata del 22% inferiore rispetto alla cifra del 1970, mentre il disavanzo delle partite invisibili è stato del 10% più ampio. Questi risultati sono senza dubbio influenzati dall'apprezzamento del dollaro canadese nella seconda metà del 1970.

In termini di dollari canadesi, nel 1971 le importazioni di merci si sono incrementate del 12%, ed il loro aumento è stato graduale nel corso dell'anno. Si è avuta un'espansione del 9,5% in volume e del 2% in termini di prezzi. Dal canto loro, le esportazioni si sono accresciute esclusivamente in termini di volume e solo nella misura del 6%. Il più elevato incremento nelle importazioni si è avuto nei prodotti dell'industria automobilistica, saliti del 26% nel 1971, dopo una diminuzione dell'8% nel 1970. I proventi dalle esportazioni sono stati pesantemente influenzati dalla contrazione, pari al 5%, delle vendite di metalli e minerali, che nel 1970 avevano avuto un'espansione del 28%. Ciò è in gran parte da attribuire alla caduta dei prezzi internazionali dei metalli non ferrosi. Le variazioni cicliche nei paesi esteri servono a spiegare perché

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

Voci	1969	Anno	1970 1° semestre	2° semestre	Anno	1971 1° semestre	2° semestre
	milioni di dollari SU <sup>1</sup>						
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	13.820	16.115	7.925	8.190	17.665	8.670	8.995
Importazioni . . . . .	12.955	13.225	6.705	6.520	15.405	7.450	7.955
Saldo . . . . .	+ 865	+ 2.890	+ 1.220	+ 1.670	+ 2.260	+ 1.220	+ 1.040
Servizi e trasferimenti	- 1.745	- 1.860	- 1.050	- 810	- 2.040	- 1.060	- 980
Bilancia corrente . .	- 880	+ 1.030	+ 170	+ 860	+ 220	+ 160	+ 60
Conto capitali a lungo termine . . . . .	+ 1.945	+ 690	+ 535	+ 155	+ 475	+ 290	+ 185
Bilancia di base . .	+ 1.065	+ 1.720	+ 705	+ 1.015	+ 695	+ 450	+ 245
Conto capitali a breve termine <sup>2</sup> . . . . .	- 515	- 25	+ 15	- 40	- 1.295	- 1.155	- 140
Assegnazioni di DSP .	-	+ 125	+ 125	-	+ 115	+ 115	-
Saldo complessivo .	+ 550	+ 1.820	+ 845	+ 975	- 485	- 590	+ 105 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Conversione a partire dal secondo trimestre del 1970 ai tassi trimestrali medi a pronti. <sup>3</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>4</sup> Oro e attività ufficiali nette garantite da oro, valutati ancora alla parità di \$35 per oncia.

le vendite a paesi diversi dagli Stati Uniti, che nel 1970 si erano espanse nella misura del 37%, nel 1971 si siano ridotte del 3,5%; di contro, le esportazioni verso gli Stati Uniti si sono incrementate del 10% nel 1971, rispetto al 3% nel 1970.

In considerazione degli avanzi correnti avutisi nel 1970 e nel 1971, le autorità hanno cercato di ridurre la dipendenza del Canada dagli afflussi di capitali a lungo termine. Così, nel 1971 tali afflussi netti si sono ragguagliati a meno di \$0,5 miliardi, rispetto a \$0,7 miliardi nel 1970 e a \$2 miliardi circa nel 1969. La ragione principale della contrazione complessiva è da ricercarsi nelle transazioni in titoli canadesi con non residenti, il cui gettito è stato solamente di \$0,2 miliardi nel 1971, in confronto a \$0,5 miliardi nel 1970 e a \$1,6 miliardi nel 1969. Gli investimenti diretti esteri in Canada hanno raggiunto la cifra massima di circa \$0,9 miliardi, contro \$0,7 miliardi nel 1970, per circa due terzi provenienti dagli Stati Uniti; gli investimenti netti canadesi all'estero sono ammontati a \$0,3 miliardi, per cui l'afflusso netto è stato di \$0,6 miliardi.

Per effetto della riduzione del saldo attivo delle partite correnti e delle entrate nette di capitali a lungo termine, la bilancia di base ha registrato nel 1971 un avanzo di \$0,7 miliardi, ossia \$1 miliardo in meno rispetto al 1970.

I movimenti di capitali non bancari a breve termine (compresi errori ed omissioni) hanno originato un cospicuo deflusso netto di circa \$1,3 miliardi. Esso rispecchia principalmente gli spostamenti nei conti reciproci tra imprese e nelle transazioni non identificate, e deve essersi diretto in massima parte verso i paesi europei ed il Giappone. Il deflusso stesso è infatti da attribuire a divari nei tassi di interesse, verificatisi nel corso del 1971.

Nel primo trimestre del 1972 la bilancia corrente ha registrato un saldo negativo dell'ordine di \$530 milioni (ovvero \$390 milioni su base rettificata, in confronto di \$225 milioni nel quarto trimestre del 1971) dovuto alla notevole contrazione dell'avanzo commerciale. I movimenti netti di capitali hanno procurato \$70 milioni, per cui, tenendo conto della terza assegnazione di DSP, il disavanzo globale della bilancia dei pagamenti è risultato di \$345 milioni.

*Giappone.* Elemento predominante sulla scena internazionale dell'anno scorso è stato l'avanzo esterno globale del Giappone che, pari a \$7,8 miliardi, è stato il più ampio in termini nominali finora registrato da qualsiasi paese. Più di tre quarti di tale eccedenza ha riguardato la bilancia corrente. Questo sviluppo riflette non solo la maggiore competitività delle merci giapponesi, ma anche il rallentamento economico interno, che ha indotto le imprese ad intensificare gli sforzi nelle vendite all'estero. Sembra inoltre che la prospettiva di una rivalutazione dello yen nei riguardi del dollaro sia stata un importante incentivo all'esportazione. Nel medesimo tempo, l'incremento delle importazioni si è contratto notevolmente e l'avanzo corrente che ne è conseguito è stato pari al 2,7% del prodotto nazionale lordo, contro l'1,2% nel 1970 e l'1% in media nel periodo 1965-69.

In base alle statistiche doganali, le esportazioni di merci si sono incrementate del 21%, cioè nella stessa misura del 1970; l'85% della suddetta espansione ha riguardato il volume. Gli sforzi per mantenere prezzi competitivi, unitamente alla consuetudine di stabilire i contratti di esportazione in termini di dollari SU, hanno avuto come effetto che i valori unitari delle esportazioni, i quali dall'inizio del 1970 all'agosto 1971 erano aumentati al tasso annuo del 7%, sono in seguito diminuiti, conseguendo nell'intero 1971 un incremento pari solo al 2,5%. Le esportazioni di macchinari ed attrezzature, che costituiscono la categoria più importante, si sono dilatate del 22%, registrando un incremento quasi triplo negli ultimi cinque anni. Le importazioni, d'altra parte, dopo un aumento del 26% nel 1970, sono rimaste stazionarie. Un rallentamento nella ricostituzione delle scorte - in contrasto con il loro forte incremento nel 1970 - ha causato una considerevole contrazione nelle importazioni di materie prime, sia in termini di valore che di volume; le importazioni di combustibili invece hanno continuato ad espandersi, ma principalmente per effetto dell'aumento dei prezzi. Il valore medio unitario delle importazioni non è variato rispetto al 1970, e le ragioni di scambio sono migliorate solo del 2,5%, lasciando così prevedere che l'influsso favorevole della rivalutazione sui prezzi si farà sentire maggiormente sui risultati di quest'anno.

I pagamenti netti sul conto servizi, pari a \$1.750 milioni, sono diminuiti leggermente rispetto alla cifra del 1970, ma i trasferimenti verso l'estero sono saliti di \$50 milioni circa, a \$250 milioni, lasciando pertanto invariato il saldo passivo netto rispetto alle transazioni non commerciali.

I movimenti di capitali a lungo termine hanno registrato un notevole disavanzo di circa \$1,2 miliardi, che peraltro, rispetto al 1970 è stato inferiore di oltre il 25%. Il deflusso lordo è aumentato a \$2,3 miliardi, in confronto a \$2 miliardi nel 1970, tuttavia le entrate lorde si sono portate a \$1,2 miliardi da \$0,4 miliardi nel 1970. Queste ultime denotano soprattutto gli investimenti esteri in titoli giapponesi, che tra gennaio e giugno 1971 hanno raggiunto approssimativamente \$1 miliardo, pari a circa

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

Voci	1969	Anno	1970		Anno	1971	
			1° semestre	2° semestre		1° semestre	2° semestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	15.680	18.970	8.620	10.350	23.650	10.700	12.950
Importazioni . . . . .	11.980	15.005	7.195	7.810	15.750	7.850	7.900
Saldo . . . . .	+ 3.700	+ 3.965	+ 1.425	+ 2.540	+ 7.900	+ 2.850	+ 5.050
Servizi e trasferimenti	- 1.580	- 1.995	- 995	- 1.000	- 2.000	- 1.105	- 895
Bilancia corrente. .	+ 2.120	+ 1.970	+ 430	+ 1.540	+ 5.900	+ 1.745	+ 4.155
Conto capitali a lungo termine . .	- 155	- 1.590	- 900	- 690	- 1.160	- 20	- 1.140
Bilancia di base . .	+ 1.965	+ 380	- 470	+ 850	+ 4.740	+ 1.725	+ 3.015
Conto capitali a breve termine <sup>2</sup> . . . . .	+ 320	+ 995	+ 480	+ 515	+ 2.935	+ 1.170	+ 1.765
Assegnazione di DSP . .	-	+ 120	+ 120	-	+ 130	+ 130	-
Saldo complessivo	+ 2.285	+ 1.495	+ 130	+ 1.365	+ 7.805	+ 3.025	+ 4.780 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compresi errori e omissioni. <sup>3</sup> Oro e attività ufficiali nette con garanzia aurea ancora calcolati sulla base di \$35 per oncia.

il quadruplo degli acquisti di titoli da parte dell'estero nel 1970. In maggio la concessione di autorizzazioni per acquisti da parte di non residenti di obbligazioni non quotate è stata sospesa. Nel corso dell'anno, per incentivare l'uscita di fondi e per scoraggiarne l'afflusso, sono stati inoltre assunti i seguenti provvedimenti: a) facoltà ai residenti di acquistare titoli e beni immobili e di effettuare investimenti diretti all'estero; b) prestiti in yen alla BIRS da parte della Banca del Giappone; c) severi controlli sulle emissioni di titoli sui mercati esteri, effettuate da residenti allo scopo di raccogliere fondi destinati ad investimenti interni.

Le entrate di capitali a breve hanno costituito il secondo importante fattore nel conseguimento dell'avanzo dello scorso anno: i proventi netti su conti non bancari (compresi errori ed omissioni) sono ascesi a \$3 miliardi circa. I movimenti avvenuti nei termini di pagamento, che costituiscono la fonte principale degli afflussi a breve termine, sono in generale consistiti in pagamenti anticipati per esportazioni dal Giappone e si sono concentrati soprattutto nelle ultime due settimane di agosto, ossia prima della fluttuazione dello yen e prima che l'introduzione di controlli sui cambi assoggettasse a restrizione tali pagamenti anticipati.

Sia a causa della debole domanda interna, che degli effetti della rivalutazione dello yen sulle ragioni di scambio, nel primo trimestre del 1972 le transazioni commerciali hanno continuato a registrare una sostanziale eccedenza: quest'ultima, di \$1,8 miliardi, è stata di circa due terzi superiore a quella del corrispondente periodo del 1971; in conseguenza, il saldo netto delle partite correnti è salito ad oltre \$1 miliardo, cioè a più del doppio rispetto a quello di un anno prima. I deflussi di capitali a lungo termine hanno superato gli afflussi a breve di \$50 milioni circa, in parte grazie alla reintroduzione alla fine di febbraio di controlli sui cambi, per effetto dei quali i pagamenti anticipati di vendite giapponesi sono stati di nuovo assoggettati a restri-

zioni, che erano state abolite all'inizio dell'anno. Tenuto conto dell'assegnazione di DSP, la bilancia globale si è chiusa con un saldo positivo netto di \$ 1,1 miliardi, contro un avanzo di \$ 735 milioni nel primo trimestre dell'anno passato.

*Regno Unito.* Nel 1971, per il secondo anno consecutivo, il Regno Unito ha registrato un avanzo commerciale. Il saldo attivo — di per sé inconsueto, data la struttura della bilancia dei pagamenti del paese — ha suscitato sorpresa anche per la dimensione assunta, di \$ 730 milioni. Esaminato attentamente, tuttavia, il fatto perde d'importanza. In termini di volume, le importazioni si sono incrementate quasi nella stessa misura delle esportazioni — un risultato spiacevole per un anno in cui la domanda interna è stata fiacca e la propensione al risparmio alta. L'eccedenza commerciale, concentrata nella seconda metà dell'anno, ha rispecchiato, in parte, l'effetto di particolari fattori non ricorrenti che influiscono sulle esportazioni, ed in parte un accentuato rallentamento delle importazioni, il cui volume su base rettificata è in realtà diminuito. Gli acquisti dall'estero sono aumentati l'anno scorso del 9% in valore e del 4,5% in volume, mentre i dati corrispondenti delle esportazioni si sono ragguagliati al 12,5 ed al 5%. Complessivamente, le ragioni di scambio sono migliorate, nel corso dei due ultimi anni, dell'8% circa e alla fine del 1971 erano di nuovo ben al di sopra dei livelli anteriori al 1967.

I dati doganali dimostrano che l'aumento delle esportazioni è dovuto in gran parte a maggiori vendite di prodotti manufatti, il cui incremento è stato del 15% in valore, ma solamente del 6,5% in volume. Le spedizioni di merci grezze — che rappresentano il 15% del complesso delle esportazioni — si sono accresciute del 7,5%,

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

Voci	1969	Anno	1970 1° semestre	2° semestre	Anno	1971 1° semestre	2° semestre
	milioni di dollari SU <sup>2</sup>						
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	16.945	18.925	9.430	9.495	21.625	10.330	11.295
Importazioni <sup>3</sup> . . . . .	17.280	18.910	9.440	9.470	20.895	10.335	10.560
Saldo . . . . .	— 335	+ 15	— 10	+ 25	+ 730	— 5	+ 735
Servizi e trasferimenti	+ 1.400	+ 1.450	+ 875	+ 575	+ 1.590	+ 920	+ 670
Bilancia corrente . .	+ 1.065	+ 1.465	+ 865	+ 600	+ 2.320	+ 915	+ 1.405
Conto capitali a lungo termine . . . . .	— 585	— 1.125	— 305	— 820	— 400	+ 125	— 525
Bilancia di base . .	+ 480	+ 340	+ 560	— 220	+ 1.920	+ 1.040	+ 880
Conto capitali a breve termine . . . . .	+ 105	+ 685	+ 430	+ 255	+ 865	+ 610	+ 255
Partita bilanciante . .	+ 950	+ 275	+ 350	— 75	+ 800	+ 660	+ 140
Assegnazioni di DSP .	—	+ 410	+ 410	—	+ 300	+ 300	—
Saldo complessivo .	+ 1.535	+ 1.710	+ 1.750	— 40	+ 3.885	+ 2.610	+ 1.275 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Conversione effettuata alla vecchia parità fino alla metà di agosto 1971 compresa e, in seguito, ai tassi medi a pronti. <sup>3</sup> Compresi i pagamenti in corso, di aerei militari e di missili SU. <sup>4</sup> Escluse le stime di rettifica per rivalutazione della posizione monetaria esterna.

cioè della metà rispetto al 1970. Le esportazioni verso l'area della sterlina e verso il Nord America hanno registrato un incremento superiore alla media. Quelle dirette all'Europa occidentale sono aumentate del 10% circa; in particolare le vendite ai paesi CEE sono state superiori rispetto a quelle dirette ai paesi EFTA. Le importazioni hanno avuto tendenze assai diverse. Gli acquisti di materiali industriali — il 40% del totale — si sono contratti lievemente. Viceversa, le importazioni di prodotti finiti destinati al consumo si sono incrementati del 42% e quelle di combustibili del 32%. I primi denotano la ripresa della domanda di beni di consumo nella seconda metà del 1971, mentre i secondi riflettono in gran parte un aumento dei prezzi conseguente agli accordi di Teheran e di Tripoli. Le importazioni dall'area della sterlina, quasi stazionarie nel 1970, sono salite dell'11% lo scorso anno. Gli acquisti dall'Europa occidentale hanno mantenuto lo stesso saggio di incremento del 13% registrato nel 1970, mentre quelli dal Nord America si sono ridotti, soprattutto se vi si includono i pagamenti di aerei militari SU, il cui ammontare, di appena \$12 milioni, rappresenta rispettivamente una metà ed un dodicesimo in confronto di quello degli anni 1970 e 1969.

I proventi netti dalle partite invisibili hanno segnato incrementi notevoli e costanti a partire dalla seconda metà degli anni sessanta; nel 1971 essi sono ascesi a \$1,6 miliardi, ossia \$140 milioni in più rispetto al 1970 ed all'incirca il quadruplo della cifra del 1966. L'aumento del saldo netto è stato conseguito l'anno passato nonostante l'espansione dei pagamenti del governo per servizi e trasferimenti e malgrado la riduzione di circa il 50% subita nei proventi netti dal turismo; per la maggior parte esso è dovuto all'effetto della riduzione del deficit del conto noli, a cospicui afflussi da altre voci di servizi, specialmente assicurazioni, ed a maggiori entrate nette per interessi, profitti e dividendi.

L'avanzo globale è ammontato a \$3,9 miliardi. In testa, tra gli elementi che hanno concorso a formare il saldo netto delle partite correnti, figurano le entrate nette identificate di capitali, ammontanti a \$450 milioni (in confronto ad un deflusso netto dello stesso importo circa, nel 1970) e segnatamente afflussi non identificati, balzati da \$350 milioni nel 1970 a \$800 milioni nell'anno decorso. L'espansione degli afflussi identificati si è concentrata principalmente nel periodo che ha preceduto la fluttuazione della sterlina e le conseguenti più severe restrizioni del controllo sui cambi.

Le uscite nette di capitali a lungo termine si sono ridotte l'anno scorso a \$0,4 miliardi, in confronto di \$1,1 miliardi nel 1970. Tale variazione è da attribuirsi all'incremento di circa \$1 miliardo, a \$2,8 miliardi, delle entrate di capitali d'investimento; tali afflussi sono stati particolarmente elevati nella prima metà dell'anno, in cui sia considerazioni inerenti i tassi di cambio sia previsioni di una caduta dei rendimenti inglesi ancora alti lasciavano sperare il conseguimento di utili di capitale. I deflussi netti rispetto alle transazioni ufficiali di capitali ed al credito commerciale a lungo termine si sono ampliati di circa \$0,2 e 0,1 miliardi rispettivamente, mentre gli investimenti privati RU a lungo termine all'estero si sono mantenuti allo stesso livello del 1970. Gli afflussi non monetari a breve termine identificati erano connessi soprattutto a prestiti netti in valuta estera ottenuti da residenti e destinati ad investimenti all'estero, per un totale di \$0,6 miliardi.

Nel primo trimestre del 1972, il saldo commerciale rettificato ha registrato un deficit di \$305 milioni, contro un avanzo di \$195 milioni nel quarto trimestre dello scorso anno; il peggioramento è stato in certa misura causato dalle ripercussioni dello sciopero dei minatori. Per quanto riguarda le partite invisibili, il saldo attivo si è ridotto di \$50 milioni, a \$385 milioni, per effetto soprattutto di un incremento degli aiuti esteri. Pertanto, le partite correnti hanno chiuso con un avanzo di soli \$80 milioni circa, in confronto di \$630 milioni nel trimestre precedente.

*Germania.* Il rilevante avanzo globale registrato in Germania l'anno passato è in pratica integralmente dovuto a movimenti di capitale. Ingenti afflussi netti per \$5,2 miliardi nella prima parte dell'anno sono stati seguiti, nel secondo semestre, da un deflusso netto di \$1,6 miliardi, per cui gli introiti netti sul conto capitali sono ammontati complessivamente a \$3,6 miliardi nell'intero anno.

La bilancia corrente è rimasta praticamente in equilibrio: il saldo attivo commerciale è migliorato, ma i pagamenti netti per servizi e trasferimenti hanno subito una forte espansione ed hanno più che compensato gli incrementi delle partite visibili. Le cifre del commercio, sulla base delle statistiche doganali, mostrano un aumento delle esportazioni di merci pari all'8,5 % rispetto al 10,5 % nel 1970 ed al 14 % nel 1969. La flessione è stata causata sia da un certo rallentamento economico all'estero sia dall'apprezzamento medio del marco tedesco, pari all'8 % circa prima del riallineamento di dicembre e stabilitosi poi al 5,5 % rispetto alla parità antecedente maggio. Poiché gli esportatori tedeschi hanno operato in modo da mantenere bassi i loro prezzi, l'80 % dell'espansione delle esportazioni si riferisce al volume. Le vendite globali agli altri paesi CEE sono aumentate con lo stesso saggio di incremento delle esportazioni complessive; una marcata diminuzione in quelle verso l'Italia è stata largamente compensata da un maggiore aumento delle vendite alla Francia. L'espansione delle esportazioni verso i paesi EFTA si è contratta dal 10,5 % nel 1970 al 7,5 % l'anno scorso, sebbene le esportazioni verso il Regno Unito siano risalite rapidamente, dopo il modesto declino del 1970. La Germania ha conseguito brillanti risultati nelle esportazioni verso il Nord America, mentre in quelle verso il Giappone ha subito una riduzione del 7 %, dopo un aumento superiore ad un quarto nell'anno precedente.

La rivalutazione ed anche il rallentamento interno hanno influito negativamente sulle importazioni, che in termini di valore si sono accresciute solamente del 9,5 %, contro il 12 ed il 20,5 % nel 1970 e nel 1969 rispettivamente. L'aumento si è concentrato nella prima metà dell'anno. In termini di volume, tuttavia, la dilatazione delle importazioni è stata più o meno costante nel corso dell'anno, dovendosi tener conto che la rivalutazione ha contribuito al rapido ribasso dei prezzi delle importazioni durante la seconda metà. Complessivamente, nel 1971 questi ultimi si sono ridotti dell'1 %, per cui le ragioni di scambio sono migliorate del 3 % circa. Le importazioni da altri paesi CEE si sono accresciute più rapidamente che nel 1970 - del 15,5 %, contro il 14 % - mentre quelle da paesi EFTA si sono incrementate molto più lentamente e quelle dal Nord America sono rimaste stazionarie, dopo un aumento superiore al 20 % nel 1970.

L'apprezzamento del marco tedesco, iniziato con la rivalutazione dell'ottobre 1969, si è riflesso in un sostanziale aumento del saldo attivo commerciale della Ger-



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

Voci	1969	Anno	1970 1° semestre	2° semestre	Anno	1971 1° semestre	2° semestre
	milioni di dollari SU*						
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	29.100	34.135	16.320	17.815	38.835	19.095	19.740
Importazioni . . . . .	23.960	28.245	13.865	14.380	32.505	16.200	16.305
Saldo . . . . .	+ 5.140	+ 5.890	+ 2.455	+ 3.435	+ 6.330	+ 2.895	+ 3.435
Servizi e trasferimenti	- 3.530	- 5.160	- 2.245	- 2.915	- 6.210	- 2.755	- 3.455
Bilancia corrente .	+ 1.610	+ 730	+ 210	+ 520	+ 120	+ 140	- 20
Conto capitali a lungo termine . . . . .	- 6.040	- 825	- 1.325	- 500	+ 1.800	+ 600	+ 1.200
Bilancia di base . .	- 4.430	- 95	- 1.115	+ 1.020	+ 1.920	+ 740	+ 1.180
Conto capitali a breve termine . . . . .	- 200	+ 1.645	+ 645	+ 1.000	- 280	+ 2.065	- 2.345
Errori ed omissioni . .	+ 405	+ 2.250	+ 1.385	+ 865	+ 2.035	+ 2.485	- 450
Assegnazioni di DSP .	-	+ 200	+ 200	-	+ 170	+ 170	-
Saldo complessivo .	- 4.225	+ 4.000	+ 1.115	+ 2.885	+ 3.845	+ 5.460	- 1.615 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni.

<sup>2</sup> Conversione alla parità fino a maggio 1971 ed ai tassi medi a pronti, in seguito.

<sup>3</sup> Oro e attività ufficiali nette con garanzia aurea, valutati ancora alla parità di \$ 35 per oncia.

mania. In volume, le importazioni si sono incrementate del 50% tra il 1968 ed il 1971, mentre le esportazioni sono salite solamente del 30%. Tuttavia, come risultato della variazione positiva nelle ragioni di scambio, il conto merci è migliorato, compensando così un peggioramento nel conto servizi.

L'avanzo commerciale in termini nominali ed espresso in dollari SU è aumentato l'anno scorso del 7,5%. Il conto partite invisibili, tuttavia, si è chiuso con un disavanzo del 20% superiore a quello registrato nel 1970: un incremento di \$0,3 miliardi di introiti provenienti da organi militari esteri è stato più che compensato dall'aumento di \$0,5 miliardi del disavanzo formatosi nel conto turismo netto e da un ampliamento quasi uguale del deficit dei trasferimenti unilaterali, dovuto in gran parte all'espansione delle rimesse dei lavoratori.

Negli anni precedenti, la Germania era stata un esportatore netto di capitali a lungo termine, ma nel 1971 i proventi hanno superato i deflussi di \$1,8 miliardi, causando uno spostamento di oltre \$2,5 miliardi rispetto alla posizione del 1970. In parte per evitare gli obblighi di riserva, le banche si sono indebitate a lungo termine per \$0,9 miliardi, in confronto a \$0,1 miliardi nel 1970. Avendo esse pure registrato transazioni di portafoglio per \$0,2 miliardi, le banche hanno conseguito introiti netti per \$1,1 miliardi. Le imprese e le famiglie hanno determinato un flusso anche maggiore - di circa \$1,4 miliardi. Anticipazioni dirette e prestiti hanno apportato quasi \$0,8 miliardi e flussi apprezzabili sono derivati anche dalla cessione di note di prestito all'estero. Gli introiti da transazioni su valori mobiliari con non residenti sono stati rilevanti, specie durante la seconda metà dell'anno, quando i rendimenti erano elevati rispetto all'estero e si profilava una tendenza al ribasso. Il settore pubblico ha con-

tinuato ad esportare capitali a lungo termine su larga scala — pari a \$0,7 miliardi circa — di cui più del 50% riguardava prestiti a paesi in via di sviluppo e il 30% prestiti agli Stati Uniti nell'ambito dell'accordo di compensazione delle spese in valuta estera.

Per quanto riguarda i movimenti a breve termine, l'indebitamento delle imprese verso l'estero si è aggirato, nei primi cinque mesi del 1971, intorno ai \$2 miliardi, mentre nel periodo giugno-dicembre si è avuto un rimborso netto di \$2,7 miliardi. Nei tre mesi successivi all'inizio della fluttuazione del marco tedesco in maggio, detto rimborso si è effettuato nonostante il persistente vantaggio dei rendimenti con copertura offerti dall'indebitamento estero; ma ciò è da attribuirsi sia alla maggiore disponibilità di credito all'interno, sia al fatto che si era in attesa che venisse sancito l'obbligo di depositi infruttiferi in contanti da applicarsi ai prestiti assunti all'estero da prestatori non bancari. Nella fattispecie, tale misura non è stata applicata fino all'inizio di marzo di quest'anno. Gran parte dei movimenti di capitali a breve termine sono da porsi in relazione con spostamenti nei termini di pagamento registrati sotto la voce "Errori ed omissioni". Tale voce ha registrato un'eccedenza di \$3,5 miliardi nel periodo gennaio-maggio ed un deficit di \$1,5 miliardi nel resto dell'anno.

Ingenti afflussi di capitali sono stati l'elemento dominante del primo trimestre del 1972. Il saldo globale della bilancia dei pagamenti ha registrato un avanzo di circa \$3,3 miliardi (compresa l'assegnazione di DSP di \$170 milioni). Le transazioni correnti hanno dato un apporto di soli \$100 milioni, contro un importo doppio nel primo trimestre del 1971, dato che le entrate nette relative alle transazioni commerciali, pari a \$1,9 miliardi, sono state pressochè compensate dal deficit di \$1,8 miliardi delle partite invisibili.

*Francia.* L'anno scorso il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti ha tendenzialmente subito gli effetti negativi dovuti al fatto che uno sviluppo molto sostenuto dell'economia francese ha coinciso con un'attività economia estera fiacca; tali effetti sono stati peraltro controbilanciati dai benefici che le variazioni nelle parità di cambio del 1969 hanno continuato a produrre.

**Francia: Bilancia delle partite correnti rispetto ai paesi dell'area del franco e a quelli non appartenenti all'area del franco.<sup>1</sup>**

Voci	Altri paesi		Area del franco		Totale	
	1970	1971	1970	1971 <sup>2</sup>	1970	1971 <sup>2</sup>
milioni di dollari SU						
Bilancia commerciale (f.o.b.) . . . . .	+ 85	— 15	+ 235	+ 1.115	+ 320	+ 1.100
Servizi e trasferimenti . . . . .	— 260	— 590	— 210	— 510	— 470	— 1.100
Bilancia corrente . . . . .	— 175	— 605	+ 25	+ 605	— 150	—

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Stime preliminari.

La bilancia corrente sulla base delle transazioni sembra esser stata all'incirca in equilibrio, dopo aver registrato un deficit di \$150 milioni nel 1970. Il predetto saldo globale è risultato da un miglioramento nel commercio (un avanzo di \$1,1 miliardi, contro \$0,3 miliardi nel 1970), compensato da un deficit nei servizi e trasferimenti (\$1,1 miliardi, contro \$0,5 miliardi); l'eccedenza commerciale è derivata esclusivamente

dalle transazioni con i paesi dell'area del franco, mentre il deficit delle partite invisibili è da attribuire alla combinazione dei saldi negativi delle operazioni sia con i paesi dell'area del franco sia con quelli di altre aree. Il rapido miglioramento della bilancia commerciale nei confronti dell'area del franco è dovuto principalmente al ricorso a nuove fonti di approvvigionamento di petrolio, a seguito della tensione tra Francia e Algeria.

Secondo le statistiche doganali (f.o.b.) le esportazioni hanno segnato un aumento del 15 % nel 1971, mentre l'incremento delle importazioni è valutato dell'11 %. In termini di volume, i rispettivi accrescimenti sono stati dell'8,5 e del 7,5 %. Pertanto, è soprattutto il miglioramento delle ragioni di scambio — con incrementi dei valori unitari delle esportazioni e delle importazioni rispettivamente del 6 e del 3,5 % — che spiega l'aumento del coefficiente medio di copertura fra vendite ed acquisti all'estero. L'aumento delle esportazioni globali è stato influenzato in maniera significativa dall'incremento delle vendite di prodotti agricoli, pari al 27 % in termini di valore. Le esportazioni di prodotti manufatti sono state piuttosto deboli nei primi mesi del 1971, ma sono accelerate rapidamente in seguito, per cui il loro aumento complessivo annuo è stato del 13 % circa, sostanzialmente dovuto al notevole incremento delle vendite agli altri paesi CEE.

Francia: Bilancia dei pagamenti rispetto ai paesi non appartenenti all'area del franco.<sup>1</sup>

Voci	1969	1970			1971		
	Anno	1° semestre	2° semestre	Anno	1° semestre	2° semestre	
milioni di dollari SU²							
Merci							
Esportazioni (f.o.b.) . . .	13.285	16.580	8.110	8.470	20.160	9.490	10.670
Importazioni (c.i.f.) . . .	14.845	16.095	7.825	8.270	19.025	9.045	9.980
Saldo . . . . .	- 1.560	+ 485	+ 285	+ 200	+ 1.135	+ 445	+ 690
Servizi e trasferimenti.	- 620	- 250	+ 10	- 260	- 590	- 415	- 175
Bilancia corrente . .	- 2.180	+ 235	+ 295	- 60	+ 545	+ 30	+ 515
Conto capitali a lungo termine . . . . .	+ 325	+ 525	+ 325	+ 200	+ 765	+ 255	+ 510
Bilancia di base . .	- 1.855	+ 760	+ 620	+ 140	+ 1.310	+ 285	+ 1.025
Conto capitali a breve termine³. . . . .	+ 190	+ 610	+ 685	- 75	+ 720	+ 230	+ 490
Assegnazioni di DSP .	-	+ 165	+ 165	-	+ 160	+ 160	-
Saldo complessivo .	- 1.665	+ 1.535	+ 1.470	+ 65	+ 2.190	+ 675	+ 1.515

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa. <sup>2</sup> Conversione alla vecchia parità (del 10 agosto 1969). <sup>3</sup> Inclusi i regolamenti multilaterali, rettifiche e arbitraggi internazionali.

Per quanto attiene alla bilancia dei pagamenti rispetto ai paesi non appartenenti all'area del franco (sulla base dei conti di cassa), l'imponente eccedenza globale è da attribuire più o meno in egual misura alla bilancia corrente, ai proventi del conto capitali a lungo termine e agli afflussi di capitali a breve, ammontanti rispettivamente a \$0,5, 0,8 e 0,7 miliardi. La prima e la terza di queste cifre, tuttavia, sono influenzate

in modo determinante da sfasamenti nei termini di pagamento, ad un punto tale che le stime sulla base delle transazioni f.o.b. mostrano un disavanzo corrente di \$0,6 miliardi ed un avanzo di \$2,6 miliardi sul conto capitali totale. Rispecchiando l'importanza degli sfasamenti nei termini di pagamento, il saldo sulla base dei conti di cassa rivela un avanzo commerciale di \$1,1 miliardi, mentre quello sulla base delle transazioni è stimato in lieve deficit. La creazione di questi afflussi di capitali a breve attinenti il commercio si sono concentrati principalmente nell'ultimo trimestre dell'anno.

Il sensibile peggioramento del saldo del conto servizi e trasferimenti nel 1971 è da attribuire in larga misura a due fattori. Anzitutto, i "noli" hanno registrato un disavanzo superiore a \$0,4 miliardi, contro \$0,2 miliardi nel 1970; ciò a causa della tensione nelle relazioni franco-algerine, che ha reso necessario il cambiamento delle fonti di approvvigionamento di petrolio, con itinerari più lunghi per le navi cisterna. In secondo luogo, vi è stato uno sfasamento tra pagamenti al Fondo europeo di orientamento e garanzia agricola e rimborsi da parte di esso. Complessivamente, le transazioni invisibili si sono chiuse con un saldo negativo di \$0,6 miliardi nel 1971, contro \$0,3 miliardi nel 1970.

I movimenti di capitale a lungo termine hanno nuovamente segnato un sostanziale avanzo di circa \$0,8 miliardi, contro \$0,5 miliardi nel 1970. Gli afflussi di capitali esteri privati, pari a \$1,3 miliardi, sono stati inferiori di \$0,2 miliardi rispetto al 1970, mentre i prestiti netti concessi da residenti verso l'estero si sono mantenuti all'incirca pari a quelli dell'anno precedente, cioè a \$0,5 miliardi. L'avanzo globale del conto privati (escluse le banche) si è così ragguagliato a \$0,8 miliardi rispetto a \$1 miliardo nel 1970. I deflussi di capitali a lungo termine sul conto del governo sono stati più o meno uguali nei due anni, ossia \$0,2 miliardi. La variazione positiva dei flussi totali di capitali a lungo termine è risultata quindi da uno spostamento nei flussi bancari, che hanno conseguito un'eccedenza di \$0,2 miliardi, contro un deficit di \$0,3 miliardi nel 1970.

*Italia.* I risultati dello scorso anno sembrano aver ulteriormente consolidato quelli conseguiti nel 1970, anno in cui il disavanzo si è trasformato in un avanzo soddisfacente. Data l'influenza di molte tendenze fra loro contrastanti sugli sviluppi del 1971, è tuttavia difficile determinare la posizione di fondo.

Durante il primo semestre dell'anno scorso il saldo globale ha registrato un'eccedenza di \$670 milioni; ciò rappresenta uno spostamento ben superiore a \$1 miliardo rispetto al disavanzo del corrispondente periodo 1970. L'eccedenza annua complessiva si è ragguagliata a \$890 milioni, il doppio all'incirca di quella ottenuta nel 1970. Tale ulteriore miglioramento ha portato la posizione monetaria esterna dell'Italia ancora una volta al di sopra del livello di fine 1968.

Il nerbo della bilancia dei pagamenti è consistito principalmente nelle partite correnti, avendo tanto il commercio quanto i servizi e trasferimenti registrato un miglioramento rispetto ai risultati del 1970. Il saldo negativo del conto capitali, di \$1,1 miliardi (inclusi errori ed omissioni), rilevato nel 1971 - a fronte del quale sta quello di \$415 milioni nel 1970 - si è formato in gran parte nell'ultimo trimestre. Infatti, durante il primo semestre 1971 si sono avuti introiti netti per \$340 milioni, dovuti a cospicui afflussi a lungo termine.

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

Voci	1969	Anno	1970		Anno	1971	
			1° semestre	2° semestre		1° semestre	2° semestre
milioni di dollari SU <sup>2</sup>							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	11.640	13.105	6.335	6.770	14.830	7.060	7.770
Importazioni . . . . .	11.100	13.445	6.615	6.830	14.410	7.105	7.305
Saldo commerciale .	+ 540	— 340	— 280	— 60	+ 420	— 45	+ 465
Servizi e trasferimenti.	+ 1.800	+ 1.155	+ 345	+ 810	+ 1.480	+ 270	+ 1.210
Bilancia corrente . .	+ 2.340	+ 815	+ 65	+ 750	+ 1.900	+ 225	+ 1.675
Conto capitali a lungo termine . . . . .	— 3.230	+ 230	— 225	+ 455	— 170	+ 700	— 870
Bilancia di base . .	— 890	+ 1.045	— 160	+ 1.205	+ 1.730	+ 925	+ 805
Conto capitali a breve termine <sup>3</sup> . . . . .	— 285	— 645	— 375	— 270	— 945	— 360	— 585
Assegnazioni di DPS .	—	+ 105	+ 105	—	+ 105	+ 105	—
Saldo complessivo .	— 1.175	+ 505	— 430	+ 935	+ 890	+ 670	+ 220

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Conversione alla vecchia parità. <sup>3</sup> Compresi errori ed omissioni.

Il capovolgimento del conto capitali è stato causato in gran parte dal fatto che in luogo dell'accensione di prestiti esteri si è passati ai rimborsi anticipati di debiti dei settori pubblico e privato. Tale comportamento è derivato da indicazioni in tal senso impartite dalle autorità, ma può altresì esser stato ispirato da considerazioni relative ai cambi e ai saggi d'interesse. Nel settore dei capitali esteri i prestiti ed i crediti commerciali hanno infatti prodotto un afflusso netto di \$1,2 miliardi nel primo semestre 1971, ma hanno registrato un deflusso di \$0,7 miliardi nel secondo. D'altra parte, per quanto riguarda i capitali italiani, il deflusso si è distribuito in modo abbastanza eguale su tutto l'arco dell'anno. La voce passiva più ampia sono state ancora una volta le rimesse di banconote, ammontate a circa \$900 milioni, ossia solamente a \$60 milioni in meno del 1970. I crediti commerciali hanno pure dato luogo a un deflusso considerevole che si è portato a \$680 milioni da \$610 milioni nel 1970. Gli investimenti di portafoglio invece sono diminuiti fortemente, da \$520 milioni nel 1970 a \$200 milioni nel 1971, per effetto, in particolare, di una riduzione delle uscite attraverso i fondi di investimento.

Per quanto riguarda la bilancia commerciale, le importazioni di beni e servizi hanno mantenuto lo stesso volume del 1970, mentre le esportazioni sono cresciute quasi in parallelo con la domanda mondiale. L'elasticità delle importazioni rispetto al reddito è stata perciò nel 1971 quasi uguale a zero, rispetto a 3,5 nel 1970 — quando la domanda interna era ancora piuttosto vivace ma si andava rallentando l'espansione produttiva — e ad una media di 2,2 per il periodo 1951-69. Pertanto, anche tenendo conto della debolezza manifestata lo scorso anno dalla domanda, le importazioni dimostrano di essere state insolitamente basse. Recentemente, si è pure avuta una riduzione dei margini di redditività delle esportazioni, come dimostrato dal forte aggravio sui prezzi all'esportazione del coefficiente salariale per unità di prodotto. I prezzi delle esporta-

zioni sono saliti del 6% nel 1971, contro il 5% nel 1970; mentre i costi unitari della manodopera si sono ampliati di oltre il 30% negli ultimi due anni complessivamente. Nello stesso tempo i prezzi all'importazione sono aumentati del 7,5% contro il 4% nel 1970, per cui le ragioni di scambio sono peggiorate del 2,5%.

Il miglioramento della bilancia commerciale si è accompagnato ad una contrazione delle importazioni di materie prime e prodotti semifiniti e al contemporaneo incremento soprattutto delle esportazioni di semilavorati e di beni di consumo. L'avanzo del conto servizi si è dilatato nel 1971 di circa \$200 milioni passando a \$1,2 miliardi, grazie specialmente a maggiori introiti dal turismo. Insieme al lieve miglioramento nei trasferimenti unilaterali, l'eccedenza complessiva dei servizi e trasferimenti è ascesa a \$1,5 miliardi circa.

Nel primo trimestre del 1972, in presenza di una tendenza economica interna ancora debole, il saldo corrente ha conseguito un avanzo di \$280 milioni rispetto al deficit di \$70 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente. Tuttavia, poichè tale avanzo è stato più che compensato dai deflussi netti di capitali, pari a \$560 milioni, il saldo globale, compresa l'assegnazione di DSP per \$105 milioni, ha registrato un disavanzo di \$175 milioni, rispetto all'avanzo di \$475 milioni conseguito nel primo trimestre dell'anno passato.

*Unione economica Belgio-Lussemburgo.* I conti con l'estero si sono chiusi l'anno passato con un'eccedenza complessiva di \$255 milioni, a fronte di un avanzo di \$180 milioni nel 1970. E' tuttavia difficile stabilire esattamente la natura del miglioramento, in quanto i dati ufficiali sono presentati sulla base dei conti di cassa e subiscono di conseguenza distorsioni notevoli per effetto degli sfasamenti nei termini di pagamento che si verificano nei periodi di incertezze e speculazioni valutarie. Per di più, l'anno scorso è stata introdotta una imposta sulle esportazioni (quale misura transitoria nel

Unione Economica Belgio-Lussemburgo: Bilancia del pagamenti.<sup>1</sup>

Voci	1969	1970		1971		1971	
	Anno	1° semestre	2° semestre	Anno	1° semestre	2° semestre	
milioni di dollari SU <sup>2</sup>							
Merci <sup>3</sup>							
Esportazioni . . . . .	8.115	9.725	4.690	5.035	10.785	5.095	5.690
Importazioni . . . . .	7.940	8.940	4.340	4.600	9.935	4.730	5.205
Saldo . . . . .	+ 175	+ 785	+ 350	+ 435	+ 850	+ 365	+ 485
Servizi e trasferimenti.	— 90	— 40	— 5	— 35	+ 20	+ 20	—
Bilancia corrente . .	+ 85	+ 745	+ 345	+ 400	+ 870	+ 385	+ 485
Movimenti netti di capitali <sup>4</sup> . . . . .	+ 205	— 635	— 210	— 425	— 685	— 95	— 590
Assegnazioni di DSP .	—	+ 70	+ 70	—	+ 70	+ 70	—
Saldo complessivo .	+ 290	+ 180	+ 205	— 25	+ 255	+ 360	— 105 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa. <sup>2</sup> Conversione alla vecchia parità fino al terzo trimestre 1971; e per il quarto trimestre 1971 al tasso medio del mercato ufficiale. <sup>3</sup> Esportazioni e importazioni in parte c.i.f., comprese le lavorazioni per conto e le transazioni nette di arbitraggio con l'estero. <sup>4</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>5</sup> Escluse le stime di rettifica per rivalutazione della posizione monetaria esterna.

passaggio dal sistema dell'imposta sugli scambi a quello dell'imposta sul valore aggiunto), e ciò probabilmente ha comportato che le esportazioni registrate siano inferiori alla realtà.

Pertanto, mentre i dati della bilancia dei pagamenti indicano un avanzo commerciale alquanto più elevato, di \$850 milioni, lo scorso anno, i dati doganali su base f.o.b. rettificata (più l'eccedenza netta sulle transazioni di arbitraggio su merci con l'estero) mostrano che l'avanzo è caduto a \$165 milioni (da \$800 milioni nel 1970). Tutto sommato, è verosimile che gli effettivi risultati commerciali siano compresi entro questi due ordini di cifre.

Secondo le statistiche doganali (escluse le transazioni di arbitraggio), le esportazioni si sono incrementate del 4% solamente, contro il 15% nel 1970, mentre le importazioni sono aumentate del 10% contro il 14%. Tenuto conto del fatto che, grazie alla manovra del doppio mercato dei cambi, lo scorso anno, la rivalutazione rispetto alle transazioni correnti è stata temporaneamente evitata, le ragioni di scambio si sono spostate sia pure di poco a sfavore del Belgio. I prezzi all'esportazione hanno registrato una trascurabile diminuzione e quelli all'importazione sono rimasti sostanzialmente stazionari. Tali sviluppi sono stati determinati soprattutto dalla contrazione dei prezzi mondiali dell'acciaio, contrazione che ha avuto grande effetto sulle esportazioni UEBL, e dalla caduta dei prezzi di alcune materie prime — il rame in particolare — lavorate nell'UEBL.

La bilancia delle partite invisibili, passata in attivo malgrado il peggioramento del conto turismo, ha subito l'effetto positivo della riduzione dei trasferimenti del settore ufficiale e dell'aumento delle entrate nette relative ai noli.

Nel 1971 vi è stato un modesto incremento nei deflussi totali netti di capitali, malgrado la notevole contrazione nei primi otto mesi dell'anno — dovuta principalmente agli afflussi di capitali di non residenti e ad un movimento positivo degli errori ed omissioni. Entrambi i fenomeni sono da attribuire a considerazioni relative ai tassi di cambio e ai divari dei saggi d'interesse. Tuttavia, numerosi afflussi di capitali non sono stati probabilmente registrati come tali, nella misura in cui essi si riferivano a sfasamenti nei termini di pagamento a favore dell'UEBL.

*Paesi Bassi.* La minore tensione della domanda interna nel corso del 1971 ha comportato un rapido miglioramento della bilancia delle partite correnti. Pertanto, malgrado una riduzione degli afflussi netti di capitale, il saldo globale si è chiuso con un'eccedenza superiore a quella del 1970.

Secondo i dati doganali, il miglioramento complessivo del conto commerciale si è verificato nella seconda metà dell'anno, in cui l'incremento delle importazioni è diminuito nettamente, anche per effetto del calo dei prezzi che in precedenza erano aumentati al tasso annuo dell'8% circa dall'inizio del 1970 fino al giugno 1971. Le ragioni di scambio sono peggiorate di circa il 4% nel primo semestre 1971, ma tale deterioramento si è quasi invertito nel secondo semestre; inoltre, la rivalutazione del 2,5% nei confronti del resto del mondo, seguita all'accordo di Washington, lascia prevedere per quest'anno un miglioramento. L'aumento delle esportazioni in termini di volume è stato all'incirca pari a quello del 1970, cioè del 13% circa, tuttavia esso

è diminuito leggermente in termini di valore. Dato anche il miglioramento sostanziale del conto servizi e trasferimenti nella seconda metà del 1971, la bilancia corrente ha registrato un saldo attivo di \$150 milioni nel corso del secondo semestre 1971 - segnando una variazione di quasi \$0,5 miliardi rispetto al deficit dei primi sei mesi.

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

Voci	1969	Anno	1970 1° semestre	2° semestre	Anno	1971 1° semestre	2° semestre
	milioni di dollari SU <sup>2</sup>						
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	9.315	11.000	5.315	5.685	12.695	6.010	6.685
Importazioni . . . . .	9.710	11.865	5.745	6.120	13.395	6.465	6.930
Saldo . . . . .	- 395	- 865	- 430	- 435	- 700	- 455	- 245
Servizi e trasferimenti.	+ 425	+ 420	+ 180	+ 240	+ 525	+ 130	+ 395
Bilancia corrente . .	+ 30	- 445	- 250	- 195	- 175	- 325	+ 150
Conto capitali a lungo termine . . . . .	+ 10	+ 520	+ 280	+ 240	+ 340	+ 240	+ 100
Bilancia di base . .	+ 40	+ 75	+ 30	+ 45	+ 165	- 85	+ 250
Conto capitali a breve termine . . . . .	- 25	+ 30	- 70	+ 100	- 25	+ 35	- 60
Errori ed omissioni . .	+ 135	+ 350	+ 200	+ 150	+ 400	+ 355	+ 45
Assegnazioni di DSP .	-	+ 90	+ 90	-	+ 75	+ 75	-
Saldo complessivo .	+ 150	+ 545	+ 250	+ 295	+ 615	+ 380	+ 235 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Conversione alla parità fino ad aprile 1971; in seguito ai tassi medi mensili a pronti. <sup>3</sup> Escluse le stime di rettifica per rivalutazione della posizione monetaria esterna.

Il saldo negativo del conto merci e servizi è stato pari allo 0,5 % circa del prodotto nazionale lordo. Da lungo tempo a questa parte l'obiettivo a medio termine dei Paesi Bassi è stato il conseguimento di un saldo positivo delle partite correnti pari a circa lo 0,75 % del prodotto nazionale lordo, con il quale finanziare l'aiuto allo sviluppo economico. I risultati effettivi sono stati per qualche anno al di sotto di questo livello e ciò è stato attribuito comunemente più a fattori ciclici che strutturali. I risultati di quest'anno potranno servire a giudicare l'esattezza di tale assunto.

Malgrado i provvedimenti adottati dalle autorità olandesi nel corso del 1971 al fine di ostacolare l'afflusso di capitali, questo è stato ancora notevole lo scorso anno, pur essendo leggermente inferiore al 1970. Tali entrate sono state originate sia da considerazioni inerenti i tassi di cambio, sia dai rendimenti interni allettanti, rimasti sostenuti nel corso dell'anno per effetto della politica creditizia ancora notevolmente restrittiva. Gli introiti netti si sono concentrati nella prima metà dell'anno, antecedentemente alla fluttuazione del fiorino e all'introduzione, in settembre, del "circuito obbligazionario chiuso" per le transazioni di non residenti in titoli stilati in fiorini. Sempre nella prima metà del 1971, si è verificato un notevole afflusso di capitali a breve termine (non identificati) relativi a sfasamenti positivi nei termini di pagamento.



*Svizzera.* Gli afflussi netti di capitali, per \$ 2,4 miliardi – giganteschi per un'economia delle dimensioni di quella svizzera – sono stati praticamente la causa dell'intero avanzo complessivo del 1971. La bilancia corrente è rimasta quasi in equilibrio, sebbene le variazioni di alcune voci che ne fanno parte abbiano avuto un'influenza significativa sugli sviluppi interni.

Il rallentamento dell'andamento delle esportazioni nella seconda metà del 1970 ha contribuito ad alleggerire le pressioni della domanda che, a loro volta, hanno originato lo scorso anno una diminuzione delle importazioni. Pertanto, mentre nel 1970 queste ultime, secondo i dati doganali, avevano segnato un incremento di valore del 23 % circa, tale aumento è sceso l'anno passato al 6,5 % circa; i quattro quinti di esso sono da attribuirsi all'espansione del volume, contro i due terzi dell'anno precedente. Anche le esportazioni si sono dilatate meno rapidamente, con un tasso di crescita di poco superiore a quello delle importazioni, a fronte del quale stanno gli incrementi del 10,5 e del 15,5 %, registrati nel 1970 e nel 1969, rispettivamente. In termini di volume, le esportazioni sono aumentate del 4 %, mentre i relativi prezzi sono saliti del 2,5 %. Di conseguenza, l'anno scorso le ragioni di scambio sono migliorate in misura inferiore al 2 % e non hanno del tutto compensato il peggioramento del 1970. La svolta è intervenuta nella seconda metà dell'anno, cioè dopo la rivalutazione di maggio. E' previsto un ulteriore miglioramento per effetto dell'accordo di Washington, che ha comportato un'effettiva rivalutazione del franco svizzero, nei confronti del resto del mondo, stimata del 4 % rispetto alla parità ante maggio.

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

Anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Bilancia corrente	Movimenti netti di capitali <sup>2</sup>	Saldo comples- sivo <sup>3</sup>
	Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo				
	milioni di dollari SU <sup>4</sup>						
1969	4.635	5.265	— 630	+ 1.155	+ 525	— 365	+ 160
1970	5.135	6.465	— 1.330	+ 1.400	+ 70	+ 1.010	+ 1.080
1971	5.740	7.205	— 1.465	+ 1.515	+ 50	(+ 2.380)	(+ 2.430 <sup>5</sup> )

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>3</sup> A causa di sostanziali variazioni degli elementi impiegati nel calcolo della posizione netta verso l'estero delle banche commerciali svizzere, i dati del 1970 e del 1971 non sono confrontabili fra loro, né con le corrispondenti cifre dei periodi precedenti. <sup>4</sup> Conversione ai tassi medi. <sup>5</sup> Escluse le stime delle rettifiche per rivalutazione della posizione monetaria esterna.

Le importazioni di materie prime e prodotti semifiniti sono realmente diminuite, mentre quelle di lubrificanti e di combustibili sono salite del 27 %; la contrazione del primo gruppo di prodotti è dovuta ad un calo dei prezzi non compensato da un aumento di volume assai limitato, mentre l'incremento del secondo gruppo è dovuto principalmente all'aumento dei prezzi. Le esportazioni di beni d'investimento hanno ottenuto i migliori risultati, con un aumento del 9 % circa, che rappresenta peraltro una sensibile decelerazione rispetto all'incremento del 15,5 % del 1970. Rispetto alla distribuzione geografica, l'aliquota di commercio con l'Europa è aumentata; le importazioni dai paesi CEE si sono dilatate del 7,5 % e quelle dall'area EFTA dell'11 %, mentre l'incremento dell'11,5 % nelle esportazioni verso i paesi EFTA ha contribuito ad accrescere l'aliquota delle vendite a paesi europei, di un punto in percentuale, ossia al 68,5 %.

Il lieve deterioramento commerciale è stato largamente compensato da una variazione positiva dell'8% delle partite invisibili, la cui eccedenza ha toccato \$1,5 miliardi. Una dilatazione dei deflussi netti relativi ai trasferimenti unilaterali, in massima parte rimesse di lavoratori stranieri, è stata più che compensata dai maggiori proventi netti da capitali, incrementatisi del 13,5% (\$100 milioni), e dall'aumento del 17% (\$80 milioni) del gettito netto da turismo, malgrado una significativa riduzione — al 2% solamente — del saggio di incremento delle presenze di turisti esteri negli alberghi.

I massicci afflussi di capitali verso la Svizzera sono stati originati, in certa misura, dalla relativa contrazione dei tassi di interesse esteri iniziatisi verso la fine del 1970, ma soprattutto da considerazioni relative ai tassi di cambio. A causa del limitato numero di dati disponibili, il saldo delle transazioni di capitali può essere calcolato solo come differenza tra la bilancia corrente e le variazioni nelle riserve ufficiali e nella posizione delle banche commerciali verso l'estero. Tuttavia, tenuto conto dei deflussi di capitali svizzeri a medio e lungo termine, che nell'anno passato si sono portati a \$1,1 miliardi (contro \$0,5 miliardi nel 1970), si calcola che la consistenza delle entrate sia stata di almeno \$3,5 miliardi. Tale cifra è circa l'equivalente del 15% del prodotto nazionale lordo svizzero nel 1971. Nonostante i numerosi provvedimenti assunti dalle autorità svizzere al fine di contenere l'afflusso di capitali (vedasi capitolo IV), nulla è valso a frenare il rimpatrio di capitali svizzeri che hanno sicuramente costituito una notevole parte delle entrate globali.

*Austria.* Il disavanzo commerciale ha proseguito l'anno scorso la sua rapida ascesa, sorpassando il traguardo di \$1 miliardo, ma l'aumento del 40% circa dell'avanzo dei servizi e trasferimenti l'ha compensato in buona parte. Il miglioramento delle partite invisibili, il cui gettito netto è arrivato alla cifra senza precedenti di \$1 miliardo, contro \$0,7 miliardi nel 1970, è principalmente dovuto all'andamento assai favorevole del turismo. Malgrado il peggioramento avutosi tanto nel conto partite correnti che in quello capitali a lungo termine, l'avanzo globale del paese di \$135 milioni è stato l'anno scorso più ampio che nel 1970. Tale risultato è dovuto agli afflussi di capitali a breve termine, verificatisi principalmente nel periodo antecedente la rivalutazione dello scellino in maggio, e che in massima parte hanno rappresentato introiti non identificati relativi a sfasamenti nei termini di pagamento.

Sulla base dei dati doganali, l'aumento delle esportazioni di merci è rallentato notevolmente l'anno scorso, ragguagliandosi solamente al 6% rispetto al 18% nel

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

Anni	Merci			Servizi e trasferi- menti	Bilancia corrente	Movimenti netti di capitali		Assegna- zioni di DSP	Saldo comples- sivo
	Esporta- zioni (f.o.b.)	Importa- zioni (c.i.f.)	Saldo			a lungo termine	a breve termine <sup>2</sup>		
milioni di dollari SU <sup>3</sup>									
1969	2.415	2.850	- 435	+ 535	+ 100	- 25	+ 30	-	+ 105
1970	2.860	3.580	- 720	+ 710	- 10	+ 15	+ 60	+ 30	+ 95
1971	3.175	4.245	-1.070	+ 980	- 90	- 20	+225	+ 20	+ 135 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni.

<sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni.

<sup>3</sup> Conversione ai tassi medi mensili a pronti.

<sup>4</sup> Oro e attività ufficiali nette valutati alla parità di \$35 per oncia.

1970. In particolare, le vendite ai paesi dell'Europa orientale sono rimaste praticamente invariate, dopo un incremento del 13% nel 1970, e l'espansione di quelle ai paesi CEE è rallentata al 5% contro il 13% nel 1970. Le esportazioni verso i paesi EFTA, tuttavia, e specialmente verso il Regno Unito e la Svizzera, si sono dilatate più rapidamente che in passato. Le vendite di prodotti finiti non hanno mantenuto il loro ritmo e quelle di materie prime hanno registrato un'effettiva riduzione, in parte per effetto della penuria di corrente elettrica.

L'incremento delle importazioni è diminuito in misura sensibile, al 13%. Di conseguenza, l'elasticità delle importazioni rispetto al variare dei redditi che si era aggirata intorno all'1,9 nel 1970, è rimasta all'1,2 nel 1971, che costituisce all'incirca la media a lungo termine del precedente decennio. Un notevole rallentamento nell'accumulazione di scorte, intervenuto lo scorso anno ha influito particolarmente sulle importazioni di materie prime e di prodotti semilavorati. E' interessante notare che, malgrado la sostenutezza dello scellino nel 1971 - l'effettivo apprezzamento nei riguardi del resto del mondo essendo stimato intorno al 3,5% -, le ragioni di scambio hanno continuato ad essere sfavorevoli per l'Austria; dal 1969 al 1971 esse sono peggiorate del 7% circa e tale andamento si è invertito solamente nella seconda metà dell'anno passato. I prezzi delle importazioni sono ancora aumentati nel 1971 del 4% circa, mentre quelli delle esportazioni hanno subito solo un lieve cambiamento; l'espansione delle esportazioni è pertanto dovuta interamente ad aumento in termini di volume.

Il saldo globale è rimasto all'incirca in equilibrio nel primo trimestre del 1972, in confronto del lieve avanzo nel corrispondente periodo del 1971. Il disavanzo delle transazioni correnti di circa \$80 milioni - più o meno uguale a quello di un anno prima - è stato compensato da afflussi di capitali, soprattutto a breve termine, e dall'assegnazione di DSP, per \$30 milioni.

*Danimarca.* I crescenti disavanzi commerciali verificatisi verso la fine degli anni sessanta hanno costretto le autorità ad instaurare su larga base una politica fiscale e monetaria restrittiva a partire dal 1969. Pare che tali misure abbiano iniziato a dare i loro frutti l'anno passato, in quanto la bilancia commerciale è gradualmente migliorata dall'estate in avanti. Inoltre, l'applicazione di una sovrattassa del 10% sulle importazioni a partire da ottobre ha contribuito al rafforzamento dei risultati dell'ultimo trimestre. Così, mentre il disavanzo commerciale è arrivato a \$425 milioni nel primo semestre dello scorso anno, nel secondo esso è sceso, in misura maggiore di quella dovuta a cause stagionali, a \$245 milioni. Grazie ai costanti afflussi netti relativi a partite invisibili e movimenti di capitali, il saldo complessivo ha poi registrato un'eccedenza di \$165 milioni, contro \$30 milioni nel 1970.

Secondo le statistiche doganali, le esportazioni si sono accresciute dell'8% nel 1971, in misura cioè un po' minore rispetto al 1970. Più del 60% di tale incremento si riferisce al volume di esse. Le importazioni sono aumentate del 3% in valore, ma l'aumento dei prezzi, pari al 6%, denota una sensibile contrazione del loro volume. Il peggioramento delle ragioni di scambio è stato in gran parte causato dalla tendenza dei prezzi dei prodotti industriali, ma anche dal sostanziale aumento dei prezzi dei combustibili.

L'eccedenza delle partite invisibili è rimasta pari a quella del 1970; il rapido incremento del deficit relativo ai redditi da investimenti – dovuto al massiccio indebitamento degli anni 1969 e 1970 – è stato compensato da un equivalente miglioramento degli introiti netti da turismo.

Gli afflussi netti di capitale hanno di nuovo assunto notevoli dimensioni l'anno scorso. Le importazioni nette di capitali privati sono diminuite di circa \$0,1 miliardi, passando a \$0,3 miliardi, ma sono state più che compensate dall'aumento dei prestiti contratti dal settore pubblico.

*Norvegia.* A causa dell'esuberanza dei consumi interni, della tendenza cedente della domanda mondiale di prodotti norvegesi e degli sviluppi negativi del settore dei trasporti marittimi, il disavanzo della bilancia corrente si è portato nel 1971 ad un livello senza precedenti. Tuttavia, considerevoli afflussi di capitali – sia a lungo che a breve termine – hanno consentito durante l'anno un lieve miglioramento del saldo complessivo.

Sulla base delle statistiche doganali, le importazioni di merci, escluse le navi, si sono espanse del 6,5 % circa, a fronte del 21 % nel 1970. E ciò malgrado il recente ristagno delle importazioni per usi industriali (che, con un incremento del 28 % circa nel 1970, avevano costituito in quell'anno quasi il 60 % degli acquisti complessivi all'estero), dovuto al rallentamento della formazione di scorte. La dilatazione del 18 % nelle importazioni di beni di consumo è largamente da ascrivere all'enorme aumento, del 40 %, negli acquisti di autovetture estere. L'aumento complessivo delle importazioni, in termini di volume, si è aggirato intorno al 2 % solamente, essendo il 70 % dell'espansione, in termini di valore, dovuta all'aumento dei prezzi. Le esportazioni di merci (escluse le navi) sono aumentate del 5 % in valore, contro un incremento del 14,5 % nel 1970, soprattutto in conseguenza dei risultati negativi registrati nelle voci di esportazioni tradizionali, specialmente metalli e pasta di legno. Poichè i prezzi delle esportazioni sono anch'essi saliti del 5 %, non si sono avuti aumenti in termini di volume. Il saldo commerciale visibile è stato particolarmente influenzato dagli sviluppi del settore dei trasporti marittimi: gli acquisti di navi hanno avuto un incremento del 27 %, mentre le vendite sono diminuite di quasi il 15 %.

Grazie soprattutto all'aumento degli introiti netti da noli, pervenuti al livello senza precedenti di \$1,1 miliardi, il saldo attivo del conto servizi e trasferimenti si è in certa misura accresciuto rispetto al 1970.

Gli introiti complessivi netti da capitali si sono ragguagliati a \$0,5 miliardi. Per quanto concerne i capitali a lungo termine, il capovolgimento dal rimborso netto del 1969 al considerevole afflusso netto del 1971 è stato causato da una rapida espansione dell'indebitamento privato netto verso l'estero sia da parte del settore navale che del resto del settore privato. Essendo l'accensione di prestiti con l'estero divenuta più facile e più allettante, l'anno passato è stato necessario rifiutare in alcuni casi l'autorizzazione ad indebitamenti della specie. Gli afflussi a breve termine sono stati chiaramente influenzati da considerazioni relative ai tassi di cambio: le società di armamento e le altre imprese hanno infatti convertito in corone i loro averi in dollari a breve termine.

Paesi nordici: Bilancia dei pagamenti.<sup>1</sup>

Paesi	Anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Bilancia corrente	Movimenti netti di capitali <sup>2</sup>	Assegna- zioni di DSP	Saldo globale <sup>3</sup>
		Esporta- zioni (f.o.b.)	Importa- zioni (c.i.f.)	Saldo					
milioni di dollari SU <sup>4</sup>									
Danimarca . . .	1969	2.985	3.615 <sup>5</sup>	- 630	+ 220	- 410	+ 330	-	- 80
	1970	3.320	4.080 <sup>5</sup>	- 760	+ 220	- 540	+ 545	+ 25	+ 30
	1971	3.645	4.315 <sup>5</sup>	- 670	+ 220	- 450	+ 585	+ 30	+ 165
Finlandia . . . .	1969	1.975	2.030	- 55	+ 75	+ 20	+ 30	-	+ 50
	1970	2.295	2.645	- 350	+ 110	- 240	+ 300	+ 20	+ 80
	1971	2.350	2.810	- 460	+ 115	- 345	+ 510	+ 20	+ 185
Norvegia . . . .	1969	2.230	2.995	- 765	+ 920	+ 155	- 210	-	- 55
	1970	2.475	3.720	-1.245	+1.065	- 180	+ 305	+ 25	+ 150
	1971	2.575	4.100	-1.525	+1.160	- 365	+ 510	+ 25	+ 170
Svezia . . . . .	1969	5.725 <sup>6</sup>	5.910	- 185	- 25	- 210	- 120	-	- 330
	1970	6.820 <sup>6</sup>	7.005	- 185	- 120	- 305	+ 385	+ 35	+ 115
	1971	7.455 <sup>6</sup>	7.075	+ 380	- 195	+ 185	+ 90	+ 35	+ 310

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>3</sup> Oro e attività ufficiali nette valutate alla parità di \$ 35 per oncia. <sup>4</sup> Conversione secondo la parità fino al terzo trimestre del 1971 e al tasso medio a pronti nel quarto trimestre. <sup>5</sup> Importazioni f.o.b. <sup>6</sup> Comprese le rettifiche del commercio netto non registrato nelle statistiche doganali.

*Svezia.* L'eccedenza della bilancia dei pagamenti dell'anno scorso è chiaramente una conseguenza della recessione ciclica interna. A parte ciò, tuttavia, la situazione esterna di base sembra essere gradatamente migliorata. Si può inoltre prevedere che qualche progresso marginale sortirà dal riallineamento dei cambi del dicembre 1971. L'avanzo globale, salito a \$ 310 milioni nel 1971, in confronto a \$ 115 milioni nell'anno precedente e ad un disavanzo di \$ 330 milioni nel 1969, è la risultante dei saldi positivi delle partite correnti e del conto capitali.

Dopo aver subito un pesante deficit a partire dal 1965, ed un peggioramento particolarmente rilevante, a \$ 305 milioni nel 1970, la bilancia corrente è migliorata di \$ 0,5 miliardi, registrando introiti netti pari a \$ 185 milioni. Ciò è dipeso esclusivamente dal miglioramento degli scambi di merci, che hanno avuto un avanzo di \$ 380 milioni, contro un deficit di \$ 185 milioni nel 1970. In effetti, i deflussi netti relativi alle partite invisibili sono passati da \$ 75 milioni al livello senza precedenti di \$ 195 milioni, in gran parte a causa della dilatazione del disavanzo del conto turismo ed al peggioramento del saldo netto relativo a pagamenti di interessi e dividendi.

Sulla base dei dati doganali, l'anno scorso il valore delle esportazioni si è incrementato del 9% circa, mentre il loro volume si è accresciuto del 3,5% circa. Di contro, le importazioni non hanno subito variazioni in termini di valore, ma si sono ridotte del 5% in volume. Pertanto le ragioni di scambio sono rimaste invariate e l'aumento del rapporto esportazioni - importazioni, passato dal 97% nel 1970 al 105% nel 1971, è chiaramente giustificato dalle variazioni di volume. Le vendite di ferro e acciaio e di pasta di legno sono realmente diminuite, mentre quelle di altre materie prime e prodotti di base sono variate solo di poco. Il guadagno globale è dovuto pertanto soprattutto ai prodotti meccanici; tra di essi, le esportazioni di macchinari si sono incrementate del 13% e quelle di attrezzature di trasporti del 19%. Le vendite di autoveicoli, in particolare, hanno registrato un forte aumento, del 24%, in quanto la fiacca domanda interna ha consentito di espandere le vendite agli Stati Uniti (le

autovetture costituiscono oltre il 30% degli acquisti SU in Svezia). Le importazioni, gonfiate nel 1970 da formazioni di scorte di materie prime e manufatti — che la Svezia deve in larga misura importare — si sono depresse l'anno scorso sia per il rapido rallentamento dell'accumulazione di scorte, sia per la debolezza della domanda interna per consumi.

Gli afflussi netti di capitali sono diminuiti di oltre tre quarti: le entrate nette, di \$90 milioni, erano all'incirca di \$300 milioni inferiori a quelle del 1970. Ciò per effetto sia dell'allentamento delle restrizioni valutarie, che ha consentito un aumento sostanziale degli investimenti svedesi diretti all'estero, sia del miglioramento delle condizioni del credito avutesi l'anno scorso.

Nel primo trimestre del 1972 il saldo complessivo (compresa l'assegnazione di DSP, pari ad un valore di \$35 milioni) ha registrato un avanzo di \$215 milioni, in confronto di \$85 milioni nel primo trimestre del 1971. L'eccedenza è quasi interamente attribuibile ad afflussi di capitali a breve e lungo termine. La bilancia corrente ha segnato un deficit netto di \$85 milioni, rispetto ad un saldo attivo di \$40 milioni nel primo trimestre del 1971, per effetto della contrazione dell'avanzo commerciale e dell'incremento del disavanzo delle partite invisibili.

*Finlandia.* Il debole tono dei mercati di esportazione della Finlandia e il rallentamento dell'attività economica interna dovuto a misure restrittive hanno esercitato l'anno scorso un notevole impatto sui conti con l'estero. Poiché sia le esportazioni che le importazioni di merci e servizi sono diminuite in termini di volume e le ragioni di scambio sono divenute sfavorevoli per la Finlandia, il disavanzo corrente è salito al livello senza precedenti di \$345 milioni. D'altra parte, la stretta creditizia interna ha favorito consistenti afflussi di capitale, superiori a \$0,5 miliardi. Per effetto di ciò, il saldo globale si è chiuso con un'eccedenza di \$185 milioni, rispetto a \$80 milioni nel 1970.

Dalle statistiche doganali si rileva che l'anno scorso le esportazioni di merci si sono ampliate del 2% (dopo essere aumentate del 16 e del 21% nel 1970 e nel 1969, rispettivamente), in quanto la contrazione del loro volume è stata più che compensata dall'aumento dei valori unitari. Dopo i notevoli incrementi dei due anni precedenti, il valore delle importazioni è salito del 6% solamente, poiché un rialzo dei prezzi del 7,5% è stato accompagnato da una lieve contrazione di volume. Le esportazioni hanno subito una serie di sviluppi negativi: gli scioperi nelle industrie metallurgica e meccanica, una temporanea diminuzione delle consegne ai paesi dell'Europa orientale e una tendenza fortemente cedente nella domanda mondiale di prodotti della lavorazione del legno che ha colpito gravemente la Finlandia. Per quanto attiene alle importazioni, il considerevole aumento dei prezzi dei combustibili e dei lubrificanti — pari al 32% — è stata la causa principale della modesta variazione globale di valore. La rapida espansione delle importazioni intorno alla fine dell'anno è da attribuirsi in parte ad accelerazione della formazione di scorte, beni di consumo in particolare, in previsione dell'abolizione della sovrainposta sugli scambi.

I negativi risultati commerciali sono stati solo parzialmente compensati da un avanzo delle partite invisibili. Il gettito netto da turismo è aumentato notevolmente, ma uguale andamento hanno avuto i pagamenti di interessi e dividendi. Complessivamente, il deficit delle partite correnti è aumentato del 50% circa. In vista di tali sviluppi, l'apprezzamento del marco finlandese nei riguardi del dollaro SU al momento

del riallineamento di dicembre è stato mantenuto molto limitato, essendone derivata un'effettiva svalutazione del 4% circa nei confronti del resto del mondo.

Gli afflussi di capitale, in gran parte a lungo termine, sono stati favoriti dagli alti rendimenti offerti agli investitori stranieri e dalla larga disponibilità di fondi sui mercati internazionali.

*Spagna.* Un tono debole nell'attività economica interna ha contribuito a far sì che i risultati della bilancia dei pagamenti nel 1971 siano stati di grande rilievo. I cospicui saldi positivi della bilancia corrente e del conto capitali hanno dato origine ad un'eccedenza globale di \$1,3 miliardi, compresa l'assegnazione di DSP, contro un avanzo di \$0,9 miliardi nel 1970 ed un deficit di \$0,2 miliardi nel 1969.

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

Anni	Merci (f.o.b.)			Servizi e trasferi- menti	Bilancia corrente	Movimenti netti di capitali		Assegna- zioni di DSP	Saldo comples- sivo
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Saldo			A lungo termine	A breve termine <sup>2</sup>		
milioni di dollari SU <sup>3</sup>									
1969	1.995	3.865	-1.870	+ 1.475	- 395	+ 505	- 330	-	- 220
1970	2.455	4.335	-1.880	+ 1.955	+ 75	+ 675	+ 70	+ 40	+ 860
1971	3.025	4.535	-1.510	+ 2.460	+ 950	+ 520	- 265	+ 45	+ 1.250

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni.

<sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni.

<sup>3</sup> Conversione alla vecchia parità.

Le esportazioni di merci, il settore economico più dinamico dell'anno scorso, sono aumentate del 23% in termini di valore. Le importazioni, dal canto loro, si sono incrementate solamente del 4,5%, per cui il disavanzo commerciale è sceso da \$1,9 miliardi circa nel 1970 a \$1,5 miliardi nel 1971. Il gettito netto dei servizi è passato da \$0,4 miliardi a \$1,7 miliardi, tra cui i proventi dal turismo, pari a \$1,9 miliardi, hanno costituito la voce di gran lunga più importante. Complessivamente, le importazioni di beni e servizi si sono dilatate del 10% nel corso dell'anno; l'elasticità delle importazioni in rapporto al variare dei redditi è stata pertanto dello 0,7 in termini di valore; contro una media di 1,2 nel periodo 1966-70; tale declino rispecchia indubbiamente l'influenza di fattori ciclici, ma lascia altresì supporre un miglioramento della posizione di fondo. Tra le altre partite invisibili, gli introiti netti sui trasferimenti, in gran parte rimesse di lavoratori spagnoli all'estero, sono aumentati da \$660 milioni nel 1970 a \$785 milioni. L'avanzo della bilancia corrente si è così portato a quasi \$1 miliardo, in confronto di meno di \$100 milioni nel 1970 e di un disavanzo medio di oltre \$400 milioni nel periodo 1965-1969.

L'incremento complessivo delle esportazioni è da attribuire principalmente all'incremento del 31% nei prodotti non agricoli. Tra questi, i beni di consumo e strumentali sono stati i più dinamici, con incrementi rispettivi del 40 e del 33%. Questi due gruppi hanno comportato un introito di \$110 milioni nel 1961, passando a \$1.290 milioni nel 1971. Nel campo delle importazioni, la flessione negli investimenti interni ha favorito la stazionarietà o la caduta effettiva delle importazioni di beni capitali e di attrezzature.

Sul conto capitali, l'afflusso totale di \$255 milioni è dovuto ad entrate nette di capitali a lungo termine (\$520 milioni) ed uscite nette a breve (\$265 milioni).

## IV. ORO, RISERVE E TASSI DI CAMBIO.

**Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree.**

La produzione aurifera mondiale (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) si mantiene ormai da quasi sette anni ad un livello stabile, con oscillazioni varianti da poco più di 40 a poco meno di 41,5 milioni di once. Dopo un aumento di 0,8 milioni di once nel 1970, la produzione nel 1971 si è contratta di 1,3 milioni di once, e cioè di circa il 3 %. Tale flessione ha riportato la produzione a 40,1 milioni di once, livello che essa aveva già raggiunto nel 1964. La contrazione del 1971 va attribuita essenzialmente ai tre maggiori paesi produttori, mentre altrove la produzione non ha registrato nel complesso notevoli variazioni. Quella del Sud Africa, dopo un'espansione di 0,9 milioni di once nel 1970, è diminuita di 0,7 milioni, scendendo a 31,4 milioni di once; è questa la prima flessione di una certa entità a partire dal 1947, prescindendo da quella di 0,3 milioni di once nel 1967. Una diminuzione di 0,2 milioni di once nella produzione del Canada ha confermato il costante movimento discendente che continua in questo paese ormai dal 1960. In termini relativi, la più ampia flessione è stata registrata dagli Stati Uniti, la cui produzione è diminuita di 0,3 milioni di once, pari al 17 %.

Il calo del 2,3 % nella produzione aurea del Sud Africa si è verificato in seguito ad una contrazione dell'1,1 % nella quantità di minerale trattato e ad una diminuzione

**Produzione mondiale di oro.**

Paesi	1929	1940	1946	1953	1967	1968	1969	1970	1971
peso, in migliaia di once di fino									
Sud Africa . . . . .	10.412	14.046	11.927	11.941	30.535	31.169	31.276	32.146	31.398
Canada . . . . .	1.928	5.339	2.849	4.056	2.986	2.743	2.545	2.409	2.208
Stati Uniti . . . . .	2.057	4.863	1.462	1.971	1.526	1.539	1.717	1.790	1.492
Giappone . . . . .	335	867	40	258	678	614	677	729	711
Ghana . . . . .	208	886	586	731	767	727	707	704	698
Australia . . . . .	427	1.644	824	1.075	805	786	699	622	635
Filippine . . . . .	183	1.121	1	481	491	527	571	582	635
Rhodesia . . . . .	561	826	545	501	515	515	515	500	500
Messico . . . . .	655	893	420	483	165	177	181	198	200
Colombia . . . . .	137	632	437	437	258	240	219	202	190
Zaire . . . . .	158	562	332	371	153	172	177	181	175
Totale . . . . .	17.041	31.653	19.423	22.305	38.879	39.209	39.284	40.063	38.842
Altri paesi . . . . .	1.299	5.797	2.007	1.955	1.281	1.361	1.296	1.347	1.278
Produzione mondiale (stima) <sup>1</sup>	18.340	37.450	21.430	24.260	40.160	40.570	40.580	41.410	40.120
milioni di dollari SU									
Stima della produzione mondiale a \$35 per oncia di fino . . . . .	640 <sup>2</sup>	1.310	750	850	1.405	1.420	1.420	1.450	1.405

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

<sup>2</sup> Al prezzo ufficiale allora in vigore di \$20,67 per oncia di fino, tale stima ammonta a \$380 milioni.



dell'1,3 % del suo contenuto aureo medio. Quest'ultima riduzione va probabilmente ricollegata all'aumento da \$36,20 a 40,40 del prezzo medio per oncia di fino ottenuto dall'industria, che deve aver incoraggiato l'estrazione di minerale a più basso rendimento. Sembra che il più elevato prezzo dell'oro abbia anche agito sui costi di produzione per tonnellata di minerale trattato, il cui aumento, pari a circa il 7,5 %, rappresenta il più alto saggio d'incremento dagli inizi degli anni sessanta in poi. I profitti medi per oncia d'oro sono saliti da \$12,40 a 14,17, e cioè del 14,3 %.

Calcolata a \$35 per oncia di fino, la produzione di oro nel mondo occidentale è scesa da \$1.450 milioni nel 1970 a \$1.405 milioni nel 1971. D'altra parte però, per la prima volta dal 1965, sembrano esservi state rilevanti vendite da parte di paesi comunisti, valutabili a circa \$100 milioni. Pertanto, il totale della nuova offerta di oro è salito da \$1.450 a circa 1.500 milioni. Poichè nello stesso tempo le riserve auree ufficiali del mondo occidentale — accresciutesi di \$280 milioni nel 1970 — si sono contratte di \$70 milioni, l'importo netto di oro venduto sul mercato libero sembra essere salito da \$1.170 milioni nel 1970 a circa \$1.575 milioni nel 1971.

Fonti e usi dell'oro (stime).

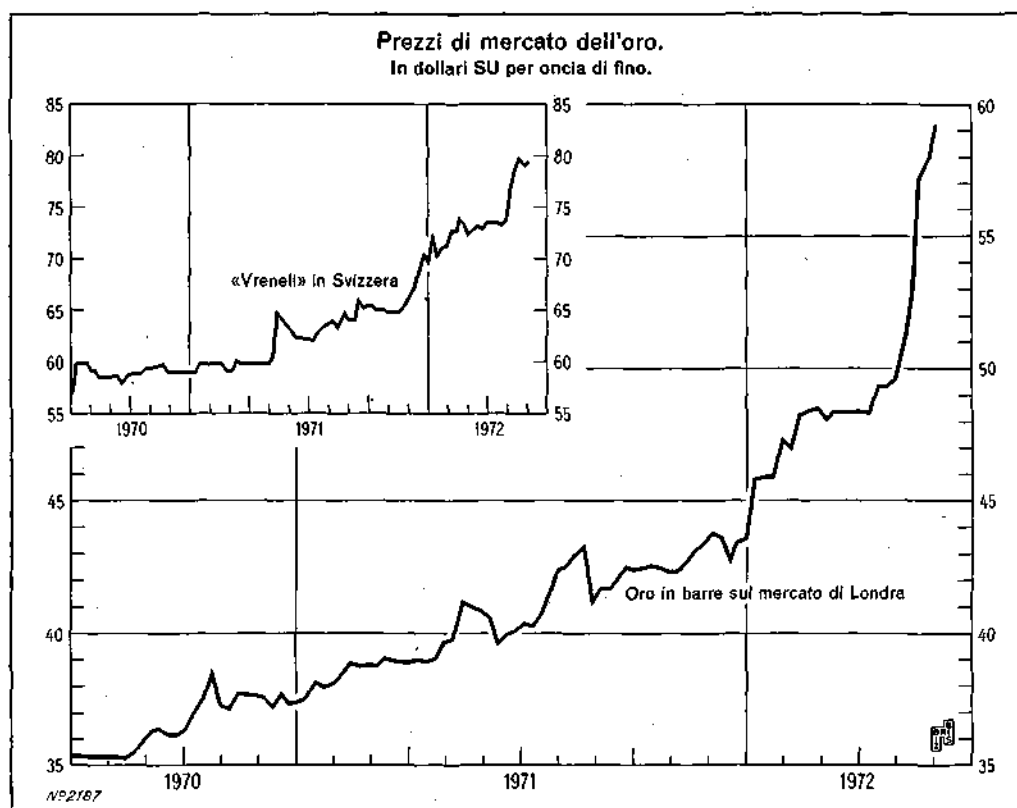
Voci	1968 (aprile- dicembre)	1969	1970	1971
	milioni di dollari SU (\$35 per oncia)			
Produzione . . . . .	1.060	1.420	1.450	1.405
Vendite da parte dei paesi comunisti (stime) .	—	—	—	100
Totale . . . . .	1.060	1.420	1.450	1.505
Variazioni nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale . . . . .	670	100	280	— 70
Vendite sul mercato libero* . . . . .	390	1.320	1.170	1.575

\* Residui.

Questo aumento di \$405 milioni negli acquisti privati (anch'esso calcolato sulla base di \$35 per oncia), verificatosi nonostante un incremento nel prezzo medio di mercato dell'oro da circa \$36 per oncia nel 1970 a \$40 nel 1971, va interamente ascritto alla domanda speculativa formatasi in seguito alle tensioni valutarie internazionali. Gli altri acquisti non monetari, per usi industriali e per scopi tradizionali di tesoreggiamento, sembrano in realtà diminuiti di un importo variante fra \$150 e 200 milioni, riflettendo in larga misura una contrazione della domanda da parte del Medio ed Estremo Oriente e i diminuiti acquisti per usi di oreficeria.

Per quanto riguarda l'andamento del prezzo dell'oro sul mercato libero, per tutto il 1971 si è registrata una pressochè costante tendenza all'aumento, nonostante il cospicuo incremento nel volume totale di oro venduto. Successivamente, nei primi cinque mesi del 1972, il prezzo dell'oro ha subito un ulteriore assai forte andamento al rialzo che ne ha portato le quotazioni da poco meno di \$44 all'inizio dell'anno a quasi \$60 per oncia alla fine di maggio. Mentre durante il 1971 il corso del prezzo dell'oro è stato essenzialmente determinato dai movimenti della domanda, il recente brusco aumento delle quotazioni è stato altresì provocato da una riduzione della offerta.

Durante gli ultimi due mesi del 1970, il prezzo dell'oro ha fluttuato intorno ad un livello di \$37,5. All'inizio del 1971, tuttavia, una ripresa nella domanda di metallo per usi industriali, unita ad acquisti effettuati dal Medio ed Estremo Oriente, ha portato ad un consolidamento delle quotazioni. A metà febbraio, il prezzo al momento della "determinazione" di Londra era salito a \$39 e si è mantenuto in prossimità di tale livello fino a quando, verso la fine di aprile, le crescenti tensioni sui mercati dei cambi cominciarono a far risalire le quotazioni. Il 14 maggio esse raggiunsero la punta massima di \$41,75, per scendere tuttavia a meno di \$40 intorno alla metà di giugno, quando le condizioni sui mercati dei cambi tornarono a calmarsi.



Tuttavia, la tendenza al rialzo riprese ben presto vigore e si rafforzò nella seconda metà di luglio, allorquando il dollaro fu oggetto di crescenti pressioni sui mercati valutari. Quando si apprese che il Sottocomitato per gli Scambi e i Pagamenti internazionali del Congresso SU era pervenuto alla conclusione che il dollaro era sopravvalutato, il 9 agosto il prezzo dell'oro salì ad un vertice di quasi \$44. Dopo le smentite SU circa eventuali variazioni del prezzo ufficiale in dollari dell'oro, le quotazioni di mercato scesero a \$41 alla fine di agosto, per risalire tuttavia a \$42,5 nel corso di settembre, livello al quale si sono mantenute fino alla seconda settimana di novembre. In questo periodo, la crescente tensione politica tra Pakistan e India, nonché concrete indicazioni che un cambiamento della parità aurea del dollaro poteva, dopo tutto, verificarsi, diedero di nuovo un tono sostenuto al mercato.

Il 6 dicembre, poco dopo la riunione del Gruppo dei dieci a Roma, le quotazioni salirono a quasi \$44 e per il resto del mese fluttuarono intorno ad un livello di \$43,5. Il prezzo relativamente alto, raggiunto nel corso del quarto trimestre, si mantenne tale nonostante un rilevante aumento dell'offerta di oro nuovo, risultante dalla vendita sul mercato da parte del Sud Africa di oro delle sue riserve, in aggiunta a quello della sua produzione corrente.

All'inizio del 1972, la prospettiva che le conseguenze della svalutazione del rand sulla bilancia dei pagamenti del Sud Africa potessero comportare una riduzione delle vendite di oro da parte di questo paese — aggiunta al fatto che quelle provenienti dalle riserve auree del Sud Africa erano in effetti cessate sul volgere dell'anno — contribuì, in coincidenza di un nuovo indebolimento del dollaro sui mercati dei cambi, ad un ulteriore forte aumento del prezzo dell'oro sul mercato. Il prezzo al momento della "determinazione" di Londra è salito da \$43,85 registrato all'inizio dell'anno ad una nuova punta massima di \$49,25 ai primi di febbraio. Successivamente, esso ha fluttuato intorno a \$48,25 fino alla seconda settimana di aprile, allorché ha avuto inizio un ulteriore ed ancor più vertiginoso aumento che il 17 maggio è culminato in una quotazione di \$57,75 per oncia. A fine mese il prezzo era ulteriormente salito a quasi \$60, livello al quale era superiore di ben oltre il 50% al nuovo prezzo ufficiale in dollari dell'oro.

Vari fattori hanno insieme contribuito al più recente ed assai rapido aumento del prezzo dell'oro sul mercato. Dal lato dell'offerta ha inciso non solo il fatto che il Sud Africa (per la prima volta in tre anni) abbia venduto un po' meno di tutta la sua produzione aurea corrente, ma anche che la stessa produzione sudafricana si sia ridotta ad un livello inferiore di circa l'8% rispetto a quello di un anno prima. Dal lato della domanda, gli acquisti sembra siano stati stimolati dalla constatazione sia di questo cambiamento nella situazione dell'offerta, sia del fatto che quest'anno il Sud Africa non ha ricevuto in oro che una minima parte del proprio saldo attivo dei conti con l'estero; a ciò hanno altresì contribuito gli avvenimenti nel Vietnam.

Valutate in dollari correnti, nel 1971 le riserve auree ufficiali del mondo occidentale sono aumentate di \$3,5 miliardi raggiungendo un totale di \$44,8 miliardi alla fine dell'anno. Tale importo, tuttavia, risulta inferiore a quello rappresentato dalla rivalutazione dell'oro in termini di dollari. Calcolate a \$35 per oncia, nel 1971 le riserve auree ufficiali del mondo occidentale sono in realtà diminuite di \$70 milioni, dopo essersi accresciute di \$280 milioni nel 1970. Questa contrazione — la prima dopo la sospensione degli accordi sul Consorzio dell'oro nel 1968 — si è verificata in quanto il Sud Africa, avendo dovuto prelevare \$255 milioni dalle sue riserve auree, cedette o trasferì al FMI solo \$165 milioni e vendette il resto sul mercato. In base all'accordo concluso nel 1969 con il FMI, il Sud Africa aveva il diritto di offrire al Fondo, al prezzo di \$35 per oncia, qualsiasi quantitativo di oro eccedente la sua produzione corrente, che esso dovesse vendere per finanziare i disavanzi della propria bilancia dei pagamenti. Durante i primi sette mesi dell'anno, le vendite provenienti dalle riserve auree sudafricane ammontarono a \$155 milioni, ma nonostante che il prezzo dell'oro facesse premio in misura consistente sul mercato libero, di tale importo \$135 milioni furono ceduti al FMI e solo \$20 milioni (calcolati a \$35 per oncia) sul mercato. Tuttavia, negli ultimi cinque mesi dell'anno, essendo il dollaro formalmente

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel			Averi a fine 1971
	1969	1970	1971	
milioni di dollari SU				
Stati Uniti . . . . .	+ 970	— 785	— 865	10.205
Regno Unito . . . . .	— 5	— 125	— 575	775
Altri paesi dell'Europa occidentale . . . . .	— 745	— 435	+ 510	19.755
<i>Belgio</i> . . . . .	— 5	— 50	+ 75	1.545
<i>Francia</i> . . . . .	— 330	— 15	— 10	3.525
<i>Germania</i> . . . . .	— 460	— 100	+ 100	4.075
<i>Italia</i> . . . . .	+ 30	— 70	— 5	2.885
<i>Paesi Bassi</i> . . . . .	+ 25	+ 70	+ 120	1.910
<i>Svezia</i> . . . . .	—	— 25	—	200
<i>Svizzera</i> . . . . .	+ 20	+ 90	+ 175	2.910
<i>Altri paesi</i> . . . . .	— 25	— 335	+ 55	2.705
Canada . . . . .	+ 10	— 80	+ 5	795
Giappone . . . . .	+ 60	+ 120	+ 145	680
America latina . . . . .	+ 55	— 5	— 55	1.030
Medio Oriente . . . . .	— 35	— 80	+ 35	1.010
Altri paesi dell'Asia . . . . .	— 20	— 30	— 30	675
Africa . . . . .	— 90	— 470	— 255	810
<i>Sud Africa</i> . . . . .	— 130	— 450	— 255	410
Australia . . . . .	+ 5	— 25	+ 20	260
Altri paesi . . . . .	— 15	— 30	+ 5	130
Totale per tutti i paesi . . . . .	+ 190	— 1.945	— 1.060	36.125
Istituzioni internazionali . . . . .	— 90	+ 2.225	+ 990	5.095
<i>BRJ</i> . . . . .	— 130	+ 200	+ 590	310
<i>Fondo Europeo</i> . . . . .	+ 20	— 5	+ 10	55
<i>FMI</i> . . . . .	+ 20	+ 2.030	+ 390	4.730
Totale complessivo (a \$35 per oncia di fino) . . . . .	+ 100	+ 280	— 70	41.220
Effetto complessivo di rivalutazione . . . . .	—	—	+ 3.535	3.535
<i>sugli averi dei paesi</i> . . . . .	—	—	+ 3.095	3.095
<i>sugli averi delle istituzioni internazionali</i> . . . . .	—	—	+ 440	440
Totale complessivo (compreso l'effetto di rivalutazione) . . . . .	—	—	+ 3.465	44.755

inconvertibile ed il premio sul mercato libero nettamente superiore al 20%, il Sud Africa collocò sul mercato l'intero importo di \$70 milioni prelevato dalle proprie riserve auree.

Come nel 1970, nell'ambito della variazione relativamente modesta nel totale delle riserve auree (a \$35 per oncia) hanno agito due alquanto ampi movimenti di opposta tendenza. Gli averi dei paesi, dopo una contrazione di \$1.945 milioni nel 1970, sono ulteriormente diminuiti di \$1.060 milioni, fino a scendere a \$36.125 milioni, mentre quelli delle istituzioni monetarie internazionali — già aumentati di \$2.225 milioni nel 1970 — si sono ancora accresciuti di \$990 milioni. Per quanto riguarda le

istituzioni internazionali, le riserve auree del FMI hanno registrato un'espansione di \$390 milioni. Tale aumento netto va in gran parte attribuito alle seguenti transazioni: \$480 milioni affluiti dal rimborso di prelievi; \$135 milioni da acquisti dal Sud Africa; \$100 milioni da versamenti per sottoscrizioni in oro; \$25 milioni dalla restituzione di precedenti depositi negli Stati Uniti e nel Regno Unito; e \$385 milioni rappresentati da vendite di oro contro valute effettuate dal Fondo. La posizione in oro a pronti della BRI è passata da un passivo di \$280 milioni alla fine del 1970 ad un attivo di \$310 milioni alla fine del 1971.

Escludendo il Sud Africa, notevoli contrazioni nelle riserve auree dei paesi si sono verificate soltanto negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Gran parte della contrazione di \$865 milioni nelle riserve auree SU è il risultato di vendite a paesi europei, mentre solo \$70 milioni sono andati al resto del mondo. Le voci più importanti sono rappresentate da acquisti per \$475 milioni da parte della Francia per rimborsi al FMI, e da due acquisti effettuati a scopi di riserva per \$175 e 110 milioni rispettivamente dalla Svizzera e dal Belgio. Al di fuori dei paesi del Gruppo dei dieci, le più ampie transazioni SU in oro sono consistite in acquisti per \$42 milioni dalla Birmania e in vendite rispettivamente per \$35 e 30 milioni al Libano e a Singapore. La riduzione di \$575 milioni nelle riserve auree ufficiali del Regno Unito, che sono pertanto scese a \$775 milioni, è stata in netto contrasto con il forte aumento conseguito dalle riserve globali di questo paese.

Le riserve auree degli altri paesi del Gruppo dei dieci sono aumentate di \$605 milioni. L'incremento di \$175 milioni negli averi della Svizzera è il risultato di acquisti dal Tesoro SU, mentre gli aumenti di \$145 e 100 milioni negli averi rispettivamente del Giappone e della Germania vanno in gran parte ascritti a vendite di oro al FMI. I Paesi Bassi e il Belgio, le cui riserve auree sono aumentate rispettivamente di \$120 e 75 milioni, hanno attinto oro sia dal Fondo che dal Tesoro SU.

Si valuta che nel primo trimestre del 1972 gli averi ufficiali in oro del mondo occidentale non abbiano subito notevoli variazioni. Si sono peraltro verificati ulteriori trasferimenti per complessivi \$615 milioni (calcolati a \$35 per oncia) dai paesi verso le istituzioni internazionali. Le principali transazioni sono consistite di trasferimenti al FMI per \$545 milioni da parte degli Stati Uniti. Di tale importo \$400 milioni hanno rappresentato la rivendita SU di oro acquistato dal Fondo negli anni 1956-60 e i restanti \$145 milioni il ritiro da parte del Fondo di oro depositato presso la Banca della Riserva federale di Nuova York, allo scopo di attenuare le perdite auree degli Stati Uniti occasionate dalle sottoscrizioni in oro presso il Fondo da parte di altri paesi, in connessione con l'aumento generale delle quote del Fondo nel 1965-66.

### **L'espansione delle riserve globali.**

Per quanto riguarda l'espansione delle riserve globali, il 1971 passerà probabilmente alla storia come un anno d'eccezione. Nel corso di esso, il totale degli averi ufficiali in oro, valute estere, posizioni di riserva nel FMI e diritti speciali di prelievo dei paesi è aumentato del 43%, pari a \$39,4 miliardi in termini di dollari correnti, oscurando completamente il precedente aumento massimo di \$14,3 miliardi, pari al 18%, registrato solo un anno prima.

Si può valutare che circa \$5,4 miliardi di tale aumento vadano ascritti alla rivalutazione in termini di dollari delle attività di riserva in altre monete, conseguente alle variazioni nei valori di cambio rispettivi. L'effetto di tali variazioni sulle riserve auree è stato pari a \$3,1 miliardi, e sulle posizioni di riserva nel Fondo e sugli averi in DSP di \$0,5 miliardi, rispettivamente. L'effetto sulle riserve valutarie diverse dai dollari non può essere esattamente valutato; tuttavia, è possibile una stima approssimativa di essi, in \$1,3 miliardi. Pertanto, prescindendo dagli effetti degli aggiustamenti dei tassi di cambio, l'aumento nelle riserve globali verificatosi lo scorso anno può essere valutato a \$3,4 miliardi.

Variazioni nelle riserve globali.

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizione delle riserve del FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari SU				
<b>Gruppo dei dieci</b>					
1969 . . . . .	+ 310	- 1.475	+ 135	—	- 1.030
1970 . . . . .	- 975	+ 8.535	+ 540	+ 2.340	+ 10.440
1971 . . . . .	+ 1.695	+ 25.775	- 835	+ 2.465	+ 29.100
<b>Altri paesi sviluppati</b>					
1969 . . . . .	- 145	+ 495	+ 85	—	+ 435
1970 . . . . .	- 805	+ 1.680	+ 60	+ 305	+ 1.240
1971 . . . . .	+ 110	+ 5.400	+ 30	+ 270	+ 5.810
<b>Paesi in via di sviluppo</b>					
1969 . . . . .	+ 25	+ 1.425	+ 20	—	+ 1.470
1970 . . . . .	- 165	+ 1.965	+ 370	+ 480	+ 2.650
1971 . . . . .	+ 230	+ 3.775	+ 5	+ 520	+ 4.530
<b>Altri paesi</b>					
1969 . . . . .	+ 190	+ 445	+ 240	—	+ 875
1970 . . . . .	- 1.945	+ 12.180	+ 970	+ 3.125	+ 14.330
1971 . . . . .	+ 2.035	+ 34.950	- 800	+ 3.255	+ 39.440
<i>effetto di rivalutazione . . .</i>	<i>+ 3.095</i>	<i>+ 1.300*</i>	<i>+ 545</i>	<i>+ 505</i>	<i>+ 5.445*</i>

\* Stime

D'altra parte, nel 1971 una serie di fattori - soprattutto i rimborsi di debiti monetari ufficiali - hanno agito da freno all'aumento delle riserve globali. Innanzitutto, il rimborso da parte del Regno Unito del restante indebitamento presso le banche centrali ha provocato una contrazione di \$1,3 miliardi. In secondo luogo, rimborsi di Regno Unito e Francia al FMI hanno avuto analogo effetto per \$3,3 miliardi; invero i rimborsi effettivi sono stati soltanto di \$2,3 miliardi, ma il loro impatto sulle riserve globali è stato maggiore, in quanto essi furono eseguiti in parte a spese delle riserve auree degli Stati Uniti e della posizione di riserva di questi presso il FMI. In terzo luogo, l'importo di valuta estera, detenuto nelle riserve della Banca Nazionale Svizzera come risultato delle operazioni di riporto di fine anno con le banche commerciali svizzere, è caduto dai \$0,9 miliardi di fine 1970 a zero alla fine del 1971. L'effetto complessivo di questi fattori è stato pari a \$5,5 miliardi, quindi complessivamente, essi compensano grosso modo l'effetto di rivalutazione sulle riserve in

monete diverse dai dollari, conseguente agli aggiustamenti dei tassi di cambio dello scorso anno.

Come nell'anno precedente, le valute estere sono state l'elemento preponderante nell'espansione delle riserve. Senza dubbio, il loro enorme aumento è stato essenzialmente il risultato del deficit della bilancia di base degli Stati Uniti e della fuga di capitali da questo paese. Nel 1971 le passività monetarie degli Stati Uniti verso organi ufficiali esteri sono in effetti aumentate di \$27,4 miliardi. Inoltre, i dollari affluiti alle autorità monetarie estere furono collocati su mercati al di fuori degli Stati Uniti e, nella misura in cui tali fondi furono riconcessi in prestito fuori degli Stati Uniti e convertiti in altre valute dai mutuatari, essi determinarono un'ulteriore espansione delle riserve. Pertanto, l'incremento delle riserve valutarie di paesi diversi dagli Stati Uniti ha superato di \$7,9 miliardi l'aumento delle passività SU verso organi ufficiali esteri. L'importo di \$2,2 miliardi — sul quale gli effetti della rivalutazione hanno inciso per \$0,5 miliardi — va ascritto all'espansione verificatasi nel Regno Unito negli averi ufficiali esteri in sterline (esclusi quelli degli Stati Uniti). Dei restanti \$5,7 miliardi, si valuta che circa \$0,8 miliardi siano da attribuirsi agli effetti della rivalutazione. Escludendo tali effetti, sembra quindi che quasi \$5 miliardi dell'aumento complessivo dello scorso anno nelle riserve valutarie siano il risultato di una diversificazione delle riserve mediante conversione di dollari in altre monete, diverse dalla sterlina, nonché di impieghi ufficiali di fondi sul mercato dell'eurodollaro.

Un'altra caratteristica saliente dello scorso anno è stato il contrasto tra le misure adottate dai paesi del Gruppo dei dieci e da quelli del resto del mondo in relazione agli impieghi di tali attività di riserva. I paesi del Gruppo dei dieci hanno investito gli incrementi delle loro riserve valutarie negli Stati Uniti, ed a loro va quindi attribuito quasi l'intero aumento di \$27,4 miliardi delle passività SU verso organi ufficiali esteri. Ne consegue che i paesi non appartenenti al Gruppo dei dieci hanno collocato al di fuori degli Stati Uniti quasi tutto l'incremento di \$9,2 miliardi delle loro riserve valutarie. Pertanto a questi paesi va in pratica ascritta l'intera espansione delle riserve in sterline. In seguito alle misure adottate dalle autorità tedesche, i loro averi in DM in Germania sembrano aver registrato una certa contrazione, ma è altresì molto probabile che gli importi di marchi tedeschi collocati sul mercato dell'eurodollaro siano aumentati notevolmente. E' da ritenere, inoltre, che rilevanti importi di riserve siano stati incanalati sotto forma di attività in franchi svizzeri detenute in Svizzera e probabilmente anche sul mercato delle eurodivise. Pure la parte delle loro riserve in dollari investite sul mercato dell'eurodollaro è ulteriormente aumentata. E poichè questi paesi sono i maggiori detentori di riserve in valute diverse dal dollaro, l'aumento di \$9,2 miliardi nelle loro riserve valutarie comprende gran parte dell'incremento, stimato a \$1,3 miliardi, delle riserve valutarie globali, quale risulta dalle nuove valutazioni di cambio.

Non solo la composizione secondo le attività, ma anche la distribuzione fra i diversi paesi dell'aumento conseguito lo scorso anno nelle riserve globali è stata alquanto irregolare. Considerando l'andamento dei flussi monetari a breve termine, gran parte di essi, e precisamente il 77%, si è diretta verso i paesi del Gruppo dei dieci diversi dagli Stati Uniti. Il totale delle loro riserve è aumentato di \$30,4 miliardi in termini di dollari correnti, pari al 63%. In particolare i maggiori incrementi sono stati registrati dal Giappone (\$10,5 miliardi), dal Regno Unito (6,0), dalla Germania

(4,8) e dalla Francia (3,3). Altri paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei dieci hanno aggiunto alle loro riserve \$5,8 miliardi, pari al 50%, e tra questi l'Australia (1,6) e la Spagna (1,4) hanno di gran lunga registrato i maggiori introiti. Le riserve dei paesi in via di sviluppo sono cresciute di \$4,5 miliardi (pari al 25%); gran parte di questo aumento è andato a taluni paesi produttori di petrolio.

### Movimenti monetari.

*Stati Uniti.* Nel 1971, la posizione netta delle riserve degli Stati Uniti, comprendendo l'assegnazione annuale di DSP, ha registrato una diminuzione di \$29,8 miliardi. Di tale importo, \$9,1 miliardi hanno rappresentato la contropartita di uscite di fondi a breve termine attraverso il sistema bancario. Pertanto il deterioramento complessivo della posizione monetaria esterna, tanto del settore ufficiale quanto di quello bancario, è stato di \$20,7 miliardi.

Dei \$9,1 miliardi di fondi a breve termine defluiti attraverso il sistema bancario, \$6,7 miliardi sono stati impiegati per ridurre le passività delle banche verso non residenti non ufficiali. Questo importo corrisponde quasi esattamente alla somma rimborsata dalle banche SU alle proprie filiali estere nel corso dell'anno. In effetti tali rimborsi si sono ragguagliati a \$4,8 miliardi nel solo primo trimestre; tuttavia la Export-Import Bank ha emesso \$1,5 miliardi di titoli speciali a breve termine desti-

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1970	Anno	1971				1972
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
			milioni di dollari SU				
			(+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)				
Riserve . . . . .	-2.475	- 2.345	- 145	- 840	- 1.370	+ 10	+ 100
Oro . . . . .	- 785	- 865	- 110	- 455	- 300	-	- 545
Valute estere . . . . .	-2.150	- 380	- 375	+ 65	- 70	-	- 65
Assegnazioni di DSP . . . . .	+ 865	+ 720	+ 720	-	-	-	+ 710
Trasferimenti di DSP . . . . .	- 15	- 470	- 125	- 195	- 150	-	-
"Tranche" di oro nel FMI . . . . .	- 390	- 1.350	- 255	- 255	- 850	+ 10	-
Passività verso detentori ufficiali esteri . . . . .	-7.345	-27.420	-4.570	-5.625	-11.335	-5.890	-2.690
Liquide . . . . .	-7.620	-27.620	-4.775	-5.790	-11.510	-5.545	-2.410
Non liquide . . . . .	+ 275	+ 200	+ 205	+ 165	+ 175	- 345	- 280
Posizione ufficiale netta . . . . .	-9.820	-29.765	-4.715	-6.465	-12.705	-5.880	-2.590
Crediti a breve verso non residenti dichiarati dalle banche . . . . .	+ 1.135	+ 2.405	- 120	+ 355	+ 850	+ 1.320	+ 695
Passività verso istituzioni non ufficiali e detentori privati esteri . . . . .	+ 6.240	+ 6.690	+ 2.535	- 130	+ 2.140	+ 2.145	- 560
Posizione netta delle banche . . . . .	+ 7.375	+ 9.095	+ 2.415	+ 225	+ 2.990	+ 3.465	+ 135
Totale (con DSP) . . . . .	-2.445	-20.670	-2.300	-6.240	- 9.715	-2.415	- 2.455
Totale (senza DSP) . . . . .	-3.310	-21.390	-3.020	-6.240	- 9.715	-2.415	- 3.165



nati alle filiali estere delle banche per assorbire parte di questi fondi, sicchè il deflusso netto verso dette filiali è stato, per il trimestre in questione, di \$3,3 miliardi. Nel secondo trimestre le banche hanno restituito altri \$1,5 miliardi, ma tale cifra è stata del tutto compensata da un'ulteriore emissione di \$1,5 miliardi di titoli a breve per le loro filiali estere, questa volta da parte del Tesoro SU. Durante il secondo semestre dell'anno, il totale delle passività bancarie a breve verso detentori non ufficiali si è ulteriormente ridotto di \$4,3 miliardi, di cui \$3 miliardi vanno ascritti al rimborso di titoli speciali.

Il restante importo di \$2,4 miliardi di fondi a breve defluiti attraverso le banche lo scorso anno è consistito in un incremento dei crediti bancari verso non residenti. Tale aumento si è quasi totalmente verificato durante il secondo semestre dell'anno ed i principali prenditori di prestiti sono stati il Giappone, il Canada e i paesi dell'Europa occidentale. Anche se verso la fine dell'anno si ha il consueto aumento stagionale del credito bancario SU, durante la seconda metà del 1971 il volume di fondi in uscita è stato soprattutto determinato dalla crisi valutaria internazionale nonché dall'esclusione dei crediti all'esportazione dal programma volontario di restrizione dei crediti esteri, applicata nel quarto trimestre.

Durante il 1971, il saldo passivo dei regolamenti ufficiali è stato senza dubbio finanziato essenzialmente dall'aumento di \$27,4 miliardi nelle passività verso detentori ufficiali esteri. Sono state tuttavia le perdite subite nelle riserve — anche se modeste in confronto ai debiti che andavano ulteriormente accumulandosi, ma pur sempre rilevanti rispetto a quel che restava — a portare alla formale dichiarazione di inconvertibilità del dollaro del 15 agosto. Nel corso dei mesi esse erano divenute sempre più ingenti finchè non fu deciso di porvi un freno.

Durante il primo trimestre, le perdite di riserve furono di soli \$0,1 miliardi, se si comprende l'assegnazione di DSP, e di \$0,9 miliardi se la si esclude. Anche se quest'ultima cifra è stata leggermente superiore a quella registrata nel secondo trimestre, due fattori, tuttavia, ne hanno alquanto attenuato la gravità. Innanzitutto quasi metà di tale importo era rappresentato da una riduzione negli averi ufficiali in valuta estera, soprattutto nei saldi in sterline quale contropartita dell'assistenza accordata precedentemente alla Banca d'Inghilterra. Inoltre la contrazione di \$0,3 miliardi delle riserve nel corso del primo trimestre è stata compensata dall'estinzione di debiti inerenti ad operazioni di riporto da parte della Riserva federale verso autorità monetarie estere, anche se va precisato che per far ciò si è dovuto ricorrere ad un'equivalente emissione di obbligazioni stilate in franchi svizzeri e destinate alla Banca Nazionale Svizzera, in sostituzione dei dollari da essa detenuti in base alle operazioni di riporto con la Riserva federale.

Durante il secondo trimestre la falcidia delle riserve è stata più grave, non soltanto perchè andava ad aggiungersi a quella del primo trimestre, ma anche per la sua particolare composizione. Non vi furono ulteriori riduzioni degli averi ufficiali in valuta estera; essi anzi sono leggermente aumentati. Pertanto l'intera perdita si è verificata in quella che può definirsi la posizione reale delle riserve SU. In particolare, più della metà fu costituita dalla perdita di oro, la cui principale componente è stata una vendita di \$0,3 miliardi di oro alla Francia, connessa al rimborso di un debito francese verso il FMI. Inoltre, dopo la contrazione del primo trimestre, il totale del

debito della Riserva federale per operazioni di riporto è leggermente aumentato, nonostante rimborsi lordi allo stesso titolo per un ammontare di quasi \$0,5 miliardi.

Successivamente, nel corso del terzo trimestre fino al 15 agosto, la contrazione delle riserve ha assunto un ritmo più rapido: \$1,4 miliardi. Dalle riserve auree vennero attinti ulteriori \$0,3 miliardi: due terzi di tale importo hanno rappresentato una seconda vendita di oro alla Francia in relazione ad un rimborso francese al Fondo; la consistenza delle riserve auree si ridusse così a poco più di \$10 miliardi. Tuttavia la principale falcidia nel terzo trimestre va ascritta a prelievi dal Fondo ammontanti a \$0,9 miliardi, di cui \$0,6 miliardi relativi a rimborsi di debiti verso il Fondo da parte della Francia e del Regno Unito. Infine, oltre alla flessione delle riserve, all'inizio di agosto vi è stato un ulteriore utilizzo sulla rete di riporti per \$2,4 miliardi, che ha portato il totale dei debiti della Riserva federale a questo titolo a poco più di \$3 miliardi.

A partire dall'agosto dello scorso anno, i costanti disavanzi dei regolamenti ufficiali si sono, naturalmente, tradotti per intero in ulteriori aumenti delle passività ufficiali. Nel primo trimestre del 1972 si sono tuttavia verificate alcune variazioni nella composizione delle attività di riserva SU e perfino un aumento di \$0,1 miliardi nel loro importo complessivo. Dopo l'assegnazione annuale, gli averi in DSP si sono accresciuti di \$0,7 miliardi. Al contrario, per le ragioni già illustrate alla pagina 127, le riserve auree sono diminuite di \$0,5 miliardi.

*Regno Unito.* Nel 1971, il miglioramento della posizione netta delle riserve del Regno Unito è stato pari a \$8,2 miliardi — più che raddoppiato quindi rispetto al 1970 e secondo, in ordine di grandezza, solo rispetto all'avanzo di \$10,3 miliardi conseguito dal Giappone. Nel corso dell'anno si è verificato uno spostamento nell'utilizzo degli afflussi lordi, impiegati in un primo tempo per il rimborso di debiti e successivamente per l'accumulo di attività. Pertanto, mentre \$1,6 miliardi dell'avanzo ufficiale netto di \$2,6 miliardi relativo al primo trimestre sono stati impiegati per il rimborso di debiti, negli altri nove mesi dell'anno quasi tutto il saldo attivo di \$5,5 miliardi — meno \$0,6 miliardi — fu aggiunto in vario modo alle attività ufficiali. Nel corso dell'anno complessivamente, \$2,2 miliardi del saldo attivo ufficiale sono stati impiegati per ridurre l'indebitamento con l'estero, ivi compresi il rimborso di \$1,3 miliardi al FMI e l'estinzione nel primo trimestre di quasi \$1 miliardo rappresentato dall'assistenza prestata dalle banche centrali, ancora in essere a fine 1970. Del rimanente importo di \$5,9 miliardi, \$0,4 miliardi costituiscono l'assegnazione di DSP per il 1971, mentre \$3,4 miliardi sono stati aggiunti alle riserve auree e valutarie ufficiali e \$2,2 miliardi collocati presso autorità monetarie estere mediante speciali riporti. A fine anno, le riserve lorde ufficiali ammontavano a \$6,6 miliardi; comprendendo le operazioni speciali di riporto, la cifra sale a \$8,8 miliardi.

L'avanzo ufficiale netto conseguito durante l'anno va ascritto in parti pressoché uguali alla bilancia dei pagamenti ed agli afflussi monetari: la prima (comprendendo l'assegnazione di DSP) ha contribuito per \$4,1 miliardi e i secondi per \$4 miliardi. Durante il primo semestre, l'afflusso monetario ha soprattutto rispecchiato il saldo attivo dei pagamenti nel resto dell'area della sterlina, mentre durante il secondo semestre, quando l'afflusso è salito da \$1,5 a 2,5 miliardi, esso fu in gran parte di natura speculativa. Per l'intero anno, quasi il 90% dell'afflusso monetario è derivato da un aumento di \$3,5 miliardi negli averi in sterline di residenti del resto dell'area di questa

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1970	1971						1972
	Anno	Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)								
<b>Finanziamenti ufficiali</b>								
Riserve monetarie . . . .	+ 35	+3.395	+ 270	+ 300	+1.335	+1.480	+ 135	
Assegnazioni di DSP . . .	+ 410	+ 360	+ 300	—	—	+ 60	+ 325	
Trasferimenti di DSP . . .	— 145	+ 15	— 85	+ 5	+ 65	+ 30	+ 35	
Contropartita dell'oro sottoscritto al FMI . .	+ 90	—	—	—	—	—	—	
Transazioni nette con il FMI . . . . .	+ 320	+1.340	+ 690	+ 20	+ 630	—	+ 25	
Altre autorità monetarie .	+2.785	+3.060	+1.455	+1.200	— 405	+ 810	— 50	
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+3.495</b>	<b>+6.160</b>	<b>+2.630</b>	<b>+1.525</b>	<b>+1.625</b>	<b>+2.380</b>	<b>+ 470</b>	
<b>Altri movimenti monetari</b>								
Saldi in sterline (al lordo) di detentori del resto dell'area della sterlina ufficiali <sup>1</sup> . . . . .	— 430	—1.150	— 500	— 480	— 205	+ 35	— 515	
privati . . . . .	— 390	— 940	— 160	— 35	— 235	— 510		
di detentori non appartenenti all'area della sterlina ufficiali <sup>1</sup> . . . . .	— 25	— 515	— 20	— 150	— 50	— 295		
privati . . . . .	— 190	— 870	— 15	+ 20	— 350	— 525		
Crediti in sterline di banche RU <sup>2</sup> . . . .	— 75	+ 45	— 215	+ 230	— 145	+ 175	+ 260	
Transazioni valutarie delle banche RU <sup>2</sup> . . .	— 680	— 595	— 115	— 105	+ 5	— 380	+ 110	
<b>Totale . . . . .</b>	<b>—1.790</b>	<b>—4.025</b>	<b>—1.025</b>	<b>— 520</b>	<b>— 980</b>	<b>—1.500</b>	<b>— 145</b>	
<b>Saldo complessivo .</b>	<b>+1.705</b>	<b>+4.135</b>	<b>+1.605</b>	<b>+1.005</b>	<b>+ 645</b>	<b>+ 880</b>	<b>+ 325</b>	
<b>Saldo complessivo senza DSP . . . .</b>	<b>+1.295</b>	<b>+3.775</b>	<b>+1.305</b>	<b>+1.005</b>	<b>+ 645</b>	<b>+ 820</b>	<b>—</b>	

<sup>1</sup> Compresa le riserve in sterline delle organizzazioni internazionali diverse dal FMI. <sup>2</sup> Esclusi i crediti all'esportazione. <sup>3</sup> 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.

moneta ed il rimanente importo da un incremento delle passività nette in valuta estera delle banche.

Circa i tre quinti dell'aumento dei saldi in sterline si sono verificati in quelli dei paesi appartenenti al resto dell'area di questa moneta, i cui averi sono cresciuti di \$2,1 miliardi. Tale andamento ha in gran parte rispecchiato un ulteriore ed assai consistente saldo attivo della bilancia dei pagamenti di questi paesi. Essi hanno aggiunto \$1,2 miliardi alle loro riserve in sterline, quasi totalmente durante il primo semestre caratterizzato da andamento stagionale favorevole; inoltre, nel corso dell'anno, gli averi privati dell'area della sterlina sono aumentati di \$0,9 miliardi. Mentre anche tale aumento ha rispecchiato il saldo attivo dei pagamenti di questa area, esso si è tuttavia verificato in massima parte nel secondo semestre dell'anno, a causa principalmente di un movimento speculativo su sterline e con la maggiore attrattiva esercitata dai saggi d'interesse nel Regno Unito.

Fuori dell'area della sterlina, nel 1971 i saldi in tale valuta sono aumentati di \$1,4 miliardi. La maggior parte di tale incremento si è verificata negli averi privati, accresciutisi di \$0,9 miliardi; tuttavia anche i saldi ufficiali hanno registrato un notevole ampliamento, il primo nel corso di diversi anni, per un totale di \$0,5 miliardi. L'espansione nei saldi, tanto ufficiali che privati, dei paesi non appartenenti all'area della sterlina, sembra avere avuto essenzialmente carattere speculativo, essendosi concentrata soprattutto nel periodo in cui erano in vigore controlli valutari eccezionali che impedivano ai residenti al di fuori di quest'area di aumentare i loro averi in una vasta gamma di attività fruttifere in sterline. In termini di sterline, i saldi in tale valuta esistenti fuori dell'area relativa sono saliti nel 1971 a £1,2 miliardi, livello raggiunto poco prima della serie di crisi della sterlina iniziata nel 1964.

L'aumento delle passività nette in valuta estera delle banche, che corrisponde al restante afflusso monetario, ha essenzialmente rispecchiato le conversioni in sterline cui si è fatto ricorso dopo il riallineamento delle monete in dicembre. Durante il primo semestre dell'anno le conversioni si erano notevolmente ridotte rispetto agli alti livelli raggiunti verso la fine del 1970, come conseguenza dell'introduzione nel gennaio 1971 di restrizioni sulla concessione di crediti bancari in valuta estera a società RU per impieghi interni e con scadenza inferiore a cinque anni. Dopo la crisi di agosto, a tale restrizione si aggiunse il divieto per le banche di detenere una posizione netta "convertita in sterline". Fu tale ulteriore restrizione a produrre, nel terzo trimestre, un piccolo deflusso attraverso le posizioni in valuta estera delle banche, mentre la sua abolizione condusse all'afflusso verificatosi verso la fine dell'anno.

Dopo il riallineamento delle valute, l'avanzo monetario ufficiale si è ridotto considerevolmente. Nel primo trimestre del 1972 esso è stato di poco meno di \$0,5 miliardi, di cui \$0,3 miliardi rappresentati dall'assegnazione di DSP per il 1972. In aprile è stato liquidato il rimanente debito verso il FMI.

*Germania.* Dopo l'aumento di \$6,2 miliardi nel 1970, le attività monetarie nette ufficiali della Germania si sono ulteriormente accresciute di \$4,4 miliardi nel 1971, di cui oltre il 90% è andato ad aggiungersi alle riserve valutarie. La differenza fra questi due importi è dovuta principalmente ai minori afflussi netti attraverso il sistema bancario, scesi da \$2,2 a \$0,6 miliardi. Inoltre, poichè una notevole parte dell'aumento dello scorso anno nelle passività nette verso l'estero del sistema bancario, calcolate in termini di dollari SU, sembra essere stato essenzialmente il risultato contabile dell'apprezzamento del marco tedesco, l'avanzo monetario ufficiale per il 1971 è dovuto solo in modesta misura a fondi affluiti attraverso il settore bancario.

L'assai più ridotto afflusso di fondi attraverso le banche è dovuto essenzialmente a due fattori. Il primo è rappresentato dagli ulteriori ostacoli frapposti all'aumento delle passività sull'estero delle banche. Il secondo fattore è consistito nella maggiore attrattiva esercitata da altre valute dopo che il tasso cambio del marco tedesco aveva presentato un certo movimento al rialzo. Entrambi questi fattori hanno determinato un deflusso attraverso il settore bancario di \$1,3 miliardi nel mese di giugno che, aggiungendosi al consueto deflusso stagionale di inizio d'anno, ha comportato una contrazione complessiva delle passività nette verso l'estero delle banche di \$2,4 miliardi nel primo semestre. L'afflusso di \$3 miliardi verificatosi nel resto dell'anno

Germania: Movimenti monetari esterni.

Voci	1971					1972
	Anno	Gennaio- maggio	Giugno- agosto	Settembre- dicembre		Gennaio- marzo
	milioni di dollari \$U (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)					
Posizione ufficiale netta . . .	+ 4.415	+ 5.300	- 2.025	+ 1.140		+ 1.165
Oro . . . . .	+ 100	+ 55	+ 45	—		—
Valute estere . . . . .	+ 4.090	+ 5.100	- 2.410	+ 1.400		+ 1.075
DSP . . . . .	+ 195	+ 195	—	—		+ 180
Altre attività (al netto) . . . .	+ 30	- 50	+ 340	- 260		- 90
Posizione netta delle banche .	- 570	+ 1.080	+ 830	- 2.480		+ 2.175
Saldo complessivo con DSP .	+ 3.845	+ 6.380	- 1.195	- 1.340		+ 3.340
Saldo complessivo senza DSP	+ 3.675	+ 6.210	- 1.195	- 1.340		+ 3.170

trova largamente spiegazione nelle operazioni di fine esercizio, nonchè nelle già menzionate variazioni nel valore delle monete.

L'andamento del settore monetario ufficiale per il 1971 può essere suddiviso in tre fasi. Durante la prima fino a maggio, le attività nette ufficiali a pronti sono aumentate di \$ 5,3 miliardi, mentre le autorità hanno in aggiunta acquistato \$ 2,7 miliardi di valuta a termine. L'afflusso di fondi alle riserve è venuto a cessare quando il marco tedesco ha cominciato a fluttuare. Successivamente, dall'inizio di giugno, la Bundesbank si è reinserita sul mercato dei cambi, questa volta come venditrice e fino all'inizio di agosto ha effettuato vendite lorde di valuta per un ammontare di \$ 4,8 miliardi. Essa ha dovuto per contro introitare valuta alla scadenza di contratti a termine da essa stipulati. Queste transazioni spiegano in larga misura la riduzione di \$ 2 miliardi delle attività nette ufficiali che le autorità sono riuscite a conseguire nei tre mesi tra giugno ed agosto. La terza fase si è iniziata in settembre, quando la Bundesbank ha cominciato nuovamente ad acquistare dollari sul mercato per frenare un ulteriore apprezzamento del marco tedesco. A ciò si è aggiunto, verso la fine dell'anno, il consueto afflusso stagionale di fondi per il tramite del sistema bancario. Di conseguenza, sebbene la bilancia dei pagamenti abbia presentato un disavanzo di \$ 1,3 miliardi negli ultimi quattro mesi dell'anno, le attività ufficiali nette sono aumentate di \$ 1,1 miliardi.

Nel primo trimestre del 1972, sebbene le banche abbiano riesportato \$ 2,2 miliardi di fondi, le attività ufficiali nette sono aumentate di \$ 1,2 miliardi. Le riserve valutarie si sono accresciute di \$ 1,1 miliardi, in conseguenza in parte di contratti a termine giunti a scadenza in gennaio e in parte di rilevanti acquisti a pronti di valuta effettuati dalla Bundesbank in febbraio per attenuare la tendenza al rialzo del DM. In marzo non si sono in pratica verificate variazioni nelle riserve, mentre in aprile esse hanno presentato solo un leggero aumento.

*Francia.* Dopo la Germania, la Francia è stata il paese dell'Europa continentale che ha conseguito il più forte avanzo monetario ufficiale nel 1971. Le attività ufficiali nette sono infatti aumentate di \$ 3,5 miliardi. \$ 2,3 miliardi sono affluiti alle riserve valutarie, mentre gran parte del rimanente importo è stato impiegato per rimborsare il restante indebitamento di \$ 1 miliardo verso il FMI, compresa la completa ricostituzione della posizione della "tranche" di oro. Il maggior incremento delle attività

Francia: Movimenti monetari esterni.

Voci	1971				1972
	Anno	Gennaio- giugno	Luglio- agosto	Settembre- dicembre	Gennaio- marzo
	milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)				
Attività ufficiali . . . . .	+ 2.900	+ 735	+ 1.930	+ 235	+ 195
Oro . . . . .	— 10	— 10	—	—	—
Valute estere . . . . .	+ 2.300	+ 525	+ 1.585	+ 190	+ 5
DSP . . . . .	+ 175	+ 180	— 10	+ 5	+ 180
Posizione di riserva nel FMI . . . . .	+ 435	—	+ 395	+ 40	+ 10
Altre attività . . . . .	—	+ 40	— 40	—	—
Passività ufficiali . . . . .	+ 600	+ 345	+ 150	+ 105	— 50
verso autorità monetarie estere . . . . .	— 10	— 40	— 75	+ 105	— 50
verso il FMI . . . . .	+ 610	+ 385	+ 225	—	—
Posizione ufficiale netta . . . . .	+ 3.500	+ 1.080	+ 2.080	+ 340	+ 145
Posizione netta delle banche . . . . .	— 1.310	— 405	— 1.220	+ 315	— 410
Saldo complessivo con DSP . . . . .	+ 2.190	+ 675	+ 860	+ 655	— 265
Saldo complessivo senza DSP . . . . .	+ 2.030	+ 515	+ 860	+ 655	— 425

ufficiali nette si è verificato essenzialmente nei primi otto mesi dell'anno, in concomitanza con un rilevante afflusso di fondi attraverso il settore bancario.

Nel primo semestre dell'anno la Francia non è stata fortemente bersagliata da movimenti speculativi di fondi. Ciò nonostante, nel corso di tali mesi, la posizione ufficiale netta è migliorata di \$1,1 miliardi, di cui \$0,4 miliardi vanno ascritti ad afflussi attraverso le banche. Le riserve valutarie sono cresciute di \$0,5 miliardi e si è avuto un rimborso al Fondo di \$0,4 miliardi.

In luglio e all'inizio di agosto il franco ha cominciato a subire forti pressioni al rialzo. Durante questi due mesi i fondi affluiti attraverso le banche sono ammontati a \$1,2 miliardi, comportando un ulteriore notevole incremento delle passività bancarie nette verso l'estero, nonché un aumento di \$0,6 miliardi nei saldi in franchi detenuti da non residenti. Sempre in questo periodo, le attività ufficiali nette si sono accresciute di \$2,1 miliardi, di cui \$1,6 miliardi sono andati a rimpinguare le riserve valutarie e \$0,6 miliardi sono stati rimborsati al Fondo. Il grosso degli afflussi verificatisi nei mesi di luglio e agosto è avvenuto prima della chiusura del mercato dei cambi. Successivamente, per effetto dell'introduzione di un mercato valutario finanziario che proteggeva le riserve da ulteriori afflussi di fondi e del divieto per le banche di aumentare ulteriormente le loro passività ufficiali nette, l'incremento delle attività nette ufficiali per il resto dell'anno si è limitato a \$0,3 miliardi. In effetti durante tale periodo, dopo che agli importatori erano state vietate le anticipazioni bancarie in valuta estera e controlli erano stati imposti alle vendite di valuta estera da parte degli esportatori, le passività bancarie nette sono diminuite di \$0,3 miliardi.

Nel corso del primo trimestre del 1972, prescindendo dall'assegnazione dei diritti speciali di prelievo, non si sono praticamente verificate variazioni nelle attività nette verso l'estero. Senza tener conto dell'assegnazione di DSP, il disavanzo globale dei conti con l'estero è stato di \$0,4 miliardi, coperto tuttavia quasi per intero da un afflusso di fondi per il tramite delle banche.

*Italia.* Nel 1971, tenendo conto dell'assegnazione di DSP, l'Italia ha conseguito un avanzo monetario ufficiale di \$1,1 miliardi ed un aumento delle riserve valutarie di \$1 miliardo. Anche se il saldo attivo italiano è stato assai modesto in confronto con quelli della Germania e della Francia, esso sarebbe stato tuttavia assai più ampio se non fossero intervenuti due fattori. Innanzitutto, verso la fine dell'anno, le autorità hanno deliberatamente frenato l'aumento delle riserve — e infatti queste ultime sono alquanto diminuite nell'ultimo trimestre del 1971 — esercitando un'azione sul comportamento degli operatori, sia pubblici che privati, sul mercato delle euro-obbligazioni. Che tale influenza sia stata assai rilevante, anche se non esattamente calcolabile, lo si può dedurre dal fatto che, da un aumento netto di \$0,9 miliardi dei crediti esteri assunti da operatori italiani durante i primi nove mesi dell'anno, si è passati a rimborsi netti di prestiti per \$0,3 miliardi nell'ultimo trimestre. In secondo luogo, le riserve dell'Italia, espresse in termini di dollari, non sono state molto modificate da nuove valutazioni in quanto, alla fine dell'anno, il valore in dollari delle attività in oro e con garanzia in oro ha continuato ad essere calcolato a \$35 per oncia di oro.

Contrariamente al consueto andamento stagionale, gran parte dell'avanzo monetario ufficiale è stato conseguito nel primo semestre dell'anno. Durante i primi quattro mesi del 1971 le attività ufficiali nette sono aumentate di \$0,8 miliardi, di cui \$0,1 miliardi rappresentano l'assegnazione di DSP. Questo incremento va senza dubbio ricollegato all'accensione dei già menzionati prestiti esteri, cui si aggiunse una riduzione, in contrasto con l'andamento stagionale, di \$0,3 miliardi nella posizione bancaria netta sull'estero. Nei successivi cinque mesi, sebbene il saldo attivo dei pagamenti si ragguagliasse a poco più di \$0,9 miliardi, le attività ufficiali nette sono aumentate per meno di \$0,5 miliardi, in quanto le condizioni monetarie interne erano tali da determinare un deflusso di \$0,5 miliardi attraverso le banche. Infine, nel corso dell'ultimo trimestre, sebbene si sia verificato un afflusso netto attraverso le banche di \$0,4 miliardi, conseguente alla richiesta loro rivolta dalle autorità di ridurre le loro posizioni attive nette sull'estero, le attività nette ufficiali sono diminuite di \$0,2 miliardi.

Durante i primi quattro mesi del 1972, nonostante la terza assegnazione di DSP, le attività monetarie nette ufficiali dell'Italia hanno presentato un'ulteriore contrazione di \$0,2 miliardi.

*Paesi Bassi.* Durante il 1971 i movimenti monetari esterni nei Paesi Bassi sono stati, sotto vari aspetti, assai diversi da quelli di molti altri paesi: anziché un afflusso, si è verificato un deflusso di \$0,4 miliardi attraverso il sistema bancario. Gran parte dell'aumento delle attività nette ufficiali è provenuto dalla rivalutazione in termini di dollari delle attività di riserva in valute diverse dal dollaro e, contrariamente all'andamento generale, la composizione delle riserve si è spostata da quelle in valuta estera ad attività di altro tipo.

Il deflusso attraverso le banche si è iniziato nel secondo trimestre. A partire da aprile, essendo abbondante la liquidità interna e modesta la domanda di crediti, le banche hanno investito ingenti somme all'estero e da allora fino alla fine dell'anno le loro attività nette in valuta estera hanno presentato un aumento di \$0,5 miliardi, di cui circa \$0,1 miliardi possono essere imputati alle variazioni di valore.

Nel settore monetario ufficiale tali variazioni sono state molto più importanti. Circa metà dell'aumento complessivo di \$0,5 miliardi nelle attività monetarie ufficiali,

può essere ascritta a tale voce. Alle variazioni di valore è altresì parzialmente da attribuire l'entità del cambiamento intervenuto nella composizione delle riserve, ma quest'ultimo è stato in misura ben più ampia la conseguenza di un effettivo spostamento dalle riserve in valute estere, specie in dollari, ad altri tipi di attività. Pertanto, escludendo le variazioni di valore, le riserve totali sono aumentate di \$0,3 miliardi mentre le riserve auree, gli averi in DSP e la posizione di riserva nel Fondo si sono accresciuti rispettivamente di \$0,1, 0,4 e 0,2 miliardi. Nel medesimo tempo le riserve in valuta estera si sono contratte di \$0,4 miliardi, mentre quelle in dollari sono da sole calate di \$0,5 miliardi e i crediti AGP di \$0,1 miliardi. La più parte dell'aumento degli averi in DSP è derivata dalla conversione di dollari presso il Tesoro SU.

Dopo il primo trimestre 1971, prescindendo dalle variazioni di valore, i movimenti nel totale della posizione monetaria ufficiale netta sono stati del tutto modesti, a causa in parte di deflussi attraverso le banche ed in parte della fluttuazione del fiorino. Nel primo trimestre del 1972, tuttavia, le attività nette ufficiali sono aumentate di \$0,5 miliardi. L'intero aumento si è praticamente verificato all'inizio di marzo quando, di fronte ad un ingente afflusso di fondi, le autorità hanno acquistato dollari per un importo di \$0,4 miliardi in due giorni. L'incremento delle riserve verificatosi in marzo rappresenta in larga misura la contropartita di una riduzione di quasi \$0,3 miliardi nelle attività nette sull'estero delle banche. In aprile, le attività nette ufficiali si sono leggermente contratte.

*Unione economica Belgio-Lussemburgo.* Nel 1971 l'andamento delle variazioni nella posizione monetaria netta esterna dell'Unione Economica Belgio-Lussemburgo è stato sotto certi aspetti assai simile a quello dei Paesi Bassi. Una notevole parte dell'incremento verificatosi durante l'anno nelle attività nette ufficiali va imputata alle variazioni del valore in dollari delle attività di riserva in altre monete. Si è altresì verificato un cambiamento nella composizione delle riserve, spostatesi da quelle in valuta estera ad altre attività. D'altra parte l'UEBL, come gran parte dei paesi europei, ma a differenza dei Paesi Bassi, ha registrato un afflusso di fondi attraverso le banche.

Nel settore bancario l'aumento netto degli impegni verso l'estero, per l'anno complessivamente, si è ragguagliato a poco meno di \$0,2 miliardi. Un afflusso di \$0,2 miliardi si è verificato nei mesi di aprile e maggio - in concomitanza con la prima fase della crisi valutaria - seguito da un deflusso di pari importo nel mese di giugno, quando le autorità sono intervenute per limitare le passività nette sull'estero delle banche, sospendendo la corresponsione di interessi sui conti in franchi belgi detenuti da non residenti. Queste restrizioni sono state abolite in settembre e negli ultimi due mesi dell'anno si è verificato un ulteriore modesto afflusso di fondi, che nel 1972 ha acquistato notevole consistenza.

Nel settore monetario ufficiale, si può valutare che circa un terzo dell'aumento di \$0,6 miliardi delle riserve, conseguito durante l'anno, sia da addebitarsi alle variazioni di valore. Esse hanno influito anche sulla composizione delle riserve. Nello stesso tempo si è tuttavia verificato, in analogia a quanto è avvenuto nei Paesi Bassi ma su scala minore, un reale spostamento dalle riserve valutarie verso altre attività. Nel 1971, senza tener conto delle variazioni di valore, si stima che le riserve dell'UEBL si siano accresciute di \$0,4 miliardi. In particolare le riserve auree sono aumentate di \$0,1 miliardi, mentre gli averi in DSP e la posizione di riserva nel Fondo lo sono



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

Paesi	Fine anno	Oro, DSP e valute estere (al netto)	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 . . . . .	1970	1.605	160	1.765	— 85	1.710	+ 210	+ 180	— 115
	1971	2.090	145	2.235	— 345	1.890	+ 470	+ 450	— 290
Belgio-Lussemburgo .	1970	2.435	390	2.825	— 850	1.975	+ 455	+ 385	— 275
	1971	2.740	650	3.390	— 990	2.400	+ 565	+ 485	— 140
Danimarca . . . . .	1970	435	25	460	— 15	445	+ 35	+ 10	— 5
	1971	620	50	670	— 60	610	+ 210	+ 180	— 45
Finlandia . . . . .	1970	395	65	460	— 90	370	+ 120	+ 100	— 40
	1971	565	65	630	— 55	575	+ 170	+ 150	+ 35
Francia . . . . .	1970	4.765	— 610	4.155	— 1.075	3.080	+ 1.985	+ 1.820	— 450
	1971	7.220	435	7.655	— 2.385	5.270	+ 3.500	+ 3.340	— 1.310
Germania . . . . .	1970	12.615	915	13.530	— 3.445	10.085	+ 6.165	+ 5.985	— 2.165
	1971	16.870	1.075	17.945	— 4.015	13.930	+ 4.415	+ 4.245	— 570
Grecia . . . . .	1970	275	35	310	5	315	— 5	— 25	— 5
	1971	475	35	510	5	515	+ 200	+ 185	—
Irlanda . . . . .	1970	665	30	695	.	.	+ 5	— 10	.
	1971	955	40	995	.	.	+ 300	+ 285	.
Islanda . . . . .	1970	40	—	40	— 5	35	+ 20	+ 15	— 5
	1971	55	5	60	— 10	50	+ 20	+ 15	— 5
Italia . . . . .	1970	5.245	275	5.520	90	5.610	+ 495	+ 390	+ 10
	1971	6.310	355	6.665	— 125	6.540	+ 1.145	+ 1.040	— 215
Norvegia . . . . .	1970	675	120	795	100	895	+ 95	+ 70	+ 55
	1971	1.075	65	1.140	— 65	1.075	+ 345	+ 320	— 165
Paesi Bassi . . . . .	1970	2.675	540	3.215	— 160	3.055	+ 705	+ 615	— 160
	1971	3.060	700	3.760	220	3.980	+ 545	+ 455	+ 380
Portogallo . . . . .	1970	1.485	20	1.505	200	1.705	+ 55	+ 55	+ 25
	1971	1.835	30	1.865	200	2.065	+ 360	+ 360	—
Spagna . . . . .	1970	1.745	45	1.790	— 50	1.740	+ 905	+ 865	— 45
	1971	3.130	105	3.235	— 245	2.990	+ 1.445	+ 1.400	— 195
Svezia . . . . .	1970	575	125	700	160	860	+ 40	+ 5	+ 75
	1971	960	90	1.050	150	1.200	+ 350	+ 310	— 10
Svizzera . . . . .	1970	5.185	—	5.185	1.050	6.235	+ 690	+ 690	+ 395
	1971	6.930	—	6.930	.	.	+ 1.745	+ 1.745	.
Turchia . . . . .	1970	85	— 75	10	.	.	+ 45	+ 30	.
	1971	480	— 65	415	.	.	+ 405	+ 390	.
Canada . . . . .	1970	3.960	670	4.630	1.540	6.170	+ 1.735	+ 1.610	+ 85
	1971	5.195	330	5.525	160	5.685	+ 895	+ 775	— 1.380
Giappone . . . . .	1970	3.820	970	4.790	1.060	5.850	+ 1.130	+ 1.005	+ 365
	1971	14.635	490	15.125	— 1.470	13.655	+ 10.335	+ 10.205	— 2.530

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. Inoltre, le procedure adottate a fine 1971 dai vari paesi per convertire in dollari le loro passività e attività non costituite da dollari, non sono compatibili fra loro.

entrambi di \$0,2 miliardi; le riserve valutarie al contrario sono diminuite di \$0,1 miliardi. Nell'ambito di questa leggera contrazione nel totale delle riserve valutarie, gli averi in dollari con copertura di cambio fornita dalla Riserva federale sono, tuttavia, cresciuti di \$0,2 miliardi. Prescindendo dalle variazioni di valore, l'aumento delle attività monetarie ufficiali si è concentrato nei primi otto mesi dell'anno, raggiungendo \$0,6 miliardi. Per il resto dell'anno, nonostante l'espansione conseguente alle variazioni di valore, esse non hanno registrato ulteriori notevoli incrementi. Successivamente, nei primi tre mesi del 1972, le riserve sono nuovamente salite di \$0,2 miliardi. A parte l'assegnazione di DSP, la Banca Nazionale ha effettuato acquisti di dollari per quasi \$0,2 miliardi nel mese di febbraio, quando il dollaro sul mercato era temporaneamente sotto pressione. L'aumento delle riserve relativo al primo trimestre trova spiegazione in un afflusso, ancora maggiore, di \$0,5 miliardi alle banche. In aprile le attività ufficiali nette hanno registrato una lieve contrazione.

*Svizzera.* Nel 1971 le attività monetarie ufficiali nette della Svizzera hanno presentato un aumento di \$1,7 miliardi. Questo importo tuttavia riflette solo in misura assai attenuata il reale volume dei fondi affluiti alle riserve, in quanto alla fine del 1970 esse comprendevano anche \$0,9 miliardi detenuti in base ad operazioni di riporto di fine anno con le banche commerciali, mentre nel 1971 non si è verificato un simile aumento di fine anno nelle riserve.

La parte più caratteristica dei movimenti nelle riserve dello scorso anno è rappresentata da un aumento di \$2,1 miliardi verificatosi durante le prime due settimane di agosto. In precedenza si era avuta, nei mesi di gennaio e febbraio, una contrazione di \$0,9 miliardi per effetto della liquidazione di operazioni di riporto di fine anno 1970 con le banche, cui era seguito nei tre mesi da marzo a maggio, un aumento di \$0,6 miliardi. Meno del 30% di questo importo è dovuto al mese di maggio preso interamente; in effetti, mentre all'inizio di tale mese si era avuto un afflusso di \$0,7 miliardi, che fu la causa immediata della decisione di chiudere il mercato dei cambi e di rivalutare il franco, verso la fine dello stesso mese gran parte di questi fondi avevano nuovamente lasciato il paese. Dopo il gigantesco afflusso di agosto, per il resto dell'anno le autorità non sono più intervenute sul mercato dei cambi. Il totale delle attività monetarie ufficiali nette si è ancora leggermente accresciuto nel resto dell'anno, nonostante un aumento di \$0,3 miliardi nel mese di dicembre nel valore in dollari delle riserve auree e degli averi in titoli, stilati in franchi svizzeri, emessi dal Tesoro SU e in possesso della Banca Nazionale. Esaminando la composizione delle riserve, si può notare che nel corso dell'anno le riserve auree sono aumentate di \$0,4 miliardi. Di tale importo più della metà va ascritto alle variazioni di valore. Le riserve in valuta estera propriamente dette si sono accresciute di \$0,8 miliardi. La loro espansione è stata tuttavia frenata da acquisti, nei mesi di marzo ed agosto, di titoli non negoziabili del Tesoro SU per un totale di \$0,6 miliardi.

A causa di modificazioni assai notevoli nelle statistiche, non è possibile determinare con assoluta precisione l'andamento per il 1971 della posizione netta sull'estero delle banche svizzere. Durante il primo semestre dell'anno esse hanno aggiunto quasi \$0,9 miliardi alle loro attività nette verso l'estero, un po' meno di quanto esse avevano riportato con le autorità alla fine del precedente anno. Nel terzo trimestre sembra essersi verificata una entrata netta, anche se non molto ampia, e durante l'ul-

timo trimestre una uscita netta più consistente. Quindi, per tutto l'anno complessivamente, le banche avrebbero aumentato le loro attività nette verso l'estero per un importo leggermente superiore a \$ 1 miliardo.

Durante il primo quadrimestre del 1972, le attività monetarie ufficiali nette della Svizzera si sono contratte di \$ 0,3 miliardi.

*Austria.* Lo scorso anno, le attività ufficiali nette dell'Austria sono aumentate di \$ 0,5 miliardi, di cui \$ 0,3 miliardi sono rappresentati da afflussi bancari. Quasi tutto l'avanzo monetario ufficiale è stato conseguito sotto forma di incrementi delle riserve valutarie e quasi i tre quarti di esso si sono verificati in luglio ed agosto, che sono in ogni caso mesi di rafforzamento stagionale per la bilancia delle partite correnti. L'aumento nelle passività bancarie nette verso l'estero è stato insolitamente forte e si è in gran parte verificato durante gli ultimi cinque mesi dell'anno. Esso sarebbe stato presumibilmente anche più elevato, se in maggio non fossero stati introdotti controlli sugli afflussi bancari, ulteriormente inaspriti in agosto. Nel primo trimestre del 1972 tanto le attività ufficiali nette che le passività nette delle banche sull'estero sono aumentate di \$ 0,1 miliardi.

*Svezia.* Nel 1971, l'aumento di \$ 350 milioni delle attività ufficiali nette della Svezia ha in gran parte rispecchiato l'avanzo globale dei conti con l'estero di questo paese. L'avanzo ufficiale netto si è in massima parte tradotto in un aumento di \$ 325 milioni delle riserve valutarie, di cui \$ 245 milioni sono affluiti durante i primi otto mesi, in maggioranza nel primo semestre dell'anno. Successivamente, non si sono verificati notevoli movimenti fino a dicembre, quando le riserve valutarie, escludendo le variazioni di valore, sono aumentate di \$ 70 milioni, in gran parte quale contropartita di una riduzione di \$ 55 milioni delle attività bancarie nette sull'estero. Questo afflusso attraverso le banche seguiva un deflusso netto di quasi pari entità verificatosi il mese precedente. Un ulteriore e notevole aumento di \$ 230 milioni nelle attività monetarie ufficiali nette si è verificato durante il primo trimestre del 1972, mentre si è avuta solo una modesta riduzione nella posizione bancaria verso l'estero.

*Norvegia.* Durante lo scorso anno, le attività monetarie nette sull'estero della Norvegia sono aumentate di \$ 345 milioni, cioè quasi quanto quelle della Svezia, e l'aumento, come in Svezia, si è rispecchiato fedelmente nell'andamento delle riserve valutarie che, nel corso del 1971, si sono accresciute di \$ 355 milioni, affluiti in pratica interamente nei primi otto mesi dell'anno. Tuttavia, nel caso della Norvegia, quasi metà dell'avanzo monetario ufficiale ha rappresentato la contropartita di un movimento di opposta tendenza, intervenuto nella posizione netta bancaria sull'estero che, da attività nette per \$ 100 milioni, è passata a passività nette per \$ 65 milioni. La variazione in discorso si è in gran parte concentrata nel terzo trimestre dell'anno, senza dubbio in concomitanza con la crisi del dollaro. Tuttavia anche condizioni monetarie interne relativamente restrittive possono aver influito sugli afflussi bancari. Nell'ultimo trimestre dell'anno le banche hanno nuovamente cominciato a dilatare le loro attività nette sull'estero e l'espansione nelle riserve si è alquanto rallentata. Essa ha continuato ad essere assai modesta nel primo trimestre del 1972, quando le attività ufficiali nette, comprendendo l'assegnazione di DSP, sono aumentate di \$ 50 milioni.

*Danimarca.* Anche la posizione monetaria ufficiale netta della Danimarca ha conseguito un notevole miglioramento, ragguagliatosi a \$210 milioni per il 1971. Alle riserve valutarie sono affluiti \$160 milioni e vi è stato il rimborso al FMI di un prelievo effettuato nel 1969 per \$25 milioni. \$45 milioni dell'avanzo ufficiale netto hanno avuto come contropartita un aumento delle passività nette sull'estero del settore bancario. Più dell'intero aumento delle riserve dello scorso anno si è verificato nell'ultimo trimestre, quando la bilancia dei pagamenti è bruscamente passata da una posizione passiva ad una attiva di \$205 milioni, in parte anche per consistenti crediti ricevuti dall'estero. Durante tale trimestre, essendosi aggiunto un afflusso di \$80 milioni attraverso le banche, le attività ufficiali nette si sono accresciute di \$285 milioni. Nel primo trimestre del 1972, si è verificato un ulteriore avanzo ufficiale netto di \$140 milioni, questa volta accompagnato da un deflusso netto di \$35 milioni attraverso le banche.

*Finlandia.* Nel 1971 le attività monetarie nette sull'estero della Finlandia, comprendendo l'assegnazione di DSP per \$20 milioni, sono aumentate di \$170 milioni. Le riserve valutarie si sono accresciute di \$130 milioni e \$20 milioni di oro sono stati acquistati dal Tesoro SU. Oltre all'avanzo monetario ufficiale, vi è stato anche un miglioramento nella posizione netta delle banche sull'estero di \$20 milioni. Durante i primi tre mesi del 1972, le attività ufficiali nette sono ulteriormente aumentate di \$100 milioni.

*Spagna.* Nei quindici mesi fino a marzo 1972, le attività monetarie ufficiali nette, già raddoppiate nel 1970, hanno nuovamente registrato un egual aumento da \$1,8 a 3,6 miliardi. Tale incremento, per lo più affluito alle riserve valutarie, è essenzialmente da ricollegarsi all'avanzo della bilancia dei pagamenti. Ciò nondimeno, l'afflusso di \$0,2 miliardi attraverso le banche, registrato nel 1971, è stato insolitamente ampio.

*Portogallo.* La notevole espansione delle attività ufficiali nette del Portogallo, pari a \$0,4 miliardi nel 1971, si è concentrata nel secondo semestre dell'anno, quasi integralmente sotto forma di un aumento delle riserve valutarie. Peraltro, l'ulteriore incremento di \$0,1 miliardi nelle attività ufficiali nette durante il primo trimestre del 1972 ha rispecchiato soprattutto le variazioni nel valore in dollari delle attività di riserva portoghesi in altre valute.

*Altri paesi europei.* Durante lo scorso anno, incrementi insolitamente ampi delle riserve, in termini assoluti e relativi, si sono verificati anche in quattro altri paesi europei: Grecia, Islanda, Irlanda e Turchia. Essi hanno variato per importi oscillati da \$20 milioni in Islanda a \$0,4 miliardi in Turchia e tutti sono in pratica consistiti in aumenti delle riserve valutarie. Tra questi paesi l'andamento più sorprendente è stato quello della Turchia, le cui riserve erano praticamente nulle all'inizio dell'anno.

*Giappone.* Mentre nei tre precedenti anni una parte degli avanzi globali della bilancia dei pagamenti del Giappone aveva servito a finanziare acquisizioni nette di attività sull'estero da parte di banche giapponesi, l'enorme avanzo senza precedenti di \$7,8 miliardi conseguito nel 1971 è stato accompagnato da una contrazione di \$2,5 miliardi nella posizione netta delle banche. Le attività ufficiali nette si sono di conseguenza accresciute di \$10,3 miliardi, più che triplicate quindi nel corso dell'anno.

La crisi monetaria internazionale non solo ha influito sul volume del saldo globale, ma ha rappresentato anche il principale fattore nel capovolgimento della posizione delle banche.

La maggiorazione delle attività ufficiali nette può essere interamente ascritta all'aumento degli averi in dollari. Quelli in oro e in DSP sono aumentati complessivamente di \$0,3 miliardi, e d'altra parte si è verificata una contrazione di \$0,5 miliardi nella posizione giapponese di riserva nel Fondo risultante soprattutto dalla liquidazione dei rimanenti crediti AGP e di un credito bilaterale di \$0,3 miliardi verso il Fondo, stipulato al di fuori degli AGP, che era stato ceduto nel 1970 dall'Italia. Più della metà dell'aumento delle riserve dello scorso anno si è verificato nel terzo trimestre; infatti, quasi \$4 miliardi sono affluiti nelle due settimane intercorse tra la sospensione della convertibilità del dollaro e la decisione giapponese di lasciar fluttuare lo yen.

La riduzione delle attività nette sull'estero delle banche si è concentrata nei mesi da agosto a novembre, durante i quali si è avuta una contrazione di \$2,7 miliardi, che seguiva l'aumento di \$0,3 miliardi verificatosi nei primi sette mesi dell'anno. In agosto le banche hanno convertito valuta estera per un importo di \$1 miliardo attraverso l'indebitamento con l'estero; quindi, nei successivi tre mesi, esse hanno ridotto i loro crediti lordi sull'estero di \$1,6 miliardi, mentre misure ufficiali impedivano ogni loro ulteriore consistente ricorso al credito estero. Le passività delle banche stilate in yen, salite di \$0,3 miliardi nei primi cinque mesi dell'anno, furono successivamente assoggettate a controlli ufficiali che ne esclusero ogni ulteriore incremento.

Nel primo trimestre del 1972 le attività ufficiali nette sono aumentate di \$1,4 miliardi, mentre le banche hanno ancora accresciuto le loro passività nette sull'estero di \$0,3 miliardi. In aprile, per la prima volta dal luglio 1970, le attività ufficiali si sono ridotte.

*Canada.* La contrazione di \$1,4 miliardi verificatasi nelle attività nette sull'estero delle banche canadesi ha ampiamente finanziato il disavanzo globale dei pagamenti nel 1971 e, insieme all'assegnazione annuale di DSP, ha determinato un aumento di \$0,9 miliardi delle attività ufficiali nette. Poichè i saggi di interesse a breve termine del Canada avevano superato quelli praticati negli Stati Uniti, nel primo trimestre 1971 si è determinato un afflusso di \$0,5 miliardi attraverso le banche. Successivamente, il divario tra i saggi d'interesse si è nuovamente volto a sfavore del Canada, tuttavia l'afflusso di fondi tramite banche ha continuato, raggiungendo un importo di \$0,9 miliardi nel rimanente periodo dell'anno. Buona parte del miglioramento della posizione ufficiale netta si è verificata durante il quarto trimestre, quando \$0,6 miliardi sono stati aggiunti alle riserve, praticamente tutti sotto forma di dollari SU. Anche le riserve valutarie sono notevolmente salite durante il terzo trimestre, ma tale incremento, come anche un minore aumento verificatosi nel primo trimestre, è stato in larga misura compensato dalla contrazione della posizione della "tranche" di oro del Canada presso il FMI, in quanto altri paesi effettuarono rimborsi in dollari canadesi al FMI. Nel primo trimestre del 1972, vi è stato un ulteriore forte afflusso di \$0,5 miliardi tramite banche. Tuttavia, poichè la bilancia dei pagamenti era diventata fortemente passiva, le attività ufficiali nette sono aumentate in misura appena superiore all'importo di \$0,1 miliardi affluito attraverso l'assegnazione di DSP.

### Fondo monetario internazionale.

L'avvenimento più importante che ha caratterizzato la vita del Fondo monetario internazionale nel periodo sotto rassegna è stata la formale sospensione della convertibilità del dollaro. Poichè ciò in pratica significava che gli Stati Uniti non avevano più un valore di parità, le operazioni del Fondo, dopo la metà di agosto 1971, si sono notevolmente ridotte.

La seconda assegnazione di DSP, effettuata il 1° gennaio 1971, è ammontata a 2,9 miliardi di unità, portando il totale a 6,4 miliardi. L'utilizzo complessivo lordo di DSP per il 1971 ha raggiunto 1,3 miliardi, quasi il 40% più del 1970, sebbene il volume delle operazioni durante gli ultimi mesi dell'anno fosse assai ridotto. Nel 1971 i paesi partecipanti hanno utilizzato 1.170 milioni di unità di DSP. I trasferimenti diretti dagli Stati Uniti verso il Belgio (130) ed i Paesi Bassi (350) sono ammontati complessivamente a 480 milioni; i trasferimenti tra paesi in base alla procedura di designazione sono stati in totale 362 milioni e quelli al Conto generale del Fondo 328 milioni. Durante l'anno il Fondo stesso ha trasferito 130 milioni di unità di DSP ai paesi partecipanti. Nel 1971 questi hanno pertanto ricevuto un importo lordo di 972 milioni di unità di DSP.

Su base netta, durante il 1971 l'andamento complessivo dei flussi di DSP non è stato molto dissimile da quello del 1970. I paesi meno sviluppati ne hanno utilizzato un importo netto di 310 milioni, mentre il Fondo ha ricevuto al netto 199 milioni ed i paesi sviluppati 112 milioni. Alla fine del secondo anno di applicazione dello schema, i maggiori detentori di DSP erano i Paesi Bassi, le cui disponibilità ammontavano a 570 milioni, pari al 350% delle loro assegnazioni complessive, seguiti dal Conto generale del Fondo con 489 milioni e quindi dal Belgio con 405 milioni, pari al 290% delle proprie assegnazioni totali. I più forti utilizzatori netti sono stati di gran lunga gli Stati Uniti con 484 milioni, pari al 31% del totale delle loro assegnazioni. I paesi meno sviluppati presi insieme alla fine del 1971 hanno complessivamente utilizzato il 43% delle proprie assegnazioni con una percentuale di utilizzi variante dal 32% nel caso dell'America Latina al 67% per il Medio Oriente.

Il 1° gennaio 1972 si è proceduto alla terza assegnazione di DSP per quasi 3 miliardi, portando il totale delle emissioni, effettuate durante il primo periodo di base, a 9,3 miliardi. Nel primo trimestre del 1972, l'utilizzo di DSP, che negli ultimi quattro mesi del 1971 era sceso a livelli assai bassi, si è mantenuto modesto. Nell'aprile 1972 si è verificata la prima importante transazione da diversi mesi, avendo il Regno Unito utilizzato 425 milioni per riacquisti in valute dal Fondo.

Durante lo scorso anno l'utilizzo delle risorse del Fondo da parte dei paesi membri si è notevolmente ridotto, diminuendo di \$966 milioni. I prelievi lordi si sono ragguagliati a \$1.900 milioni, circa lo stesso importo registrato nel 1970, mentre i riacquisti lordi si sono raddoppiati, salendo da \$1.532 a 2.866 milioni. Le operazioni più cospicue sono state con tre paesi. Gli Stati Uniti, con \$1.362 milioni, hanno attinto più del 70% dei prelievi totali, mentre il Regno Unito e la Francia, con \$1.332 e 1.005 milioni rispettivamente, hanno insieme rappresentato l'86% dei riacquisti complessivi. Tra i restanti paesi membri del Fondo, i prelievi netti si sono ragguagliati a \$9 milioni. Durante gli ultimi quattro mesi dell'anno il totale dei prelievi è stato di soli \$269 milioni e quello dei riacquisti di \$157 milioni.

Fondo monetario internazionale: Prelievi e riacquisti nel 1971.

Paesi o aree	Prelievi	Riacquisti*	Prelievi netti
	milioni di dollari SU		
Stati Uniti . . . . .	1.362		1.362
Regno Unito . . . . .		1.332	—1.332
Europa continentale . . . . .	112	1.145	—1.033
Francia . . . . .	—	1.005	—1.005
Spagna . . . . .	—	54	— 54
Jugoslavia . . . . .	96	25	71
Medio Oriente . . . . .	56	16	40
Asia . . . . .	144	129	15
Cina (Formosa) . . . . .	60	—	60
India . . . . .	—	65	— 65
Africa . . . . .	53	104	— 51
America latina . . . . .	173	140	33
Totale . . . . .	1.900	2.866	— 966

\* Compresi rimborsi per \$44 milioni effettuati con i prelievi di altri paesi membri (\$28 milioni il Regno Unito, \$11 milioni la Francia e \$5 milioni la Spagna) e per \$15 milioni effettuati con acquisti di oro contro valute da parte del Fondo.

Diciotto differenti monete sono state utilizzate per i prelievi ed i riacquisti effettuati nel corso del 1971. Le principali, oggetto di prelievi, sono state il franco belga (\$690 milioni), il fiorino olandese (672), il marco tedesco (229) e il franco francese (100). Le valute maggiormente impiegate per i riacquisti sono state nuovamente il fiorino olandese (484), il franco belga (431), seguite dallo yen giapponese (368) e dal dollaro canadese (351). Alla fine del 1971, le disponibilità del Fondo, sia in franchi belgi che in fiorini olandesi, erano scese a poco più di \$50 milioni, pari all'8 % della quota di ciascun paese. Per la prima volta nella storia del Fondo l'utilizzo di dollari SU è stato del tutto trascurabile; i prelievi in tale valuta sono ammontati a \$10 milioni ed i riacquisti a \$38 milioni. Inoltre l'aliquota di tutte le valute complessivamente utilizzate in riacquisti è stata la più bassa finora registrata, in quanto \$479 milioni di oro e \$302 di DSP sono stati utilizzati in riacquisti. Durante l'anno il Fondo ha rimborsato l'intero importo di \$485 milioni dei prestiti AGP. Esso ha inoltre rimborsato al Giappone un credito di \$250 milioni stipulato al di fuori degli AGP.

Durante il primo trimestre del 1972, le transazioni del Fondo si sono mantenute ad un livello relativamente basso. Espressi in dollari SU a \$35 per oncia (o in DSP), i prelievi sono ammontati a \$260 milioni ed i riacquisti a \$147 milioni. Nell'aprile 1972, il Regno Unito ha riacquistato \$950 milioni e gli Stati Uniti hanno prelevato \$200 milioni in sterline dal Fondo. In seguito a tali transazioni, il Regno Unito ha integralmente ricostituito, per la prima volta dal 1964, la posizione della propria "tranche" di oro.

#### Mercati dei cambi.

Le principali caratteristiche dell'evoluzione dei mercati valutari, durante il periodo sotto rassegna, sono già state esaminate nel capitolo primo, ivi compresa la tabella alla pagina 33 che illustra i cambiamenti intervenuti fra maggio e dicembre

dello scorso anno nei valori delle principali monete rispetto all'oro e al dollaro. Nel corso del 1971, le condizioni sui mercati dei cambi si sono fatte progressivamente più turbate, passando attraverso tre principali fasi. La prima, durante la quale gran parte delle principali monete erano molto sostenute nei confronti del dollaro, è culminata in maggio con numerose brecce nella struttura dei tassi di cambio: il marco tedesco e il fiorino furono lasciati fluttuare ed il franco svizzero e lo scellino austriaco rivalutati. Dopo un temporaneo periodo di calma, protrattosi fino a circa metà anno, nella seconda fase la fuga dal dollaro si è fatta quasi generale, costringendo gli Stati Uniti a tagliare i legami con l'oro il 15 agosto e creando una situazione in cui alle altre principali monete non rimase che fluttuare sia nei confronti del dollaro che tra di loro. Durante la terza fase, da fine agosto a metà dicembre, l'incertezza ha regnato sul mercato. Le valute andavano apprezzandosi nei confronti del dollaro senza alcuna coordinazione fra loro, e per di più una proliferazione di controlli valutari nei vari paesi rese in taluni casi le transazioni valutarie correnti assai difficili.

Il riallineamento monetario del 18 dicembre portò un certo sollievo sui mercati e successivamente il dollaro iniziò con quotazioni relativamente sostenute. Tuttavia tra la metà di gennaio e la metà di marzo 1972, esso si è nuovamente assai indebolito, in particolare nei confronti del franco belga, del fiorino, del marco tedesco e dello yen, ma, in proporzioni minori, anche rispetto ad altre monete. Il rafforzamento delle valute europee, durante la prima quindicina di marzo, può essere in parte ricollegato all'annuncio dell'accordo concluso tra i paesi membri della CEE, e di cui si parlerà nei paragrafi seguenti, concernente i margini di fluttuazione consentiti tra le loro valute. Ma fu solo quando le autorità monetarie dimostrarono — mediante un insieme di misure in materia di saggi di interesse, controlli valutari e interventi sui mercati — la loro determinazione di difendere la nuova struttura dei tassi di cambio, che la pressione sul dollaro cominciò ad allentarsi. Da allora sui mercati sono prevalse condizioni più calme, anche se in sostanza ancora alquanto tese.

*Gli accordi sui mercati dei cambi tra i paesi membri della Comunità Economica Europea.* La crisi valutaria del 1971 è cominciata solo un mese prima che i paesi del Mercato Comune, in conformità di una decisione adottata dal Consiglio dei Ministri della CEE nel febbraio 1971, iniziassero a ridurre dall'1,5 all'1,2% da entrambi i lati i margini entro i quali le monete dei paesi membri avrebbero potuto fluttuare l'una nei confronti dell'altra sui mercati dei cambi. Naturalmente nel maggio 1971 tali programmi dovettero essere differiti.

Quando, nell'agosto 1971, ebbe inizio il periodo di generale fluttuazione dei tassi di cambio, le autorità belghe, olandesi e lussemburghesi decisero di contenere le fluttuazioni fra le rispettive monete entro un margine dell'1,50% da entrambi i lati della parità, margine già applicato prima che il fiorino incominciasse a fluttuare nel maggio 1971. Ciò comportava un intervento sul mercato, sotto forma di acquisti delle rispettive monete, tale da impedire che il tasso di cambio tra fiorino e franco belga potesse in qualunque momento scostarsi per più dell'1,5% dal tasso di cambio di fr.belgi 13,81 = fiorini 1, fissato sulla base delle rispettive parità delle due monete rispetto all'oro. Poco dopo l'entrata in vigore di questo accordo, il fiorino raggiunse il limite superiore d'intervento rispetto al franco belga, come conseguenza della liquidazione di posizioni speculative assunte in Belgio dopo che il fiorino aveva co-



minciato a fluttuare nel maggio. Tanto le autorità belghe che olandesi intervennero per impedire ogni ulteriore apprezzamento del fiorino nei confronti del franco e, alla fine di settembre, in seguito a tali interventi, la Nederlandsche Bank aveva accumulato fr. belgi 6,4 miliardi. Successivamente, essendo mutate le condizioni, la Banca Nazionale del Belgio ha potuto riacquistare una parte di questi franchi con fiorini attinti sul mercato. In dicembre e in gennaio il rimanente indebitamento fu liquidato con prelievi dalle riserve del Belgio. L'accordo è tuttora in vigore, ma da allora le due valute si sono mantenute sufficientemente allineate da non richiedere ulteriori interventi ufficiali.

Frattanto, subito dopo il riallineamento monetario di dicembre, il FMI ha consentito un ampliamento, a 2,25 % da entrambi i lati dei nuovi tassi centrali o medi, dei margini di fluttuazione di tutte le altre monete dei paesi membri del Fondo nei confronti del dollaro SU. In assenza di qualsiasi altra misura da parte dei paesi CEE, ciò significava che, ad eccezione dei rapporti tra franco belga e fiorino, due qualsiasi monete CEE avrebbero potuto fluttuare l'una rispetto all'altra fino ad un margine del 9 % e che, sempre escludendo franco belga e fiorino, tra due monete CEE sarebbe potuto esistere un margine di oscillazione fino al 4,5 %. In seguito ad una nuova decisione adottata dal Consiglio dei Ministri della CEE nel marzo di quest'anno, il 24 aprile i paesi della CEE hanno messo in vigore un sistema in base al quale — prescindendo dai summenzionati accordi del Benelux che continuano, come già detto, a rimanere in vigore — nè le fluttuazioni di mercato tra due qualsiasi monete CEE nè i margini di oscillazione tra due monete possono in qualsiasi momento superare quelle consentite tra una qualsiasi di queste valute e il dollaro SU e cioè rispettivamente il 4,5 e il 2,25 %.

Il sistema prevede che a questo scopo gli interventi sul mercato siano effettuati mediante monete CEE e soltanto quando una moneta CEE abbia raggiunto il suo limite superiore o inferiore rispetto al dollaro, si dovrà intervenire in dollari. L'intervento mediante monete CEE viene effettuato da paesi membri aventi valute forti, sia acquistando direttamente monete deboli che concedendo prestiti nelle loro valute a paesi con monete deboli e lasciando a questi ultimi di intervenire in proprio. Le passività derivanti da interventi in monete CEE vanno, di norma, regolate alla fine del mese successivo. Quando un paese regola queste passività attingendo dalle proprie riserve, dovrebbe utilizzare ciascuno dei diversi tipi di attività di riserva in proporzione all'importanza di ciascuno di essi sul totale delle proprie riserve. Finora nessun intervento è stato effettuato in base allo schema. Regno Unito, Danimarca e Irlanda hanno aderito allo schema il 1° maggio, seguiti, nel corso del mese, dalla Norvegia. Si prevede che anche altri paesi europei, al di fuori della CEE, si associeranno in breve tempo a tali accordi.

*Sterlina.* Dopo avere iniziato il 1971 leggermente al di sotto della parità con il dollaro, la sterlina a pronti si è rapidamente rafforzata, raggiungendo il limite superiore a metà febbraio. Da allora fino alla chiusura del mercato valutario in agosto, essa ha continuato a mantenersi assai sostenuta, ad eccezione di un breve periodo, all'inizio di aprile, successivo alla riduzione del saggio ufficiale di sconto. Inoltre, il 13 agosto le pressioni al rialzo sulla sterlina erano tali da ridurre ad un minimo il premio per il cambio a tre mesi.

Dopo la riapertura del mercato, il 26 agosto, la sterlina a pronti era salita al 3 % sopra la parità col dollaro. Furono adottate misure (che saranno esaminate in prosieguo) al fine di frenare l'afflusso di fondi, col risultato che durante la prima metà di settembre le quotazioni erano leggermente diminuite, scendendo a circa 2,50 % sopra la pari. Ulteriori acquisti di sterline hanno successivamente portato il tasso quasi al 4 % sopra la parità col dollaro, l'8 ottobre, nel quale momento le autorità inasprirono i controlli valutari eccezionali introdotti verso la fine di agosto. Il cambio a pronti è stato quindi mantenuto circa allo stesso livello fino ai primi di dicembre, ma, immediatamente prima del riallineamento monetario, esso fu lasciato salire a 5,375 % sopra la parità col dollaro.

Quando, il 21 dicembre, i mercati furono riaperti, la sterlina a pronti era quotata al di sopra di \$2,55, livello nettamente superiore al tasso di chiusura della settimana precedente, ma quasi del 2 % al di sotto del nuovo tasso medio rispetto al dollaro. All'inizio di gennaio il nuovo limite inferiore era stato quasi raggiunto, ma subito dopo, nell'ambito di un generale indebolimento del dollaro, la sterlina cominciò ad apprezzarsi assai rapidamente, raggiungendo, all'inizio di febbraio, una quotazione leggermente superiore al nuovo tasso medio. Un mese dopo, quando il dollaro fu nuovamente soggetto a pressioni, la sterlina a pronti salì temporaneamente a quasi l'1,5 % al di sopra del tasso medio. Tuttavia ben presto la pressione si allentò e durante i mesi di aprile e maggio il cambio si è mantenuto relativamente stabile, ad un livello leggermente superiore a quella che attualmente è la nuova parità nei confronti del dollaro. Il premio a tre mesi per la sterlina a termine, quale era emerso nell'agosto 1971 e rimasto in vigore col rafforzarsi delle previsioni di una svalutazione del dollaro, ha continuato dopo il riallineamento valutario ad essere alquanto rilevante fino alla fine di gennaio. Successivamente è venuto a cessare, sostituito da un leggero sconto a termine.

*Marco tedesco.* Prima della decisione di lasciare fluttuare il marco a partire dal 10 maggio 1971, il DM a pronti si era quasi sempre mantenuto, dall'inizio dell'anno, al limite superiore rispetto al dollaro. Rispecchiando la differenza tra i saggi di interesse sul marco tedesco e quelli sul dollaro, lo sconto per il marco tedesco sul mercato a termine a tre mesi è persistito fino all'inizio di aprile; tuttavia, quando forze speculative ebbero il sopravvento, si è determinato un premio che all'inizio di maggio aveva raggiunto l'1 e  $\frac{1}{8}$  % annuo.

Dopo che il marco ha cominciato a fluttuare, il cambio a pronti rispetto al dollaro è salito, nel corso di due settimane, al 4,5 % sopra la pari. Successivamente esso è sceso assai notevolmente fino a raggiungere un basso livello di 2,5 %, all'inizio di giugno, parzialmente in relazione ad un aumento dei saggi d'interesse degli eurodollari. Le autorità sono quindi intervenute sul mercato dal lato delle vendite di dollari ed il cambio si è subito apprezzato alquanto consistentemente, raggiungendo quasi il 4,75 % sopra la parità col dollaro verso la fine di giugno e quasi il 5,75 % alla fine di luglio. Quando all'inizio di agosto, la speculazione riprese slancio, la Bundesbank ha interrotto le vendite di dollari e il 12 agosto, essendo il cambio a pronti ad oltre l'8 % sopra la pari, le autorità acquistarono un certo quantitativo di dollari sul mercato. Il premio per il marco a termine a tre mesi, che era venuto a cessare in giugno, è riapparso a metà luglio e il 13 agosto era praticamente pari al 3 % annuo.

Il cambio a pronti, che in quel giorno aveva chiuso a poco più dell'8% sopra la parità col dollaro, presentava, quando il 23 agosto i mercati furono riaperti, un premio leggermente inferiore, pari a circa il 6,75%. Tuttavia, ben presto la tendenza al rialzo del marco tedesco cominciò a riaffermarsi e verso la fine di settembre il cambio a pronti era del 10,5% sopra la pari. Successivi acquisti di dollari, sia a pronti che a termine, da parte delle autorità ridussero leggermente le quotazioni e verso la fine di ottobre, quando la politica monetaria divenne meno restrittiva, il premio scese nettamente al di sotto del 10%. In seguito, il marco tedesco è di nuovo salito bruscamente, ed il 17 dicembre chiuse a circa il 12,25% sopra la pari.

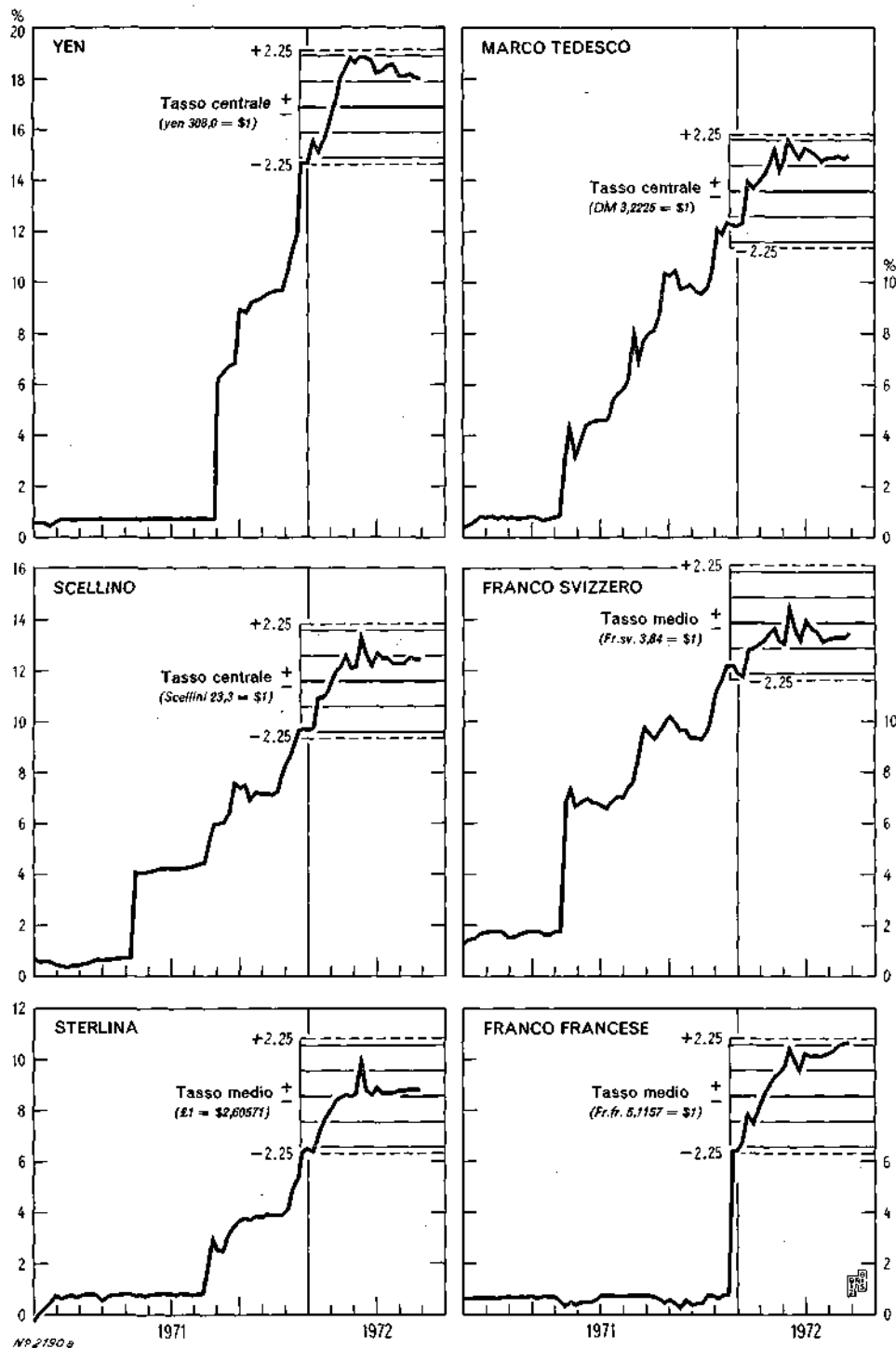
Raffrontando il nuovo tasso centrale con la vecchia parità del dollaro, il riallineamento monetario ha comportato un apprezzamento del marco tedesco pari al 13,6%, superiore di quasi l'1,25% al cambio di chiusura del 17 dicembre. Quando i mercati riaprirono, il marco a pronti fino ai primi di gennaio era ad una quotazione intermedia tra il tasso centrale e il nuovo limite inferiore rispetto al dollaro. A metà mese superava il tasso centrale e in febbraio e marzo la domanda di marchi tedeschi era tale da indurre le autorità ad acquistare ingenti importi di dollari sul mercato a pronti, dove il marco tedesco era ad un certo punto assai prossimo al limite superiore, senza peraltro raggiungerlo. Quando le pressioni diminuirono, il cambio a pronti si ridusse e a metà maggio superava di circa l'1,25% il tasso centrale. Dopo il riallineamento monetario, il marco a termine a tre mesi ha continuato ad avere un premio che nella seconda settimana di marzo aveva raggiunto una punta del 3% all'anno, scendendo a circa l'1,5% alla metà di maggio.

*Fiorino.* Come il marco tedesco, anche il fiorino si è mantenuto molto sostenuto rispetto al dollaro durante i primi mesi del 1971. E, sempre in analogia col marco tedesco, ha cominciato a fluttuare dai primi di maggio del 1971. La fluttuazione ha avuto inizio con un premio del 2,5% rispetto alla parità con il dollaro, ma per gran parte del periodo antecedente la crisi di agosto il premio si è mantenuto al di sotto del 2%, salendo bruscamente al 4,75% il 13 agosto. Durante il periodo di quasi generale fluttuazione dei cambi, il fiorino a pronti ha continuato a salire assai costantemente rispetto al dollaro, raggiungendo un premio del 10,5% il 17 dicembre.

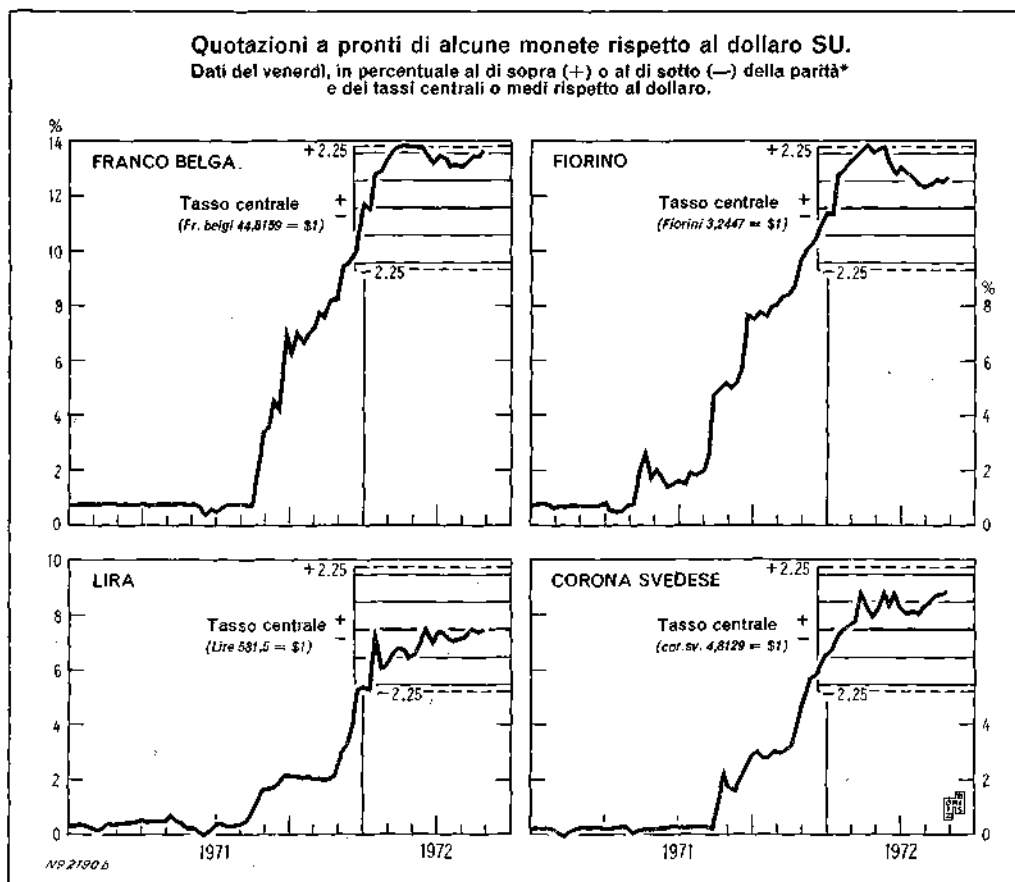
Dopo il riallineamento valutario, il fiorino fu la seconda moneta europea, dopo il franco belga, a superare il suo nuovo tasso centrale, nella seconda settimana di gennaio. Il limite superiore rispetto al dollaro fu raggiunto in varie occasioni, in febbraio e all'inizio di marzo, quando le autorità acquistarono considerevoli quantitativi di dollari. Allorché la pressione diminuì, il cambio del fiorino a pronti scese e, a metà maggio, era a meno dell'1% al di sopra del tasso centrale. Sul mercato a termine a tre mesi, tuttavia, il premio per il fiorino superava ancora nettamente il 2% annuo.

*Franco belga.* Come nel caso delle altre monete europee ora esaminate, durante i primi quattro mesi del 1971 il franco si è mantenuto più o meno costantemente al limite superiore rispetto al dollaro sul mercato valutario ufficiale. Dopo la crisi di maggio, piuttosto che rivalutare il franco o lasciarlo fluttuare, le autorità attuarono una netta separazione tra i due mercati dei cambi, lasciando che al mercato ufficiale fossero riservate le transazioni commerciali come in passato e a quello finanziario le altre operazioni valutarie. Attraverso tali misure esse riuscirono efficacemente a ridurre la pres-

**Quotazioni a pronti di alcune monete rispetto al dollaro SU.**  
 Dati del venerdì, in percentuale al di sopra (+) o al di sotto (—) della parità\*  
 e dei tassi centrali o medi rispetto al dollaro.



\* Al 1° gennaio 1971.



\* Al 1° gennaio 1971.

sione sul mercato ufficiale, dove il franco era tornato a metà giugno alla parità rispetto al dollaro. Nello stesso tempo, il premio per il franco finanziario, che in maggio era stato di circa l'1,5 % ben presto scomparve. Tuttavia, a metà luglio, il franco sul mercato ufficiale era tornato al limite superiore rispetto al dollaro, mentre su quello finanziario, alla data del 13 agosto, manteneva un premio di quasi il 2,5 %.

Il 23 agosto il franco cominciò a fluttuare su entrambi i mercati valutari ed i due cambi salirono quasi subito ad un premio di circa il 2,5 % rispetto alla parità con il dollaro. Successivamente, le quotazioni per il franco hanno seguito in gran parte, anche se ad un livello alquanto più basso, lo stesso andamento di quelle del fiorino, fino a registrare il 17 dicembre un premio pari a quasi il 10 %. Dopo il riallineamento, il 31 dicembre il franco sul mercato ufficiale superava già il suo nuovo tasso centrale, e fu anche la prima valuta a raggiungere il nuovo limite superiore rispetto al dollaro, nella seconda settimana di febbraio. Dopo le ondate speculative di febbraio e marzo, il cambio è calato, ma a metà maggio superava nuovamente di quasi il 2 % il tasso centrale.

*Franco francese.* Sebbene durante i primi mesi del 1971 il franco fosse alquanto sostenuto e all'inizio di maggio poco distante dal limite superiore, la Banca di Francia non si ritirò dal mercato il 5 maggio. Furono invece inaspriti i controlli valutari e

ciò, congiuntamente alla intenzione apertamente dichiarata dalle autorità di non rivalutare o lasciar fluttuare il franco, determinò una riduzione del cambio a pronti per il dollaro. All'inizio di luglio, tuttavia, il franco ritornò al limite superiore, livello al quale è rimasto fino al 13 agosto, nonostante ulteriori misure per scoraggiare gli afflussi, costringendo le autorità, in quel lasso di tempo, ad assorbire ingenti quantitativi di dollari.

Successivamente, è stato introdotto un doppio mercato dei cambi, riservando gli interventi ufficiali al mercato commerciale ed entro certi limiti a settori analoghi e a transazioni ufficiali correnti. Furono introdotte rigide norme per far rispettare questa suddivisione. In quello che divenne noto come il mercato ufficiale, il franco fu soggetto a notevole domanda, soprattutto quando divenne l'unica maggiore valuta a rimanere ancora entro i suoi precedenti limiti. Frattanto il franco "finanziario" aveva raggiunto un premio di circa il 4%. Tuttavia, durante i mesi di settembre ed ottobre, il franco commerciale si era notevolmente allontanato dal limite superiore e le autorità si adoperarono persino a vendere un notevole importo di dollari sul mercato. Sul mercato finanziario, che in ottobre fu ampliato in modo da includere transazioni di residenti in titoli esteri (prima incanalati su di un mercato separato), per gran parte di questo mese il franco aveva raggiunto un premio variante tra il 2 e il 3%.

Verso la fine di novembre, tuttavia, il franco commerciale risalì nuovamente al suo limite superiore rispetto al dollaro, richiedendo nuovi acquisti ufficiali di dollari su vasta scala, mentre il premio per il franco finanziario, immediatamente prima del riallineamento valutario, superava il 5,5%. Per quanto i regolamenti lo permettevano, parte della speculazione fu dirottata verso il mercato a termine dove, in più occasioni, il premio, espresso come saggio d'interesse annuo, raggiunse cifre doppie.

Il doppio mercato dei cambi fu mantenuto anche dopo il riallineamento generale, ma vi fu un notevole smantellamento dei controlli valutari. Il franco commerciale aprì con una quotazione prossima al nuovo limite minimo, mentre il franco finanziario scese per alcuni giorni ad un leggero sconto sul franco commerciale, ma successivamente i due cambi convergevano. Dopo il volgere dell'anno, il franco commerciale ha ripreso quota e all'inizio di febbraio ha superato il nuovo tasso medio. Il mese seguente, quando il dollaro era sotto pressione su gran parte dei mercati, esso raggiunse quasi il limite superiore e il franco finanziario oltrepassò di quasi il 5% il tasso medio. Sebbene il franco commerciale, insieme ad altre monete europee, si fosse successivamente indebolito, verso la metà di maggio esso era nuovamente in prossimità del limite superiore, e il franco finanziario, dal canto suo, superava ancora del 4% quella che in maggio è diventata la nuova parità del dollaro. All'inizio di questo mese, le autorità ampliarono il campo operativo del mercato valutario ufficiale, trasferendovi tutti i servizi inerenti al commercio (soprattutto i settori dei trasporti e delle assicurazioni).

*Franco svizzero.* La rivalutazione del maggio 1971 ha rappresentato la prima variazione di parità del franco da trentacinque anni a questa parte. Come in precedenza, i limiti d'intervento furono fissati all'1,8% da entrambi i lati della parità. Tuttavia, in considerazione della situazione di generale incertezza prevalente sui mercati

dei cambi, la Banca Nazionale segnalò che essa avrebbe in pratica operato nell'ambito di un terzo di tale margine. Dopo la rivalutazione, il franco si è per lo più mantenuto al di sotto della sua nuova parità fino ai primi di agosto, quando gli speculatori hanno ripreso a volgere la loro attenzione al franco. Le autorità svizzere hanno prontamente adottato misure deterrenti ed il franco è stato in misura notevole sopra la pari soltanto durante l'ultima settimana di transazioni prima del 15 agosto. Ciò nonostante, nella prima metà del mese l'afflusso valutario verso la Svizzera è stato il più ampio registrato in qualsiasi altro singolo paese. Ulteriori misure difensive furono introdotte durante il periodo di fluttuazione a partire dal 23 agosto, tuttavia il franco ha continuato ad essere soggetto a forte domanda e il 17 dicembre il cambio a pronti superava di oltre il 5 % la nuova parità con il dollaro.

Un ulteriore apprezzamento del 6,4 % rispetto al dollaro, pur mantenendo invariata la parità aurea, fu concordato come parte del riallineamento valutario, portando l'apprezzamento complessivo nei confronti del dollaro, da maggio in poi, al 13,9 %. Poco dopo la riapertura dei mercati, il franco è sceso in prossimità del suo nuovo limite minimo rispetto al dollaro, tuttavia non si verificarono rilevanti vendite. Successivamente, l'andamento del cambio si è mantenuto ampiamente in linea con quelli di altre maggiori valute europee, peraltro con la differenza che, essendo i saggi d'interesse interni molto più bassi che altrove, il franco si è mantenuto al di sotto del suo nuovo tasso medio, tranne che durante l'episodio speculativo dei primi di marzo.

*Lira.* Sebbene durante i primi quattro mesi del 1971 le riserve dell'Italia siano aumentate di ben \$ 1 miliardo, la lira sul mercato a pronti non si è mai avvicinata al suo limite superiore rispetto al dollaro ed in effetti non lo ha neppure raggiunto all'inizio di maggio. Essa è stata tuttavia coinvolta nella crisi di agosto e poco prima della chiusura dei mercati, aveva raggiunto il limite massimo. Alla riapertura, essa ha registrato un moderato premio leggermente superiore all'1 % rispetto alla parità con il dollaro che, verso la fine di novembre, è salito al 2,25 %. Dopo aver chiuso il 27 dicembre a quasi il 4 % sopra la parità con il dollaro, alla riapertura, la settimana seguente, la lira ha segnato una quota assai prossima al suo nuovo limite inferiore. Da allora la lira, come il franco svizzero, si è mantenuta al di sotto del suo tasso medio rispetto al dollaro, ad eccezione dei primi di marzo di quest'anno.

*Scellino.* La rivalutazione del maggio 1971 è stata accompagnata da un ampliamento dei margini di fluttuazione quasi pari all'intero 1 % da entrambi i lati della parità, autorizzato dal Fondo monetario internazionale. Dopo la rivalutazione, lo scellino era quotato al suo nuovo limite inferiore rispetto al dollaro e quando il 13 agosto i mercati furono chiusi, esso ha continuato a rimanere di mezzo punto al di sotto della sua nuova parità con il dollaro. Durante il periodo di generale fluttuazione delle monete, lo scellino è salito al 4,5 % sopra la sua nuova parità con il dollaro. Dopo il riallineamento, ha registrato un ulteriore lieve apprezzamento, quotandosi alla riapertura all'1,5 % al di sotto del suo nuovo tasso centrale. Nella prima quindicina di marzo, lo scellino è salito all'1,75 % al di sopra del tasso centrale, mantenendosi quindi ampiamente nella metà superiore dell'attuale margine di fluttuazione consentito.

*Yen.* Sul mercato dei cambi lo yen si è mantenuto al limite superiore rispetto al dollaro dall'inizio di febbraio 1971 al 28 agosto, quando fu deciso di abbandonare il limite superiore di intervento. Da quel momento il cambio è immediatamente balzato a 5,5 % sopra la parità con il dollaro. Nonostante ingenti addizionali acquisti ufficiali di valuta, esso ha continuato ad apprezzarsi assai rapidamente fino alla metà di ottobre, raggiungendo un premio pari al 9,5 %. Da allora il cambio ha subito solo una lieve ulteriore pressione al rialzo fino a quando ai primi di dicembre, immediatamente prima del riallineamento valutario, il premio è salito a quasi il 12,5 %.

Il nuovo tasso centrale, successivamente stabilito per lo yen, ha comportato un apprezzamento effettivo del 16,9 % nei confronti del dollaro, rispetto alla vecchia parità. Quando il mercato è stato riaperto, il cambio non era lontano dal nuovo limite inferiore e si è determinato un certo deflusso di fondi. Tuttavia, all'inizio di gennaio, lo yen ha ripreso a rafforzarsi e verso la fine di febbraio il nuovo limite superiore era stato quasi raggiunto. Come in altri paesi, le cui valute furono in quel periodo soggette a forti pressioni, le autorità intervennero sul mercato con acquisti di dollari. Di conseguenza il cambio si è indebolito e verso la fine di aprile superava di circa un punto il nuovo tasso centrale rispetto al dollaro.

*Dollaro canadese.* Per tutto il periodo sotto rassegna il dollaro canadese ha continuato a fluttuare. Dopo essersi già apprezzato di circa il 6,5 % sopra la sua precedente parità con il dollaro nel corso degli ultimi sette mesi del 1970, nel periodo in esame il dollaro canadese, in confronto di altre monete, ha oscillato strettamente in prossimità della quotazione del dollaro SU. Dopo aver iniziato l'anno 1971 con una quotazione leggermente superiore a 99 centesimi SU, in febbraio aveva raggiunto 100 centesimi SU. Successivamente, riduzioni dei saggi d'interesse interni, congiunte ad aumenti di quelli sul mercato SU e dell'eurodollaro, hanno fatto scendere il cambio, verso la fine di maggio, al di sotto di 99 centesimi SU e a metà giugno è stato raggiunto un basso livello di circa 97,5 centesimi SU. Il 13 agosto, il dollaro canadese era nuovamente a quasi 99 centesimi SU e dopo essere salito praticamente a 99,5 centesimi SU il 17 agosto, esso è rapidamente calato a 98,5 centesimi SU nelle ultime settimane di agosto a causa dei timori circa le conseguenze che la sovrattassa SU sulle importazioni avrebbe potuto avere sul commercio canadese. In ottobre il dollaro canadese ha nuovamente ripreso quota, raggiungendo verso la fine del mese 100 centesimi SU. Nel periodo immediatamente precedente il riallineamento monetario, esso è ulteriormente salito fino a 100,5 centesimi SU. Dopo un leggero calo al di sotto della parità con il dollaro SU agli inizi del 1972, esso si è nuovamente consolidato in marzo e a metà maggio era quotato ad oltre 101 centesimi SU.

*Altre valute.* Verso la fine del 1970 le valute della Danimarca, Norvegia e Svezia si erano tutte rafforzate, mantenendosi da quel momento in poi sopra la parità con il dollaro. Nessuna è stata coinvolta nella crisi del maggio 1971 ed in agosto la corona norvegese era l'unica ad essersi avvicinata al suo limite superiore prima del periodo di generale fluttuazione. Tutte e tre le valute si sono quindi notevolmente apprezzate e poco prima del riallineamento, i loro premi sopra la pari erano del 4,5 % per la corona danese, del 6 % per quella norvegese e poco meno del 6 % per la svedese. Successivamente sono stati fissati i nuovi tassi centrali (cor.dan. 6,98, cor.norv. 6,65 e cor.sv. 4,81 pari a \$SU 1) che hanno comportato apprezzamenti di circa il 7,5 %



rispetto al dollaro. Dopo essersi quotata, alla riapertura, analogamente ad altre valute, entro la metà inferiore dei suoi margini allargati di oscillazione, a metà gennaio la corona svedese ha superato il suo nuovo tasso centrale, seguita, circa un mese dopo, dalla corona norvegese. Nella seconda settimana di marzo, entrambe le predette valute superavano di circa l'1,5 % i loro nuovi tassi centrali ed a metà maggio erano rispettivamente quotate a 1,25 e 1 % sopra la pari. Al contrario, la corona danese, ad eccezione del mese di marzo, si è mantenuta generalmente, sebbene di poco, al di sotto del suo nuovo tasso centrale. In Finlandia, nel dicembre 1971 è stato dichiarato un tasso centrale di MF 4,1 pari a \$SU 1, equivalente ad un apprezzamento di quasi il 2,5 % nei confronti del dollaro.

Verso la metà del 1971, la peseta spagnola da circa un anno manteneva una quotazione di poco superiore al mezzo punto rispetto alla parità con il dollaro e, con il progredire della crisi di agosto, si è sempre più avvicinata al suo limite massimo. Da allora al riallineamento valutario, essa ha oscillato fino a circa il 4,5 % sopra la pari, e più della metà di tale apprezzamento si è verificata all'incirca durante l'ultima settimana prima del riallineamento. Dopo di ciò, le autorità decisero di mantenere l'esistente parità aurea, fissando pertanto un tasso medio di pesetas 64,5 pari a \$SU 1. In seguito, fino alla metà di marzo 1972, la peseta è stata sostenuta al suo nuovo limite inferiore e successivamente lasciata salire praticamente fino al suo tasso medio, livello che essa ha da allora conservato.

L'escudo portoghese, dalle ultime settimane di gennaio 1971 fino a quando in agosto non è stato lasciato fluttuare, è stato mantenuto allo 0,75 % sopra la pari e ai primi di dicembre ha raggiunto il 4,75 %. Un nuovo tasso centrale di escudos 27,25 pari a \$SU 1 è stato quindi adottato, comportando un apprezzamento del 5,5 % rispetto al dollaro. Nel mese di febbraio 1972 l'escudo ha superato il tasso centrale, e da allora ha mantenuto tale livello.

Dopo il riallineamento valutario, le autorità greche hanno mantenuto il tasso di cambio rispetto al dollaro invariato a dracme 30 pari a \$SU 1, mentre in Turchia per la lira è stato fissato un tasso centrale di Lire T 14 pari a \$SU 1, equivalente ad un apprezzamento del 7 % rispetto al dollaro.

### **Altri sviluppi valutari.**

Nel periodo sotto rassegna, oltre alle variazioni di cambio, già esaminate nel capitolo I o all'inizio del presente, gli altri più importanti sviluppi valutari sono in gran parte consistiti nelle misure adottate dai paesi cui s'indirizzavano i capitali provenienti dalla fuga dal dollaro dello scorso anno per contenere l'aumento delle loro riserve attraverso vari tipi di controlli diretti sugli afflussi valutari. Dal maggio 1971 in poi simili controlli andavano già moltiplicandosi e tra agosto e dicembre il loro raggio di azione era stato notevolmente ampliato. In taluni casi essi furono integrati liberando da vincoli trasferimenti e pagamenti verso l'estero. Subito dopo il riallineamento, molti dei controlli imposti nel maggio precedente furono rimossi; tuttavia, allorché agli inizi di quest'anno la speculazione contro il dollaro ed a favore di alcune altre monete riprese quota, i paesi le cui valute erano soggette a pressioni al rialzo, ne introdussero di nuovi o ripristinarono quelli antecedenti.

I paesi che lo scorso anno per primi inasprirono i loro controlli furono quelli che agli inizi di maggio 1971 mutarono o i loro tassi di cambio o le disposizioni circa il loro funzionamento.

In *Germania*, lo stesso giorno in cui il marco tedesco cominciò a fluttuare nel maggio 1971, le autorità praticamente vietarono sia la corresponsione di interessi su depositi presso banche tedesche di non residenti che l'acquisto da parte di questi ultimi di titoli del mercato monetario tedesco, nonché il collocamento da parte delle banche tedesche di titoli nazionali a reddito fisso "in pegno" presso banche estere. All'inizio di luglio, il governo annunciò che era allo studio una legislazione intesa a disciplinare quella che era stata una delle principali fonti degli afflussi di fondi, e precisamente l'indebitamento con l'estero delle società non bancarie tedesche. Il 1° gennaio 1972 entrò in vigore la cosiddetta "legge sui depositi in contanti". Essa autorizza il governo a rendere obbligatorio per i residenti il deposito, presso la Bundesbank su conti infruttiferi, di un'aliquota non superiore al 50% del loro indebitamento con l'estero. Pur essendo diretta soprattutto alle società non bancarie, la legge si applica anche a quelle passività sull'estero delle banche e di altri istituti di credito non soggette alle riserve minime obbligatorie. In seguito alle pressioni al rialzo sul nuovo tasso di cambio verificatesi nel febbraio 1972, il 1° marzo la legge è stata resa operante sui crediti ottenuti a partire dal 1° gennaio 1972 e il coefficiente dei depositi in contanti è stato fissato al 40%. Sono stati esentati i prestiti fino a DM 2 milioni, l'indebitamento direttamente connesso al regolamento ordinario di transazioni di beni e servizi nonché quello inerente al rifinanziamento di crediti all'esportazione con copertura a termine o al finanziamento degli investimenti all'estero.

Nei *Paesi Bassi*, subito dopo l'inizio del periodo di fluttuazione del fiorino, furono adottate una serie di misure dirette per disciplinare le entrate valutarie. Il 21 maggio le principali banche concordarono di non corrispondere interessi sui depositi a vista in fiorini detenuti da non residenti, qualora risultasse chiaro che tali depositi rispondevano a scopi speculativi. Da giugno, non era più permesso a detentori esteri di utilizzare saldi in fiorini convertibili per investimenti in titoli del Tesoro olandese o accettazioni bancarie in fiorini. Quindi, in settembre, fu interdetto agli operatori esteri di acquistare obbligazioni in fiorini da residenti se non con i proventi dalle vendite di simili obbligazioni effettuate da detentori esteri a residenti. Tali misure crearono un nuovo mercato valutario dei fiorini, sul quale venivano trattati i proventi da tali vendite. Nel marzo 1972, quando il fiorino fu nuovamente soggetto a pressioni al rialzo, fu vietata la corresponsione di interessi sui depositi a vista in fiorini dei non residenti e fu sospesa nei confronti degli operatori stranieri l'autorizzazione generale di collocare fiorini su depositi vincolati presso banche dei Paesi Bassi.

Nel *Belgio-Lussemburgo*, già nel marzo 1971 le banche erano state invitate dalle autorità a contenere l'aumento delle loro posizioni debitorie nette sull'estero, a pena di veder ridotte le loro quote di sconto presso la Banca Nazionale in proporzioni pari al superamento dei limiti imposti. In maggio, quando i due mercati furono rigorosamente separati, fu vietato alle banche di aprire a non residenti nuovi conti di depositi vincolati in franchi belgi convertibili oppure di corrispondere interessi ai medesimi su conti a vista convertibili. Nello stesso tempo, ai residenti non fu più concesso, tranne che entro limiti assai ristretti, di accettare pagamenti anticipati di beni e servizi da non residenti. Quindi, in giugno, il sistema di penalizzare le banche

che eccedevano i limiti imposti in marzo alle loro posizioni debitorie nette sull'estero, fu trasformato nel senso che, alla riduzione delle loro quote di risconto, fu sostituito l'obbligo di depositare su speciali conti infruttiferi presso la Banca Nazionale qualsiasi importo eccedente i suddetti limiti. La ragione di tale trasformazione stava nel fatto che l'aumento nelle posizioni debitorie nette delle banche, da maggio in poi, derivava essenzialmente dall'espansione dei saldi in franchi belgi di non residenti piuttosto che, come in precedenza, da operazioni valutarie intraprese dalle banche stesse con non residenti. In settembre, i limiti alle posizioni bancarie sull'estero furono sospesi e gli importi accumulati sui conti speciali presso la Banca Nazionale svincolati. Nel marzo 1972, in seguito ad un rinnovato afflusso di fondi, le banche furono invitate a limitare l'ulteriore aumento dei conti in franchi belgi convertibili di detentori esteri ai soli importi necessari per le transazioni correnti, a non aumentare altresì le loro posizioni debitorie nette sull'estero ed a contenere infine il ricorso ai mercati monetari esteri.

In *Austria*, contemporaneamente alla rivalutazione dello scellino, un accordo tacito, concluso tra la Banca Nazionale e le altre banche, stabilì per queste ultime l'obbligo di depositare, oltre alle normali riserve obbligatorie, su conti infruttiferi presso la Banca Nazionale il 40% di ogni ulteriore aumento delle loro passività in scellini verso detentori esteri. Le banche si impegnarono inoltre a non aumentare le loro attività liquide interne attraverso il rimpatrio anticipato di attività sull'estero. In giugno furono attenuate talune restrizioni sugli acquisti di valuta estera: le indennità di viaggio per residenti furono aumentate da scellini 13.000 a 26.000 per viaggio; fu concesso ai residenti di acquistare liberamente valuta a termine fino ad un anno anziché, come in precedenza, a sei mesi; e furono introdotte alcune minori attenuazioni delle norme regolanti la disponibilità da parte di non residenti delle loro proprietà in Austria.

L'accordo tacito con le banche, che veniva a scadere alla fine di giugno, fu rinnovato dopo la crisi di agosto, con l'unica variante che la aliquota di ogni ulteriore aumento delle passività in scellini verso non residenti, che le banche convenivano di depositare presso la Banca Nazionale, fu portata al 75%. Nel medesimo tempo, l'accreditamento nei conti bancari dei non residenti di scellini ottenuti dalla conversione di valute estere fu assoggettato a specifica autorizzazione da parte della Banca Nazionale, ad eccezione degli importi necessari per effettuare pagamenti correnti. Le disposizioni di tale accordo, che originariamente dovevano cessare alla fine di ottobre 1971, sono state prorogate alla fine di giugno 1972.

In *Svizzera*, le prime misure dirette per contenere l'afflusso di fondi, nel periodo sotto rassegna, furono adottate nella seconda settimana di agosto, quando la Banca Nazionale decise di bloccare, per un periodo di 10 giorni, tutti i franchi svizzeri resi disponibili dai suoi acquisti di dollari sul mercato valutario, tranne che in caso di utilizzo dei medesimi per acquisti di dollari. Il 16 agosto l'accordo fu sostituito con l'imposizione di riserve obbligatorie del 100% su ogni ulteriore incremento delle passività bancarie nette verso detentori esteri e con il divieto di corrispondere interessi su depositi in franchi svizzeri di non residenti effettuati per importi superiori a 50.000 franchi, a far data dal 31 luglio e per periodi inferiori a sei mesi. Il 27 agosto il predetto divieto fu esteso indiscriminatamente a tutti i depositi in franchi svizzeri di detentori esteri. Tali misure sono tuttora in vigore. Sempre con decorrenza dal 16 agosto i

proventi da prestiti in franchi svizzeri accessi da non residenti dovevano essere immediatamente convertiti in valuta estera, ad esclusione di prestiti ottenuti per il pagamento di beni forniti o servizi resi da residenti svizzeri.

Dopo la riapertura del mercato valutario, il 25 agosto, le banche, d'accordo con la Banca Nazionale, decisero di limitare le conversioni di dollari in franchi svizzeri liberamente disponibili a \$2 milioni al giorno per cliente, qualora il tasso di cambio del dollaro fosse sceso a fr. sv. 3,96 e a \$1 milione se fosse calato a fr. sv. 3,95. I ricavi in franchi svizzeri derivanti da qualsiasi conversione eccedente i summenzionati limiti, ai tassi di cambio di cui sopra, furono bloccati per tre mesi su conti infruttiferi. In dicembre, tale accordo fu sostituito con uno nuovo in base al quale le conversioni di dollari in franchi svizzeri liberamente disponibili furono limitate a \$1 milione al giorno per cliente, indipendentemente dal tasso di cambio sul mercato.

Nel febbraio di quest'anno, in seguito ad una ripresa delle pressioni al rialzo sul franco svizzero, le norme regolanti la conversione dei proventi derivanti da prestiti in franchi svizzeri, introdotte nell'agosto dello scorso anno, furono modificate. Pertanto, il 25 % di tali proventi doveva essere convertito al cambio ufficiale alla vendita di fr. sv. 3.9265 per dollaro della Banca Nazionale Svizzera. All'inizio di maggio il regolamento in questione è stato modificato, per cui ora alla Banca Nazionale deve essere convertito il 40 % dei proventi medesimi ad un cambio di fr. sv. 3,88. Lo stesso tasso di cambio è stato concesso alle banche per le loro esportazioni di capitali. Sempre in febbraio, le sottoscrizioni da parte di non residenti di effetti in franchi svizzeri a medio termine collocati alla clientela privata, furono limitate al 40 % del totale di ciascun impiego, mentre alle banche estere esse furono negate del tutto. In aprile, l'applicazione della riserva obbligatoria minima del 100 % sulle passività bancarie nette sull'estero fu resa più rigorosa.

Passando ai paesi non direttamente coinvolti nella crisi di maggio, si osserva che in *Francia*, nell'aprile 1971, le passività bancarie verso banche estere sono state nuovamente sottoposte a riserve obbligatorie, inizialmente per un'aliquota del 2,25 %, successivamente aumentata, in quattro fasi, al 12,25 % ai primi di agosto. A quest'ultima data, le banche furono richieste di non aumentare ulteriormente le loro passività nette sull'estero, ad eccezione di quelle derivanti dalla vendita di franchi a detentori esteri per il regolamento dei debiti contratti verso residenti francesi. Contemporaneamente si è proceduto ad attenuare le restrizioni sui movimenti valutari verso l'estero. La valuta concessa a residenti venne aumentata da fr. sv. 2.000 a 3.500 per viaggio ed è stato abolito il precedente limite di due viaggi all'anno. Le facilitazioni a disposizione degli importatori per ottenere coperture in valuta, sui mercati sia a pronti che a termine, sono state considerevolmente ampliate; le norme regolanti i trasferimenti all'estero di fondi per investimenti diretti o per il pagamento anticipato di debiti cominciarono ad essere applicate con più larghezza; e quelle attinenti all'utilizzo di fondi su conti bloccati di cittadini francesi residenti all'estero furono notevolmente alleggerite. Successivamente nel corso di agosto, la separazione del mercato dei cambi fu accompagnata dalla conclusione formale di un accordo, raggiunto precedentemente nello stesso mese, in base al quale veniva sospesa la corresponsione di interessi sui depositi in franchi non oltre i tre mesi detenuti da non residenti. Contemporaneamente furono abbreviati i tempi di differimento autorizzato nell'effettuazione di pagamenti a non residenti.

In dicembre, l'approssimarsi del riallineamento monetario portò ad una nuova forte pressione sul franco francese. Di conseguenza, a partire dal 10 dicembre ai non residenti fu concesso soltanto di utilizzare i saldi dei loro conti in franchi per transazioni autorizzate con residenti. In particolare, non potevano più effettuare conversioni in altre valute, trasferire i loro saldi ad altri detentori esteri o acquistare titoli del mercato monetario francese. Dal 14 dicembre in poi, ogni aumento dei saldi in franchi di non residenti eccedente il livello di fine novembre poteva essere bloccato. Inoltre alle banche non era più consentito di mutuare franchi da non residenti attraverso operazioni di riporto. Contemporaneamente, le norme regolanti la concessione di crediti in franchi a non residenti furono rese meno restrittive e le rimanenti restrizioni all'effettuazione di coperture a termine da parte di importatori di merci furono abolite.

Dopo il riallineamento monetario, gran parte delle restrizioni introdotte all'inizio dell'anno furono abrogate. Tra queste le limitazioni alle posizioni bancarie nette sull'estero, il divieto di corrispondere interessi a non residenti, le restrizioni sulla convertibilità di conti in franchi di detentori esteri e la riduzione, stabilita in agosto, del margine di tempo disponibile per effettuare i pagamenti delle importazioni e di altro genere ai non residenti. Nello stesso tempo, sono state ridotte, al 10% per i depositi a vista e al 4% per gli altri depositi, le riserve obbligatorie sulle passività bancarie verso banche estere. Quindi, nel febbraio di quest'anno, le banche sono state nuovamente autorizzate, per la prima volta da tre anni, a concedere anticipazioni in valuta estera agli importatori. Infine, a maggio, sono state annunciate ulteriori attenuazioni dei controlli valutari. Esse comprendevano la facoltà per i residenti di trasferire liberamente all'estero sino a fr.fr. 150.000 per l'acquisto di case; l'aumento da fr.fr. 250 a 1.000, dell'importo liberamente esportabile dai residenti per qualsiasi scopo e, da fr.fr. 50 a 500, della somma in valuta nazionale che i residenti, recatisi all'estero per meno di ventiquattro ore, possono portare con sé; la facoltà per i residenti di effettuare liberamente, nei confronti di ciascuno dei loro congiunti residenti all'estero, doni di valore sino a fr.fr. 50.000; e, da ultimo, la concessione ai non residenti di esportare liberamente il controvalore di fr.fr. 3.500 in biglietti di banca esteri, rispetto al precedente limite di fr.fr. 500.

In Giappone, le prime misure adottate nel periodo sotto rassegna per contenere gli afflussi di capitali risalgono all'aprile 1971. Fu stabilito che, in linea di principio, le emissioni di obbligazioni giapponesi sui mercati finanziari esteri non sarebbero state autorizzate se i proventi relativi dovessero venire convertiti in yen. In maggio fu introdotto il divieto per i non residenti di acquistare obbligazioni e titoli giapponesi non quotati; le banche giapponesi non furono più autorizzate ad utilizzare crediti esteri o a prestare garanzia sui crediti della specie ricevuti dai loro clienti; e le società giapponesi furono invitate a non garantire, per quanto possibile, l'indebitamento con l'estero delle loro filiali estere. Ulteriori misure seguirono in giugno, ivi compresa una certa liberalizzazione delle importazioni, una maggiore libertà per i residenti nell'effettuare investimenti esteri e la riduzione delle agevolazioni fiscali concesse agli esportatori. In luglio, fu concessa piena libertà ai non residenti di acquistare valori mobiliari e beni immobili nell'area dell'OCSE nonché di effettuare qualsiasi investimento diretto all'estero fino ad un importo di \$8 milioni per progetto.

Le successive misure si ebbero quando il Giappone decise di tentare di mantenere la sua esistente parità dopo il 15 agosto. Le banche furono richieste di non aumen-

tare i loro indebitamenti in eurodollari. Quando, alla fine di agosto, lo yen cominciò a fluttuare, furono adottate ulteriori misure. Esse comprendevano l'effettivo divieto di percepire pagamenti anticipati di esportazioni; rigorosi controlli sui depositi liberi in yen di non residenti ed una verifica giornaliera sulle posizioni in dollari delle banche. Nello stesso tempo, l'importo di banconote in yen che i turisti giapponesi potevano portare all'estero fu aumentato da yen 20.000 a 100.000 e, a partire dal 1° ottobre, vi è stata un'ulteriore rimozione dei contingenti alle importazioni.

Nel gennaio 1972, alcuni controlli, introdotti lo scorso anno — tra cui quelli sulle posizioni in dollari delle banche, sui limiti massimi dei saldi liberi in yen di non residenti, sul divieto di ricevere pagamenti anticipati delle esportazioni — furono eliminati. Nel mese successivo, tuttavia, di fronte ad un rinnovato afflusso di fondi, l'ultima di queste restrizioni fu ripristinata. Nel contempo, alle banche estere operanti in Giappone furono vietate ulteriori conversioni di dollari in yen. Con decorrenza dal 1° marzo, i trasferimenti all'estero, per importi fino a \$1.000 in valute estere, non furono più assoggettati a previa autorizzazione. All'inizio di maggio, fu concesso a tutti i residenti di trattenere indefinitamente valuta estera incassata attraverso transazioni con non residenti. In precedenza, solo banche e società di navigazione, commerciali o assicurative potevano farlo, mentre altri residenti erano obbligati a cedere entro un mese i loro proventi in valuta estera. Più avanti nel mese sono stati annunciati ulteriori provvedimenti, comprendenti l'ampliamento delle quote di importazione e maggior libertà per i non residenti di esportare capitali.

In *Italia*, le banche sono state invitate in agosto a pareggiare le loro posizioni nette sull'estero entro la metà di settembre e, all'inizio di dicembre, al fine di contenere l'afflusso di fondi a carattere speculativo, a non vendere lire contro valuta estera a non residenti salvo che si trattasse di operazioni "normali". Nel medesimo tempo, l'apertura ed i movimenti dei nuovi conti capitale in lire di pertinenza di non residenti sono stati subordinati a speciali autorizzazioni. Tale misura è stata annullata subito dopo il riallineamento monetario.

Nel *Regno Unito*, verso la fine di agosto è stata adottata tutta una serie di provvedimenti nel tentativo di rallentare l'afflusso di valuta. Salvo alcune eccezioni di minor conto, a banche, case di sconto e altri simili istituti è stato vietato di corrispondere interessi a fronte di qualsiasi aumento avvenuto dopo il 30 agosto nei conti in sterline di residenti fuori dell'area della sterlina; ad altre istituzioni finanziarie, nonché alle autorità locali, è stato proibito di accettare ulteriori depositi in sterline o valute estere, da parte di residenti fuori dell'area della sterlina; ed a questi ultimi non è stato più consentito di aggiungere certificati di deposito, buoni del Tesoro o titoli pubblici con scadenza inferiore a cinque anni, ai loro averi di certificati di deposito in sterline. Inoltre, sono stati limitati i riporti bancari in sterline effettuati contro valute estere con non residenti. All'inizio di ottobre, il divieto ai non residenti di acquistare alcune categorie di titoli in sterline è stato esteso a tutti i titoli indipendentemente dalla scadenza nonché alle accettazioni in sterline, alle tratte commerciali e ai pagherò cambiari. Tutte queste limitazioni sono state rimosse dopo il riallineamento delle monete.

Nel suo discorso sul bilancio del marzo 1972, il Cancelliere dello Scacchiere ha annunciato l'attenuazione delle restrizioni vigenti sugli investimenti all'estero e dal-

l'estero. In primo luogo, le filiali delle compagnie estere che effettuano nuovi investimenti diretti nel Regno Unito possono ora finanziarsi attingendo sterline da fonti interne. In secondo luogo, le imprese RU possono ora acquistare sul mercato ufficiale dei cambi valuta estera sino all'equivalente di £ 1 milione per effettuare investimenti diretti in paesi membri della CEE o candidati a divenire tali.

In *Spagna*, il pagamento di interessi su conti in pesetas di non residenti con scadenza inferiore a novanta giorni è stato vietato nell'ottobre 1971, ed ogni incremento di tali depositi è stato sottoposto a riserva obbligatoria nella misura del 100%. In precedenza, nel giugno 1971, era stato abolito il sistema di depositi sulle importazioni introdotto nel 1969, quando la bilancia dei pagamenti aveva attraversato un periodo di difficoltà.

Per quanto riguarda gli sviluppi valutari in altre parti del mondo, si rammenta che in *Jugoslavia* il dinaro era stato già svalutato del 16,7% nel gennaio 1971. Contemporaneamente al riallineamento monetario del dicembre 1971, esso fu nuovamente svalutato del 18,7% rispetto all'oro e dell'11,8% rispetto al dollaro e un nuovo tasso di cambio di din. 17 per \$SU 1 fu sostituito a quello precedentemente in vigore di din. 15 pari a \$SU 1.

Nell'*URSS* i tassi di cambio di base del rublo rispetto alle monete del mondo occidentale hanno cominciato ad essere aggiustati subito dopo la crisi valutaria dell'agosto 1971. All'inizio di settembre 1971, il rublo è stato svalutato rispetto a varie monete del mondo occidentale; le riduzioni massime sono state del 5% rispetto allo yen giapponese e del 3% rispetto al marco tedesco. Nessuna variazione di cambio si è verificata in quel periodo sia nei confronti del franco francese che del dollaro SU. Tuttavia, in dicembre, dopo l'annuncio della progettata svalutazione del dollaro, il rublo fu rivalutato dell'8,6% rispetto al dollaro con una variazione di cambio da rubli 0,9 a 0,829 per \$SU 1. Contemporaneamente anche se in proporzioni minori, il rublo fu rivalutato nei confronti di altre monete del mondo occidentale. Le variazioni comprendevano rialzi del 3,5% rispetto al marco tedesco, del 3,1% nei confronti del franco svizzero, e del 2,8% della lira. D'altra parte, il rublo fu anche svalutato di un ulteriore 1,5% rispetto allo yen. Successivamente si sono verificati altri minori adeguamenti del tasso di cambio del rublo nei confronti delle monete del mondo occidentale.

In *Bulgaria, Ungheria, Polonia e Romania* nel dicembre 1971 si sono avuti apprezzamenti valutari di circa l'8,6% rispetto al dollaro SU, mentre in *Cecoslovacchia* l'apprezzamento è stato del 9,9%.

Durante il periodo sotto rassegna, diverse importanti variazioni si sono verificate nell'*area della sterlina*.

Tra il 23 agosto e il 17 dicembre 1971 numerose monete appartenenti all'area della sterlina, delle quali il rand sudafricano è la più importante, si sono ancorate al dollaro, lasciando la sterlina. Dopo il riallineamento delle monete principali, sebbene la maggioranza numerica dei paesi dell'area abbia mantenuto i propri esistenti tassi di cambio rispetto alla sterlina, apprezzando quindi dell'8,6% nei confronti del dollaro, un certo numero di altri paesi — tra cui Ceylon (a partire dal 22 maggio denominato Sri Lanka), Guyana, Giordania, Kenya, Pakistan, Tanzania, Uganda e Zambia —

mantenne l'esistente tasso di cambio rispetto al dollaro, svalutando quindi del 7,9% nei confronti della sterlina. Altri paesi ancora – dei quali il Sud Africa, l'India, e il Ghana sono i più importanti – nel dicembre 1971 variarono i loro cambi sia rispetto al dollaro che alla sterlina. Il Sud Africa ha diminuito del 12,3% il valore aureo del rand, riducendo il contenuto aureo a 1,09135 grammi ed il nuovo tasso di cambio a rand 0,75 pari a \$SU 1. Rispetto al dollaro, quindi, il Sud Africa ha svalutato del 4,8 e rispetto alla sterlina del 12,3%. L'India, dal canto suo, ha svalutato del 5,1% rispetto alla sterlina e rivalutato del 3% rispetto al dollaro. I nuovi cambi per la sterlina e il dollaro sono di rupie 18,97 pari a £1 e rupie 7,28 pari a \$SU 1. Il Ghana ha svalutato nel dicembre 1971 del 48,3% rispetto alla sterlina e del 43,9% rispetto al dollaro. Tuttavia, nel febbraio 1972 tali svalutazioni furono ridotte rispettivamente a 26,7 e 20,4%. L'Australia e la Nuova Zelanda hanno mantenuto invariate le loro parità auree – come la maggior parte dei paesi appartenenti all'area della sterlina – ma hanno ridotto l'effettivo apprezzamento delle loro monete rispetto al dollaro e nel contempo hanno leggermente deprezzato rispetto alla sterlina, fissando nuovi tassi medi in margini alquanto più stretti al limite inferiore dei più ampi margini loro consentiti. L'Australia ha adottato un nuovo tasso medio di \$A 0,8396 pari a \$SU 1, con margini dello 0,2% da entrambi i lati, pari ad un apprezzamento effettivo del 6,3% rispetto al \$SU. La Nuova Zelanda ha fissato un tasso medio di \$NZ 0,8367 pari a \$SU 1, con margini dello 0,5% da entrambi i lati, apprezzando del 6,7% rispetto al \$SU. A maggio 1972 il Pakistan ha svalutato del 56,7%, fissando il nuovo rapporto con il dollaro a rupie 11 per \$SU 1, rispetto a quello precedente di rupie 4,76 per \$SU 1.

Oltre a questi vari riallineamenti dei cambi nell'area della sterlina, diversi paesi ad essa appartenenti, che si erano nei mesi precedenti ancorati al dollaro, decisero, dopo il riallineamento del dicembre 1971, di rimanere ancorati ad esso anziché alla sterlina. Tra questi: Ceylon, Giordania, Kenya, Pakistan, Uganda, Tanzania e Zambia. Nel medesimo tempo, l'Australia e la Nuova Zelanda si sono agganciate al dollaro. Il Sud Africa, al contrario, è tornato ad ancorare il rand alla sterlina.

Infine, due variazioni sono occorse nella composizione dell'area della sterlina. La Libia ha cessato di esserne membro a dicembre 1971, consentendo tuttavia alla propria moneta di apprezzarsi dell'8,6% rispetto al dollaro nell'ambito del riallineamento generale. Il Bangla Desh si è unito all'area in febbraio; la sua moneta, il taka, è alla pari con la rupia indiana.

Nell'area del franco francese i rapporti di cambio tra il franco francese e tutte le altre valute sono rimasti immutati durante il periodo sotto rassegna.

Israele ha svalutato due volte durante il periodo sotto rassegna. Nell'agosto 1971, il contenuto aureo ed il valore esterno della sterlina israeliana furono ridotti del 16,7%, variando la parità col dollaro da £I 3,5 a 4,2 per \$SU 1. Nel dicembre 1971 la sterlina israeliana è stata svalutata insieme al dollaro SU, ma nessun nuovo valore aureo è stato ancora dichiarato ufficialmente. Nel gennaio 1972 l'aliquota sui depositi di tutte le importazioni soggette a diritti doganali superiori al 50% è stata ridotta dal 40 al 30%.

Nell'America Latina si sono verificati ulteriori notevoli deprezzamenti nel valore di cambio di diverse monete. In base al sistema di cambi flessibili adottato nel 1971, il peso argentino è stato svalutato complessivamente del 20% in sei fasi tra marzo



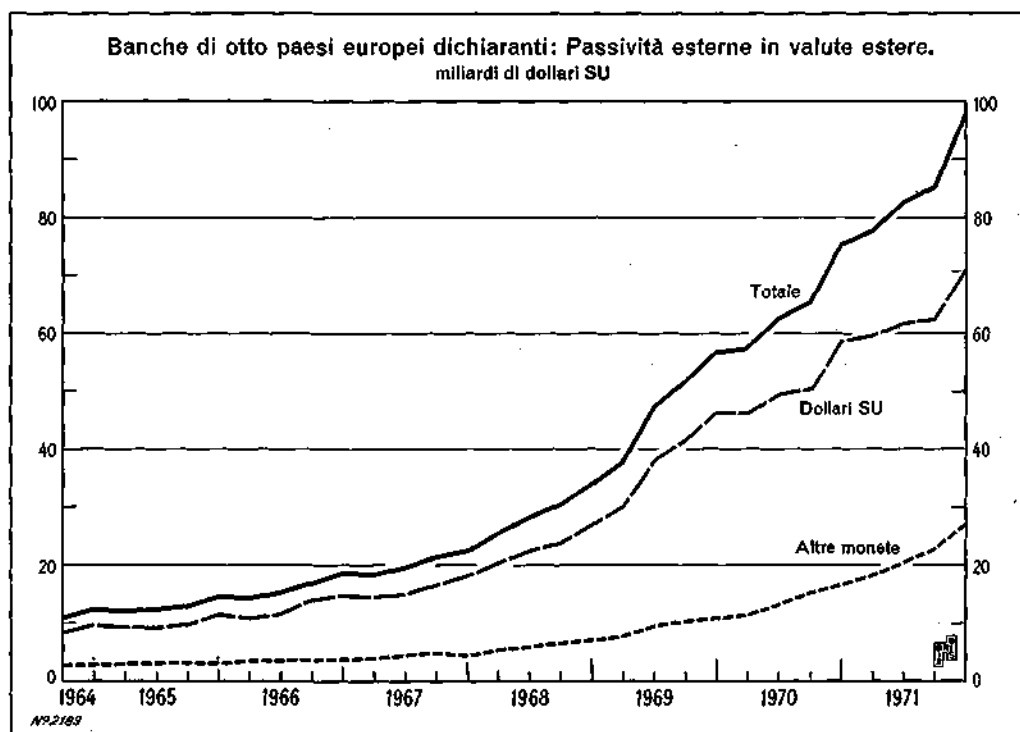
ed agosto 1971, passando da pesos 4 a 5 per \$SU 1. In settembre è stato introdotto un sistema di doppi tassi di cambio, creando un mercato commerciale per scambi e transazioni connesse, sul quale è stato mantenuto il cambio di pesos 5 pari a \$SU 1 e un mercato finanziario adibito a tutte le altre operazioni, sul quale il cambio è stato lasciato fluttuare liberamente. Per evitare la svalutazione del peso commerciale, una crescente parte delle transazioni valutarie relative al commercio è stata successivamente trasferita al mercato finanziario. Verso la fine di marzo, essendo il cambio finanziario quotato a pesos 9,7 per \$SU 1 e poichè il 64% della valuta necessaria alle importazioni doveva essere acquistata sul mercato finanziario, il peso si è in effetti svalutato, dall'introduzione del sistema del doppio mercato, di circa il 38% nel settore commerciale e di quasi il 50% per le altre transazioni. Dalla metà di maggio gli acquisti di valuta per pagare le importazioni non essenziali devono essere effettuati esclusivamente sul mercato finanziario, dove il cambio è ulteriormente sceso a pesos 9,85 per \$SU 1. In Brasile, si sono avuti ulteriori sette adeguamenti verso il basso del tasso di cambio, per un totale leggermente superiore al 12%, con una variazione da cruz. 5,195 a 5,915 per \$SU 1, durante i dodici mesi fino alla metà di maggio. In Cile, sulla base del sistema del doppio mercato allora in vigore, il cambio applicato per la maggior parte delle transazioni non commerciali fu ridotto di quasi il 50% nel luglio 1971, da escudos 14,35 a poco più di escudos 28 per \$SU 1. Dopo la temporanea sospensione di tutte le transazioni valutarie agli inizi di dicembre 1971, il 13 di quel mese, cioè pochi giorni prima del riallineamento delle maggiori monete, è stato introdotto un sistema di tassi di cambio multipli. Maggiore caratteristica del sistema era che il vecchio cambio ufficiale di escudos 12,2 pari a \$SU 1 fu limitato alle importazioni di prodotti alimentari essenziali e di petrolio, mentre per gran parte delle altre importazioni e per tutte le esportazioni fu fissato un nuovo cambio di escudos 15,8 pari a \$SU 1, equivalente ad una svalutazione di quasi il 23%.

Nel Costa Rica si è verificata una proliferazione di tassi di cambio, insieme ad un notevole deprezzamento reale della moneta durante il periodo sotto rassegna. Sul mercato ufficiale dei cambi, nel luglio 1971 furono introdotte sovrattasse del 15 e del 30% sugli acquisti di valuta per categorie di importazioni meno essenziali. Il cambio ufficiale di col. 6,65 pari a \$SU 1 ha continuato ad essere in vigore per importazioni di primaria importanza. Inoltre il cambio sul mercato libero si è deprezzato del 23%, passando dal col. 6,65 a 8,6 per \$SU 1 tra la fine di maggio e quella di luglio 1971. Anche in Uruguay la moneta si è deprezzata notevolmente durante il periodo sotto rassegna. Nel marzo 1972, tuttavia, il sistema sempre più elaborato di cambi multipli introdotto nel marzo 1971, è stato sostituito da un sistema di doppi tassi di cambio. Nel marzo 1972 i cambi per tutte le esportazioni e le importazioni furono rispettivamente fissati a pesos 495 e 500 pari a \$SU 1, mentre per tutte le altre transazioni fu creato un mercato valutario libero sul quale le quotazioni aprirono a pesos 750 pari a \$SU 1. Prima del marzo 1972, lo scarto tra i tassi di cambio era di pesos 370 - 500 per \$SU 1, e solo per le importazioni di petrolio greggio veniva ancora applicato il vecchio cambio ufficiale di pesos 250 per \$SU 1. Verso la fine di aprile 1972 i cambi sul mercato ufficiale si erano ulteriormente alquanto deprezzati a pesos 519-524 pari a \$SU 1, mentre il cambio libero era salito a pesos 870 pari a \$SU 1.

## V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

### Andamento generale.

Nonostante che la domanda di fondi in eurodollari da parte delle banche negli Stati Uniti sia praticamente scomparsa, il mercato delle eurodivise ha continuato ad espandersi fortemente per tutto il 1971. Le attività verso l'esterno in divise estere delle banche di otto paesi europei dichiaranti sono salite da \$ 22,2 a 100,4 miliardi, aumento questo alquanto maggiore rispetto a quello del 1970; similmente le loro passività si sono ragguagliate a \$ 97,9 miliardi. Al netto delle duplicazioni, ma comprese le posizioni in valuta estera nei confronti di residenti, si può stimare che l'importo dei crediti in valuta estera, in essere tramite le banche europee dichiaranti, sia passato da \$ 57 a circa 71 miliardi e la componente in dollari da \$ 46 a 54 miliardi. Nel contesto di tale espansione, il comportamento dell'euromercato è stato assai simile a quello dei mercati monetari e creditizi nazionali, eccezion fatta per i saggi d'incremento che sono stati ancor maggiori.



Prescindendo dal generale clima di inflazione, tre fattori interdipendenti hanno essenzialmente influito sulla rapida espansione del mercato delle eurodivise nel 1971: l'ampio scarto tra i saggi di deposito degli eurodollari ed i rendimenti del mercato monetario negli Stati Uniti, il volume del deficit nei conti con l'estero SU e le crisi sui mercati valutari.

Dal lato dell'offerta l'ampio premio registrato dai saggi dell'eurodollaro su quelli praticati negli Stati Uniti, dove riflettevano essenzialmente le condizioni di accentuata abbondanza monetaria del paese, hanno reso ancor più attraente il mercato dell'eurodollaro tanto per i detentori SU di dollari che per quelli di altri paesi. Pertanto, nel 1971 non solo si è verificato un consistente flusso di nuovi fondi dai residenti SU verso il mercato, ma anche altre banche centrali al di fuori dei paesi del Gruppo dei dieci sembra abbiano collocato sul mercato buona parte dei dollari accumulati come conseguenza, soprattutto, del deficit della bilancia dei pagamenti SU. Inoltre, la scarsa fiducia nel dollaro ha incoraggiato la diversificazione delle riserve ufficiali mediante la sostituzione di dollari con alcune altre valute. Poichè, tuttavia, esistevano ostacoli deliberatamente creati all'impiego di riserve diverse dal dollaro, sui mercati nazionali delle monete in questione, pare che gran parte di esse abbia trovato collocamento sul mercato delle eurodivise. Per contro, le banche centrali dei paesi del Gruppo dei dieci — in conformità di un accordo della primavera 1971 con cui si impegnavano a non aumentare i loro averi di riserva detenuti sull'euromercato — hanno trasferito, per il tramite della BRI, parte dei loro impieghi da questo mercato verso gli Stati Uniti. Nel complesso, quindi, l'importo netto di nuovi fondi ufficiali collocati sull'euromercato è stato inferiore rispetto al 1970, ma pur sempre ingente.

Inoltre, l'enorme disavanzo dei conti con l'estero SU ha contribuito alla creazione di liquidità privata al di fuori degli Stati Uniti e, insieme alla crisi valutaria, ha costituito la ragione principale per cui numerosi paesi hanno adottato misure per contenere l'afflusso di fondi esteri. Questi due fattori, e cioè la generale abbondanza di liquidità sui mercati nazionali e la parziale chiusura di questi ai fondi esteri, insieme con gli spostamenti verso le monete a prevista rivalutazione, hanno influito in misura rilevante nel sostenere il flusso di nuovi fondi privati verso l'euromercato.

Dal lato della domanda, la situazione è stata assai diversa. Ivi, gli elevati premi dei saggi dell'eurodollaro rispetto ai rendimenti del mercato monetario SU e la situazione di forte liquidità dell'economia SU hanno contribuito ad un'ulteriore forte flessione della domanda SU di fondi in eurodivise. Pertanto nel 1971 le banche SU hanno rimborsato circa \$6,8 miliardi alle loro filiali estere, e cioè \$1,7 miliardi in più rispetto allo scorso anno. Analogamente, nella misura in cui il disavanzo della bilancia dei pagamenti SU è stato una causa della generale abbondanza monetaria verificatasi fuori degli Stati Uniti, nonchè delle misure introdotte da diversi paesi per scoraggiare l'indebitamento con l'estero da parte di residenti, il disavanzo stesso, insieme al generale rallentamento economico, ha contribuito anche a frenare la domanda di eurodivise fuori degli Stati Uniti. Ed in effetti l'aumento dei crediti diretti delle eurobanche a settori non bancari è stato nettamente inferiore rispetto al 1970.

D'altra parte, la mancanza di fiducia nel dollaro ha dato luogo in diversi momenti ad una domanda di fondi in eurodollari da convertire in altre monete anche se, nel complesso, dai dati statistici sulle eurodivise tale specie di operazioni risulti meno appariscente di quanto si potesse prevedere.

L'effetto combinato di ingenti forze in senso espansivo dal lato dell'offerta sul mercato, e di numerosi fattori di contenimento dal lato della domanda, ha provocato una caduta dei saggi d'interesse delle eurodivise, particolarmente pronunciata nel caso delle monete diverse dal dollaro. Tuttavia, tale riduzione dei saggi, come si può de-

durre dalla costante e crescente espansione del mercato, è stata particolarmente efficace nell'attrarre verso di esso nuovi prenditori di prestiti; ed in effetti nel 1971 l'aumento dei crediti bancari a paesi (diversi dagli Stati Uniti) fuori dell'area europea dichiarante è stato di gran lunga il più elevato finora registrato.

Un elemento del tutto particolare che ha gonfiato i dati di fine anno in termini di dollari è stato il riallineamento dei tassi di cambio, rispecchiatosi naturalmente solo nelle attività e passività in valute diverse dai dollari. Poiché i metodi di conversione adottati dai singoli paesi e banche dichiaranti sono divergenti, non è possibile fornire dati precisi sull'effetto di tale rivalutazione. Con una certa approssimazione, l'impatto sulle attività e passività esterne delle banche può essere peraltro stimato di \$3 miliardi. D'altra parte, le cifre non riportano l'intero incremento verificatosi nel 1971 nelle posizioni sull'estero in quanto, per variazioni nella contabilità, tutti i dati relativi alle banche svizzere, a partire da settembre, non comprendono i loro conti fiduciari. L'effetto netto sugli importi lordi derivante da questi due particolari fattori è stato quello di ridurre l'aumento delle posizioni in dollari delle banche di circa \$1,5 miliardi e di gonfiare le posizioni in monete diverse dal dollaro di oltre \$2 miliardi.

#### **Il mercato delle eurodivise durante le crisi monetarie.**

Poiché le principali forze che hanno plasmato l'andamento del mercato hanno subito un radicale cambiamento nel corso dell'anno, è interessante seguire trimestre per trimestre l'evoluzione del mercato nel 1971.

Nei primi tre mesi del 1971, in contrasto con il consueto andamento stagionale, il mercato ha continuato ad espandersi in maniera assai pronunciata. Nonostante gli ingenti rimborsi SU, l'incremento delle attività in valuta estera delle banche è stato leggermente superiore a quello registrato nel primo trimestre del 1969, allorché negli Stati Uniti le banche fecero ricorso ad ingenti indebitamenti sul mercato delle eurodivise. Come nel 1970, il principale elemento di espansione è stato rappresentato dall'indebitamento delle imprese non bancarie, un fenomeno che rispecchiava la concomitanza di effetti quali la caduta degli eurosaggi e la persistente stretta creditizia in atto in diversi paesi europei e particolarmente in Germania. Pertanto, \$2,4 miliardi, pari a circa il 70% dell'incremento relativo al primo trimestre nelle attività delle banche dichiaranti, vanno ascritti a crediti diretti al settore non bancario. Gran parte di questi fondi è stata reperita attraverso la conversione da parte delle banche stesse di valute nazionali in dollari, e le loro attività nette in dollari sono salite da \$1,2 a 2,9 miliardi.

Il secondo trimestre ha coinciso con il periodo in cui si è verificato il primo grande spostamento di fiducia dal dollaro verso alcune altre monete europee, in particolare verso il marco tedesco. In parte per il fatto che i movimenti verificatisi in aprile e maggio hanno in larga misura invertito la loro direzione in giugno, essi tuttavia non sono molto evidenti nei dati statistici trimestrali sulle eurodivise. Al contrario, le attività nette in dollari delle banche europee dichiaranti hanno continuato ad aumentare, mentre le loro posizioni nette in altre valute dichiarate sono diminuite. Inoltre, l'aumento dei loro crediti sulla Germania è sceso da \$1,5 miliardi nel primo trimestre a \$0,3 miliardi. Ed infine non sembra vi sia stato un forte indebitamento in eurodollari da parte del settore non bancario a scopi di riporto o manifestamente speculativi,

dato che la concessione da parte delle banche dichiaranti di nuovi crediti in dollari al settore non bancario è scesa da \$1,5 miliardi nel primo trimestre a \$0,7 miliardi. Unica indicazione di un mutamento di umore è stato il forte aumento delle passività bancarie verso l'esterno in valute estere diverse dal dollaro, per un importo di \$2,4 miliardi — di cui \$2 miliardi in marchi tedeschi — il più alto incremento trimestrale mai prima registrato. Ma le banche dichiaranti hanno riconvertito in dollari ed altre monete circa \$1 miliardo dei loro proventi in marchi tedeschi e, contribuendo ad attenuare le pressioni al rialzo sul marco tedesco, hanno in pratica svolto un ruolo stabilizzatore sui mercati dei cambi.

La situazione è mutata nel terzo trimestre. (Per interruzioni delle serie — determinate dall'esclusione dei fondi fiduciari, e cioè dei fondi amministrati da banche svizzere a rischio dei loro clienti — nel considerare i dati relativi al terzo trimestre non va tenuto conto delle posizioni delle banche svizzere. Per la stessa ragione tutti i dati riguardanti i precedenti trimestri, utilizzati in questo paragrafo e nei due successivi a scopi di raffronto, non includono le banche svizzere.) Un importante avvenimento è stato il brusco calo da \$3,3 a 0,3 miliardi nell'aumento dei crediti in dollari delle banche sull'estero e l'accelerazione da \$1,1 a 3,8 miliardi in quelli di altre valute. Il rallentamento nell'espansione delle passività in dollari è stato molto meno pronunciato. Di conseguenza, lo spostamento netto delle posizioni delle banche in dollari, pari a \$1,6 miliardi nel primo semestre del 1971, si è invertito per un importo di \$1,3 miliardi, mentre nello stesso tempo la loro posizione netta sull'estero in altre valute, passata da attività per \$0,4 miliardi a passività per \$1,2 miliardi nei primi sei mesi dell'anno, è migliorata di \$1 miliardo. Sembra inoltre che le banche abbiano ridotto i loro crediti in dollari a residenti di circa \$0,3 miliardi.

Per contro, come nel secondo trimestre, l'indebitamento in eurodollari da parte di imprese non bancarie per scopi di riporto o di speculazione ha avuto solo scarso rilievo. In effetti, dopo un aumento di \$2 miliardi nel primo semestre dell'anno, le attività sull'estero espresse in dollari delle banche dichiaranti rispetto ai settori non bancari hanno presentato una contrazione di \$0,1 miliardi. Ma forse la caratteristica più saliente del terzo trimestre è rappresentata dal fatto che, nonostante la crisi del dollaro, non si è verificato alcun deflusso di fondi dal mercato dell'eurodollaro. Come già nei primi due trimestri, le passività in dollari delle banche dichiaranti rispetto ai settori non bancari hanno registrato cambiamenti irrilevanti. Si è verificato infatti che i fondi dei residenti SU, attratti dai più alti saggi degli eurodollari nei mesi di agosto e settembre, si sono sostituiti ai fondi non bancari prelevati dal mercato da residenti di altri paesi. Anche se tale tipo di sostituzione ha certamente contribuito ad aumentare la pressione sul dollaro, gli importi coinvolti sono stati assai modesti.

Pertanto la crisi monetaria, invece di determinare un'effettiva contrazione della componente rappresentata dai dollari sul mercato, ha avuto per conseguenza il fatto che, in contrasto con l'andamento valutario tradizionale, gran parte dell'aumento di \$4,3 e 4,1 miliardi, rispettivamente nelle attività e passività delle banche dichiaranti, verificatosi nel terzo trimestre ha avuto per oggetto monete diverse dai dollari.

Nel quarto trimestre, l'espansione del mercato si è rapidamente accelerata. L'aumento rispettivamente di \$12,9 e 13,1 miliardi delle passività ed attività bancarie sull'estero in divise estere è stato maggiore di quello complessivamente registrato

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

A fine mese	Dollari		Altre valute estere						
	Totale	di cui settore non bancario	Totale	di cui settore non bancario	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Sterline	Fiorini	Tutte le altre valute estere
milioni di dollari SU									
<b>Passività</b>									
1966 Dicembre .	14.770	4.130	3.690	510	970	1.220	710	70	720
1967 Giugno . .	14.930	4.090	4.290	510	1.470	1.300	950	90	480
1967 Dicembre .	18.120	4.680	4.330	470	1.670	1.400	800	100	360
1968 Giugno . .	22.380	6.390	5.800	700	2.180	2.030	1.020	120	450
1968 Dicembre .	26.870	6.240	6.890	1.040	3.010	2.290	800	250	540
1969 Marzo . . .	29.880	7.600	7.670	930	3.060	2.800	900	280	630
1969 Giugno . .	37.960	8.690	9.450	1.320	4.260	3.290	910	340	650
1969 Settembre .	41.540	9.960	10.240	1.340	4.800	3.790	760	240	650
1969 Dicembre .	46.200	10.460	10.630	1.320	4.640	4.030	810	350	800
1970 Marzo . . .	46.050	11.100	11.420	1.370	4.430	4.960	970	350	710
1970 Giugno . .	49.440	11.000	13.090	1.660	5.550	5.360	940	410	830
1970 Settembre .	50.230	10.770	15.190	2.310	6.830	5.740	940	550	1.130
1970 Dicembre .	58.700	11.240	16.590	2.450	8.080	5.720	940	550	1.300
1971 Marzo . . .	59.600	11.120	18.000	2.530	9.380	5.250	1.320	450	1.620
1971 Giugno . .	61.930	10.910	20.400	3.110	11.330	5.670	1.420	490	1.490
1971 Settembre *	62.430	9.380	22.650	2.700	12.380	6.730	1.460	510	1.570
1971 Dicembre .	70.820	9.980	27.110	2.750	14.890	7.760	2.110	860	1.490
<b>Attività</b>									
1966 Dicembre .	18.070	2.100	4.180	690	1.420	930	800	170	860
1967 Giugno . .	16.580	2.650	4.870	810	1.670	830	1.340	200	830
1967 Dicembre .	19.890	3.430	4.960	950	2.060	1.110	870	230	690
1968 Giugno . .	25.560	4.320	5.890	1.340	2.730	1.570	600	280	710
1968 Dicembre .	30.430	5.150	7.400	1.500	3.920	1.820	610	290	760
1969 Marzo . . .	33.650	5.230	7.440	1.670	4.020	1.850	590	250	730
1969 Giugno . .	42.280	5.940	9.180	2.030	5.380	2.010	670	310	810
1969 Settembre .	44.820	6.110	10.820	2.520	6.980	2.240	630	240	730
1969 Dicembre .	47.630	6.090	10.690	2.160	5.990	2.980	590	370	770
1970 Marzo . . .	46.970	6.760	11.760	2.470	6.270	3.490	880	340	780
1970 Giugno . .	52.030	8.560	13.100	2.990	6.850	3.930	710	470	1.140
1970 Settembre .	52.930	9.890	15.470	3.940	8.140	4.540	640	550	1.600
1970 Dicembre .	60.970	11.850	17.880	4.670	10.110	5.080	610	560	1.520
1971 Marzo . . .	62.460	13.380	19.220	5.590	11.440	4.500	930	490	1.860
1971 Giugno . .	65.080	14.040	20.750	5.960	12.450	5.000	950	510	1.840
1971 Settembre *	63.440	13.830	23.910	6.350	13.680	6.420	1.200	480	2.130
1971 Dicembre .	71.720	14.360	28.690	6.750	16.160	8.180	1.620	700	2.030
<b>Posizione netta</b>									
1966 Dicembre .	1.300	-2.030	490	180	450	-290	90	100	140
1967 Giugno . .	1.650	-1.440	580	300	200	-470	390	110	350
1967 Dicembre .	1.770	-1.250	630	380	390	-290	70	130	330
1968 Giugno . .	3.180	-2.070	90	640	550	-460	-420	160	260
1968 Dicembre .	3.560	-1.090	510	460	910	-470	-190	40	220
1969 Marzo . . .	3.770	-2.370	-230	740	960	-950	-310	-30	100
1969 Giugno . .	4.320	-2.750	-270	710	1.120	-1.280	-240	-30	160
1969 Settembre .	3.280	-3.850	580	1.180	2.180	-1.550	-130	-	80
1969 Dicembre .	1.430	-4.370	60	840	1.350	-1.050	-230	20	-30
1970 Marzo . . .	920	-4.340	340	1.100	1.840	-1.470	-90	10	70
1970 Giugno . .	2.590	-2.440	10	1.320	1.300	-1.430	-230	60	310
1970 Settembre .	2.700	-880	280	1.630	1.310	-1.200	-300	-	470
1970 Dicembre .	1.670	610	1.290	2.220	2.030	-640	-330	10	220
1971 Marzo . . .	2.860	2.260	1.220	3.060	2.080	-750	-390	40	240
1971 Giugno . .	3.150	3.130	350	2.850	1.120	-670	-470	20	350
1971 Settembre *	1.010	4.450	1.260	3.650	1.300	-310	-260	-30	560
1971 Dicembre .	900	4.380	1.580	4.000	1.270	420	-490	-160	540

\* Nuove serie a partire da settembre 1971.

nei primi tre trimestri, superando persino la punta massima registrata nel secondo trimestre del 1969, allorchè la pressione sulla domanda da parte delle banche SU aveva quasi provocato condizioni di crisi sul mercato. E' altresì vero che l'accelerazione del quarto trimestre rientra nell'usuale schema stagionale e che buona parte dell'incremento della componente di mercato rappresentata da monete diverse dai dollari era dovuta all'effetto della rivalutazione. Nondimeno, sorprende alquanto che, nonostante ingenti rimborsi da parte degli Stati Uniti, continue incertezze e diffusi controlli sull'indebitamento in eurodivise da parte di residenti, il mercato abbia presentato una così rapida espansione. In contrasto con il consueto andamento stagionale, la conversione di dollari in altre monete da parte delle banche si è fermata. Inoltre, la composizione nelle varie monete dell'incremento di mercato ha ripreso ad essere normale, nel senso che i dollari sono tornati a rappresentare la principale componente dell'aumento nelle posizioni lorde. Ciò che forse sorprende maggiormente è l'aumento di \$0,6 miliardi delle passività in dollari verso il settore non bancario, che rappresenta il primo incremento a partire dal quarto trimestre del 1970. Caratteristica predominante del quarto trimestre è stata comunque l'enorme espansione, pari a \$12,1 miliardi, dei crediti interbancari, in parte spiegabile con operazioni di fine anno. Anche il credito diretto a imprese non bancarie, la cui espansione era venuta praticamente a cessare nel terzo trimestre, ha assunto un ritmo più vivace.

In conclusione, sebbene si sia talora temuto che una crisi del dollaro come quella verificatasi nel 1971 potesse determinare movimenti di panico sul mercato dell'eurodollaro, nulla di simile si è in realtà verificato. Persino durante i mesi di crisi si è avuto un certo flusso di dollari verso le banche europee dichiaranti e la sola traccia durevole che gli avvenimenti sui mercati monetari sembrano aver lasciato è quella di una maggiore importanza assunta dalle monete diverse dai dollari. Analogamente, le statistiche trimestrali sulle eurodivise non confortano molto la tesi che il relativo mercato abbia svolto un ruolo di primo piano nello scompiglio valutario del 1971. Se ciò si fosse verificato i dati relativi ai periodi di crisi avrebbero registrato ampi spostamenti via dal dollaro per parte delle stesse banche dichiaranti oppure forti incrementi nei loro crediti in dollari a settori non bancari, che avrebbero a loro volta potuto usare questi fondi a scopi di riporto o speculativi; ma nessuno di questi due fenomeni sembra essersi verificato su scala realmente vasta.

### **La composizione delle variazioni.**

Considerando l'anno nel suo complesso, le attività sull'estero in dollari delle banche dichiaranti sono aumentate di \$11,3 miliardi, pari al 19%, e le passività di \$12,1 miliardi ossia del 21%. Il conseguente calo di \$0,8 miliardi delle attività nette va ampiamente ascrivito a due particolari fattori. In primo luogo la BRI, le cui attività in eurodivise figurano nei dati relativi ai crediti esteri delle banche svizzere, ha incanalato un notevole volume di fondi dal mercato dell'eurodollaro verso gli Stati Uniti. Secondariamente, l'esclusione dei fondi fiduciari dai dati statistici a partire dal terzo trimestre ha determinato una riduzione ottica nella posizione delle attività nette sull'estero delle banche svizzere. Se non fosse stato per questi fattori, le banche europee dichiaranti avrebbero presentato un notevole incremento delle loro attività nette in dollari.

Le attività esterne in altre valute sono aumentate di \$ 10,8 miliardi e le passività di \$ 10,5 miliardi, ossia del 60% circa in entrambi i casi. In seguito a questo assai rapido incremento, la componente rappresentata da valute diverse dal dollaro nella posizione esterna in valute estere delle banche è salita dal 22 al 28% tra il 1970 e 1971. Al solo marco tedesco va ascritto il 62% dell'incremento e al franco svizzero un altro 25%. Tuttavia, in termini relativi, i maggiori aumenti hanno riguardato la sterlina: le attività in tale valuta sono passate da \$ 0,6 a 1,6 miliardi e le passività da \$ 0,9 a 2,1 miliardi. Questo fenomeno è probabilmente dovuto alla maggiore solidità della sterlina sui mercati dei cambi. Diversamente dagli sviluppi verificatisi nei precedenti periodi di pressioni al rialzo sul marco tedesco, la posizione delle attività nette delle banche in tale valuta è calata da \$ 2 a 1,3 miliardi. La posizione netta in franchi svizzeri è al contrario passata da passività per \$ 0,6 miliardi ad attività per \$ 0,4 miliardi tra la fine del 1970 e quella del 1971. Gran parte di questo capovolgimento si è verificato durante il quarto trimestre e può avere relazione con il livello eccezionalmente alto del premio a termine per il franco svizzero in questo periodo, tale da rendere particolarmente attraenti gli averi in eurofranchi svizzeri su base di copertura.

Un'analisi dei dati suddivisi fra settore bancario e settore non bancario rivela che le nuove attività sull'estero verso settori non bancari sono calate da \$ 8,3 a 4,6 miliardi tra il 1970 e il 1971, mentre l'aumento dei crediti sulle banche è accelerato da \$ 11,7 a 17,6 miliardi. Dal lato delle passività, l'incremento globale è stato più che compensato dall'indebitamento da parte delle banche, ammontato a \$ 23,6 miliardi, mentre le passività rispetto al settore non bancario si sono contratte di \$ 1 miliardo. Tuttavia, quest'ultimo dato ha subito l'influenza della nuova base assunta dalle banche svizzere nelle loro dichiarazioni. A non tener conto delle variazioni del terzo trimestre nei confronti delle banche svizzere, l'indebitamento rispetto al settore non bancario ha registrato un leggero incremento di \$ 1,1 miliardi, raffrontato agli aumenti di \$ 4,5 e 1,9 miliardi rispettivamente nel 1969 e 1970. Su questa base gran parte dell'espansione delle passività verso settori non bancari si è concentrata nel 1971 in valute diverse dal dollaro, mentre i depositi ricevuti in dollari sono calati di \$ 0,4 miliardi nei primi nove mesi dell'anno, pur salendo di \$ 0,6 miliardi nell'ultimo trimestre.

### Fonti e impieghi.

Le tabelle delle pagine 171 e 173 illustrano le origini e le destinazioni dei flussi di eurodivise. Le differenze di presentazione e concezione di tali due tabelle sono state descritte nella precedente Relazione annuale, ma può essere utile rammentarne ancora qualcuna delle più salienti.

Entrambe le tabelle si propongono di mettere in evidenza il ruolo svolto dalle banche europee dichiaranti quali intermediarie di valuta estera; esse indicano donde i loro fondi in valute estere provengono e dove gli stessi sono reimpiegati. La tabella di pagina 171 è più completa in quanto, sulla base di stime approssimative, include, fra le fonti, gli importi in eurodivise forniti dalle stesse banche mediante conversioni di valuta nazionale e, fra gli impieghi, i fondi in eurodivise utilizzati dalle banche per conversioni in valuta nazionale. Inoltre, essa comprende la posizione delle banche nei confronti di residenti non bancari. Per contro, essa esclude le duplicazioni che



sorgono quando i fondi, nel loro iter dai fornitori originari agli utilizzatori finali, passano attraverso più di una banca dichiarante; il che, unitamente ad alcune rettifiche negative delle posizioni nei confronti degli Stati Uniti, spiega perchè i totali sono inferiori a quelli esposti nella tabella di pagina 173.

Dato che il mercato è visto dall'angolo visuale delle banche europee dichiaranti, tutte le passività e attività verso paesi al di fuori dell'area dichiarante, siano esse nei confronti di banche o di non banche, sono rispettivamente considerate come fonti originarie e impieghi finali di fondi in eurodivise. L'uso degli aggettivi "originario" e "finale" in questo contesto non è comunque tale da implicare che il rapporto di causa ed effetto stia soltanto fra fonti ed impieghi, e difatti è del tutto probabile che una certa parte dei fondi collocati presso banche non appartenenti all'area dichiarante sia da queste stesse ridepositata all'interno dell'area medesima. Tralasciando il fatto che la tabella tiene un certo conto della funzione del mercato come se si trattasse di un mercato monetario interbancario all'interno dell'area, ciò che essa sostanzialmente fa è presentare un bilancio consolidato delle operazioni in valuta estera delle banche europee dichiaranti.

**Dimensione del mercato delle eurodivise (stima).**  
(Consistenza del credito in valuta estera fluito attraverso le banche europee dichiaranti.)

Fine periodo	Area europea dichiarante			Stati Uniti	Resto del mondo	Totale
	Totale	Banche <sup>1</sup>	Settore non bancario			
	miliardi di dollari SU					
Impieghi						
1969 . . . . .	15,2	7,1	8,1	16,8	12,0	44,0
1970 . . . . .	24,9	9,8	15,1	13,1	19,0	57,0
1971 . . . . .	33,6	14,5	19,1	8,3	29,1	71,0
Fonti						
1969 . . . . .	22,3	10,7	11,6 <sup>2</sup>	4,1	17,6	44,0
1970 . . . . .	28,5	15,0	13,5 <sup>2</sup>	4,5	24,0	57,0
1971 . . . . .	33,4	18,2	15,2 <sup>2</sup>	6,1	31,5	71,0
Posizione netta <sup>3</sup>						
1969 . . . . .	- 7,1	- 3,6	- 3,5	+ 12,7	- 5,6	-
1970 . . . . .	- 3,6	- 5,2	+ 1,6	+ 8,6	- 5,0	-
1971 . . . . .	+ 0,2	- 3,7	+ 3,9	+ 2,2	- 2,4	-

<sup>1</sup> Comprende: a) sotto gli "Impieghi", le conversioni di valuta estera in nazionale effettuate da banche 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); b) sotto le "Fonti" i depositi di istituzioni monetarie ufficiali dell'area dichiarante, le conversioni di valuta nazionale in estera effettuate da banche 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). <sup>2</sup> Compresi i fondi fiduciari nella misura in cui essi sono trasferiti da banche svizzere ad altre banche all'interno dell'area dichiarante e nella misura in cui non vengono dichiarati come passività nei confronti del settore non bancario all'esterno dell'area dichiarante dalle stesse banche svizzere. <sup>3</sup> 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.

Si può stimare che il mercato delle eurodivise, definito come sopra, si sia ampliato nel 1971 di \$14 miliardi sino a raggiungere \$71 miliardi, e che la sua componente in dollari sia passata da \$46 a 54 miliardi. La distribuzione geografica di tale incremento è stata del tutto analoga a quella del 1970. In cifre molto approssimative, le attività nei confronti degli Stati Uniti sono diminuite di \$5 miliardi, mentre i crediti verso il resto del mondo esterno all'area sono aumentati di \$10 miliardi e quelli

verso l'area dichiarante di \$9 miliardi. Dal lato delle fonti, la distribuzione è stata ancor più uniforme: circa \$5 miliardi provengono dall'interno dell'area dichiarante, \$1,5 miliardi sono affluiti dagli Stati Uniti e \$7,5 miliardi sono venuti dal resto del mondo esterno all'area. Su base netta, la principale caratteristica del 1971 è pertanto rappresentata da un deflusso di \$6,5 miliardi dagli Stati Uniti, di cui \$4 miliardi circa sono stati assorbiti dall'area europea dichiarante mentre \$2,5 miliardi sono stati reindirizzati verso il resto del mondo esterno all'area. Come risultato di questi movimenti, nonché di quelli analoghi verificatisi nel 1970, la posizione creditoria netta delle banche europee dichiaranti nei confronti degli Stati Uniti, pari a \$12,5 miliardi circa a fine 1969, si è ridotta a \$2 miliardi a fine 1971; la loro posizione debitoria netta verso la loro stessa area, che si era aggirata su \$7 miliardi, è scomparsa e, infine, le passività nette verso il resto dell'area esterna sono scese da \$5,5 a 2,5 miliardi.

Tornando alle cifre lorde, la diminuzione di \$4,8 miliardi nei crediti verso gli Stati Uniti ha ovviamente rispecchiato l'indirizzo della politica monetaria SU volta ad agevolare e i conseguenti rimborsi effettuati dalle banche di quel paese alle loro filiali estere. La risultante pressione al ribasso sui saggi delle eurodivise ha favorito l'indebitamento in tale valuta da parte del resto del mondo. L'aumento dei crediti delle banche dichiaranti verso il resto dell'area esterna, pari a \$10 miliardi circa, è stato quindi tre volte e mezzo più ampio che nel 1969, allorché le banche SU avevano quasi monopolizzato il mercato. Come appare dalla tabella di pagina 173, incrementi particolarmente ampi nella concessione di crediti si sono verificati nei confronti di "Altri paesi dell'Europa occidentale" (+\$2,2 miliardi), dell'America Latina (+\$1,5 miliardi), dell'Europa orientale (+\$1,3 miliardi) e del Giappone (+\$1 miliardo); peraltro, al livello di \$3,7 miliardi, l'espansione di gran lunga più cospicua ha avuto luogo nella posta residua "Altri paesi", la quale comprende, ad esempio, le Bahamas e le Bermuda. D'altro canto i crediti verso il Canada, dove la situazione monetaria è stata in certa misura simile a quella degli Stati Uniti, sono diminuiti di \$0,3 miliardi.

Gli impieghi di fondi in eurodivise all'interno dell'area europea dichiarante sono aumentati, secondo stime, di \$8,7 miliardi; il fatto che, nonostante la sua maggior estensione — in quanto comprendente crediti verso residenti e le conversioni di eurofondi in valuta nazionale — questa cifra sia assai inferiore all'incremento di \$16,7 miliardi che appare nella tabella di pagina 173, è dovuto all'eliminazione delle duplicazioni risultanti dai depositi interbancari. I prestiti bancari diretti in valuta estera accordati ai settori non bancari all'interno dell'area dichiarante sono aumentati di \$4 miliardi, e cioè di \$3 miliardi in meno che nel 1970. Questo rallentamento, che sarebbe risultato ancor più sensibile non fosse stato per l'effetto della rivalutazione, ha rispecchiato la brusca contrazione degli indebitamenti in eurodivise da parte delle imprese tedesche dopo che il marco tedesco venne lasciato fluttuare, nonché l'interruzione del ricorso all'indebitamento — ed in realtà i rimborsi — da parte delle aziende pubbliche italiane e le varie misure che hanno proibito l'accesso dei residenti al mercato delle eurodivise in generale. Si stima che gli impieghi in proprio delle banche di fondi in eurodivise siano aumentati di \$4,7 miliardi. A prescindere dagli effetti della rivalutazione, nonché dagli incrementi piuttosto cospicui dell'indebitamento in eurosterline ed eurofranchi francesi da parte, rispettivamente, delle banche RU e francesi, tale espansione ha principalmente rispecchiato la funzione svolta in generale dal mercato delle eurodivise quale mercato monetario interbancario.

**Posizioni in valute estere di banche europee dichiaranti  
verso non residenti.**

Posizioni	Dicembre 1970			Giugno 1971			Dicembre 1971*		
	Dollari	Tutte le altre valute	Totale	Dollari	Tutte le altre valute	Totale	Dollari	Tutte le altre valute	Totale
milioni di dollari SU									
<b>Passività</b>									
<i>Fuori dell'area</i>									
Altri paesi dell'Europa occidentale . . . . .	4.470	640	5.110	4.300	1.370	5.670	4.930	2.410	7.340
Europa orientale . . . . .	1.020	630	1.650	910	700	1.610	1.230	1.070	2.300
Canada . . . . .	3.780	150	3.930	4.000	320	4.320	3.990	390	4.380
Giappone . . . . .	550	30	580	780	40	820	900	40	940
America latina . . . . .	3.670	440	4.110	3.910	630	4.540	4.130	760	4.890
Medio Oriente . . . . .	2.680	440	3.120	3.760	800	4.560	3.970	1.170	5.140
Altri paesi . . . . .	4.670	870	5.540	5.030	1.120	6.150	5.140	1.400	6.540
Totale . . . . .	20.840	3.200	24.040	22.690	4.980	27.670	24.290	7.240	31.530
Stati Uniti . . . . .	5.000	240	5.240	5.290	360	5.650	6.490	330	6.820
Totale fuori dell'area . . . . .	25.840	3.440	29.280	27.980	5.340	33.320	30.780	7.570	38.350
<i>All'interno dell'area</i>									
Belgio . . . . .	2.050	930	2.980	2.130	1.210	3.340	2.240	1.470	3.710
Francia . . . . .	3.940	1.150	5.090	3.960	1.150	5.110	5.950	1.440	7.390
Germania . . . . .	1.470	1.660	3.130	1.280	1.930	3.210	1.450	2.010	3.460
Italia . . . . .	5.000	1.520	6.520	5.210	1.400	6.610	6.340	2.140	8.480
Paesi Bassi . . . . .	2.500	840	3.340	2.890	790	3.680	2.660	1.680	4.340
Regno Unito . . . . .	5.990	1.070	7.060	6.790	1.530	8.320	8.600	2.450	11.050
Svezia . . . . .	360	80	440	410	110	520	400	160	560
Svizzera . . . . .	10.970	5.510	16.480	10.560	6.560	17.120	11.580	7.830	19.410
Totale all'interno dell'area . . . . .	32.280	12.760	45.040	33.230	14.680	47.910	39.220	19.180	58.400
Non individuate . . . . .	580	390	970	720	390	1.100	820	360	1.180
Totale complessivo . . . . .	58.700	16.590	75.290	61.930	20.400	82.330	70.820	27.110	97.930
<b>Attività</b>									
<i>Fuori dell'area</i>									
Altri paesi dell'Europa occidentale . . . . .	2.600	890	3.490	3.330	1.110	4.440	3.980	1.700	5.680
Europa orientale . . . . .	1.650	500	2.150	2.100	640	2.740	2.360	1.110	3.470
Canada . . . . .	2.320	170	2.490	2.370	170	2.540	1.800	400	2.200
Giappone . . . . .	2.320	240	2.560	2.420	390	2.810	3.090	430	3.520
America latina . . . . .	2.470	690	3.160	3.550	600	4.150	4.090	610	4.700
Medio Oriente . . . . .	810	80	890	900	120	1.020	1.190	200	1.390
Altri paesi . . . . .	3.780	620	4.400	5.130	760	5.890	6.780	1.350	8.130
Totale . . . . .	15.950	3.190	19.140	19.800	3.790	23.590	23.290	5.800	29.090
Stati Uniti . . . . .	13.990	350	14.340	11.710	250	11.960	9.260	350	9.610
Totale fuori dell'area . . . . .	29.940	3.540	33.480	31.510	4.040	35.550	32.550	6.150	38.700
<i>All'interno dell'area</i>									
Belgio . . . . .	2.260	1.420	3.680	2.670	1.590	4.260	3.170	2.370	5.540
Francia . . . . .	4.680	1.160	5.840	5.280	1.270	6.550	6.710	1.950	8.660
Germania . . . . .	2.870	5.410	8.280	3.080	7.010	10.090	2.640	8.390	11.030
Italia . . . . .	5.510	1.030	6.540	5.600	1.220	6.820	6.930	1.920	8.850
Paesi Bassi . . . . .	1.610	980	2.590	1.790	1.110	2.900	1.790	1.120	2.910
Regno Unito . . . . .	10.250	1.980	12.230	11.430	2.470	13.900	12.990	3.730	16.720
Svezia . . . . .	480	260	740	580	220	800	570	430	1.000
Svizzera . . . . .	2.500	1.550	4.050	3.130	1.320	4.450	3.720	2.200	5.920
Totale all'interno dell'area . . . . .	30.160	13.790	43.950	33.560	16.210	49.770	38.520	22.110	60.630
Non individuate . . . . .	270	550	820	10	500	510	650	430	1.080
Totale complessivo . . . . .	60.370	17.680	78.050	65.080	20.750	85.830	71.720	28.690	100.410

\* Serie interrotte tra giugno e dicembre 1971.

Dal lato dell'offerta, si stima che gli importi forniti dall'interno dell'area europea dichiarante siano aumentati di \$ 5 miliardi. Nell'ambito di tale aumento, i fondi affluiti dal settore non bancario sono saliti di \$ 1,7 a 15,2 miliardi. Entrambe le cifre comprendono peraltro i fondi fiduciari trasferiti da banche svizzere ad altre banche dell'area dichiarante; e poichè questi fondi provengono probabilmente in ampia misura da fuori dell'Europa, le cifre tendono a far sopravvalutare la funzione svolta dall'area europea dichiarante nell'ambito dell'offerta sul mercato.

L'incremento di \$ 1,6 miliardi nelle passività verso gli Stati Uniti, che ha rappresentato la più ampia espansione mai registrata da tale voce, con la sola eccezione del 1968, ha rispecchiato tanto la situazione di liquidità dell'economia SU quanto — specialmente durante le crisi valutarie — l'ampio premio spuntato dai saggi dell'euro-dollaro sui rendimenti del mercato monetario SU.

Il fattore che più ha influenzato l'aumento di \$ 7,5 miliardi nei fondi ricevuti dal resto dell'area esterna sembra siano stati i depositi delle banche centrali. Ciò è particolarmente vero nel caso degli aumenti di \$ 2,2 e 2 miliardi registrati rispettivamente dalle passività verso "Altri paesi dell'Europa occidentale" e verso il Medio Oriente, ivi compresa la Libia.

Su base netta, i più ampi singoli movimenti verificatisi nel corso del 1971 — a prescindere dal riflusso di \$ 6,4 miliardi dagli Stati Uniti — sono stati quelli di \$ 1,5 e 0,7 miliardi provenienti dal Medio Oriente e dal Canada verso le banche europee dichiaranti, quello di \$ 2,7 miliardi diretti da queste ultime verso i paesi e le aree raggruppati sotto la voce "Altri paesi", nonché quelli di \$ 0,8 e 0,7 miliardi affluiti rispettivamente nell'America Latina e nell'Europa orientale.

Nell'ambito dell'area europea dichiarante, le posizioni esterne in valuta estera delle banche (vedasi la tabella di pagina 173), hanno come al solito manifestato una notevole espansione nelle passività nette verso la Svizzera; queste, pari a \$ 1,1 miliardi, sono state peraltro inferiori agli incrementi di \$ 4,5 e 3,9 miliardi registrati rispettivamente nel 1969 e 1970. Inoltre, il 1971 ha presentato un aumento di \$ 0,7 miliardi nelle passività nette verso i Paesi Bassi. Per contro, le banche hanno conseguito un ampliamento di \$ 2,4 miliardi nella loro posizione attiva netta nei confronti della Germania, e ciò soprattutto nella prima parte dell'anno; per di più, i prestiti netti verso sia il Regno Unito che la Francia sono aumentati di \$ 0,5 miliardi. L'espansione di \$ 1,1 miliardi delle attività nette delle banche dichiaranti verso il Belgio non significa che tali fondi siano stati tutti impiegati in tale paese; ma ciò ha soprattutto rispecchiato la funzione intermediatrice svolta dalle banche belghe, le quali hanno raccolto fondi da altre banche all'interno dell'area europea dichiarante per reimpiegarli in settori non bancari fuori del Belgio.

#### **Singoli paesi dichiaranti.**

Come di consueto, rispecchiando la funzione svolta da Londra quale centro del mercato delle eurodivise, le banche RU hanno registrato di gran lunga il maggiore incremento delle posizioni esterne in valute estere. Esse hanno rappresentato il 42 % dell'espansione totale delle passività ed il 36 % di quella delle attività. Peraltro, la loro quota globale del mercato, già ridotta dal 50 al 47 % nel 1970, è ulteriormente diminuita al 45 %. Come nel 1970, tale flessione va ascritta a tre principali motivi.

Il primo di questi è la crescente importanza della componente rappresentata da valute diverse dal dollaro, rispetto alle quali il predominio di Londra è assai meno pronunciato che non nel caso del dollaro. Difatti, il quadro muta assai sensibilmente ove questi due segmenti del mercato vengano considerati separatamente. Così, si può osservare che la quota coperta dalle banche RU nell'ambito delle posizioni in dollari è scesa nel 1971 soltanto dal 51 al 50%, mentre quella in altre valute estere è salita dal 32 al 33%.

Secondo motivo è stato il ruolo sempre meno importante delle filiali estere delle banche SU a Londra. Mentre le "Altre banche d'oltremare", considerate insieme alle case di accettazione, hanno registrato un incremento del 29% nei loro prestiti in valute estere concessi a non residenti, i prestiti della specie accordati da filiali SU sono aumentati soltanto del 2,5%; occorre tuttavia ricordare che tale situazione pressochè stagnante nasconde uno spostamento dell'ordine di parecchi miliardi di dollari dai prestiti accordati alle sedi centrali a quelli concessi principalmente fuori degli Stati Uniti. La quota globale di crediti di filiali SU verso non residenti, già ridottasi dal 65 al 57% nel 1970, è ulteriormente diminuita nel 1971 sino al 51%. In effetti, lo scorso anno le banche SU hanno impiegato gran parte delle loro nuove risorse presso altre banche di Londra, le quali a loro volta hanno reimpiegato all'estero la maggior parte dei fondi medesimi. La più rapida espansione nei crediti esterni in valuta estera è stata conseguita, con un aumento del 63,5%, dalle "Altre banche estere ed affiliate" di Londra.

Il terzo motivo è stata l'ampia ulteriore espansione dei prestiti delle banche RU, a residenti, di valuta estera mutuata da non residenti. Ciò appare evidente dal fatto che, dell'aumento di \$1,2 miliardi registrato durante il 1971 dalle passività nette in valuta estera delle banche RU verso non residenti, due terzi, pari a \$0,8 miliardi, hanno trovato contropartita in un aumento dei crediti netti in valuta estera verso residenti. Gran parte di tali prestiti ha avuto lo scopo di finanziare gli investimenti d'oltremare di compagnie del Regno Unito.

Le Banche Francesi hanno registrato, dopo quelle RU, il più ampio incremento delle passività esterne in valute estere; queste sono infatti aumentate di \$4,8 miliardi mentre le attività sono cresciute di \$3,7 miliardi. Il conseguente aumento da \$0,9 a 2 miliardi nella loro posizione debitoria esterna netta ha rispecchiato assai da vicino la crisi dei mercati valutari. Infatti, nel trimestre estivo le passività esterne nette in dollari delle banche francesi sono salite di \$0,5 miliardi; dal momento che quelle in altre valute estere sono pure aumentate di \$0,1 miliardi e che i crediti netti in dollari verso residenti sono diminuiti, tutti questi fondi sono stati evidentemente convertiti in franchi francesi. Probabilmente è accaduto che le banche hanno venduto i dollari soprattutto per coprire i loro acquisti a termine di tale valuta dai loro clienti. Inoltre, le loro passività nette esterne in valuta nazionale sono salite di \$0,6 miliardi, sì che nel terzo trimestre si è verificato un afflusso netto di \$1,2 miliardi attraverso il sistema bancario.

Le Banche Olandesi, pure nel terzo trimestre, hanno diminuito di \$0,4 miliardi le loro attività nette in dollari, utilizzando peraltro il ricavo per ridurre la loro posizione debitoria netta in altre divise estere.

**Passività e attività esterne, in valute nazionali ed estere,  
di banche del singoli paesi dichiaranti.**

Paesi	Fine mese	Passività		Attività		Posizione netta		
		Valuta nazionale	Valuta estera	Valuta nazionale	Valuta estera	Valuta nazionale	Valuta estera	Totale
		milioni di dollari SU						
Belgio-Lussemburgo	1970 Dicembre	620	6.810	390	6.300	— 230	— 510	— 740
	1971 Marzo	670	7.670	390	7.160	— 280	— 510	— 790
	Giugno	720	8.020	450	7.580	— 270	— 440	— 710
	Settembre	790	8.970	470	8.560	— 320	— 410	— 730
	Dicembre	890	10.500	480	10.120	— 410	— 380	— 790
Francia . . .	1970 Dicembre	1.290	9.150	340	8.260	— 950	— 890	— 1.840
	1971 Marzo	1.350	9.550	270	8.620	— 1.080	— 930	— 2.010
	Giugno	1.310	11.320	370	9.990	— 940	— 1.330	— 2.270
	Settembre	2.110	12.430	520	10.510	— 1.590	— 1.920	— 3.510
	Dicembre	1.810	13.900	570	11.950	— 1.240	— 1.950	— 3.190
Germania . .	1970 Dicembre	4.930	2.900	1.840	2.320	— 3.090	— 580	— 3.670
	1971 Marzo	4.460	2.760	2.380	2.560	— 2.080	— 200	— 2.280
	Giugno	4.150	2.320	2.790	2.370	— 1.360	50	— 1.310
	Settembre	4.150	2.340	2.740	2.230	— 1.410	— 110	— 1.520
	Dicembre	6.050	3.110	2.160	2.790	— 3.890	— 320	— 4.210
Italia . . . .	1970 Dicembre	580	9.390	350	9.340	— 230	— 50	— 280
	1971 Marzo	720	8.730	330	8.630	— 390	— 100	— 490
	Giugno	800	8.880	360	8.980	— 440	100	— 340
	Settembre	800	9.240	260	9.660	— 540	420	— 120
	Dicembre	890	12.410	230	12.550	— 660	140	— 520
Paesi Bassi .	1970 Dicembre	1.110	4.020	620	4.270	— 490	250	— 240
	1971 Marzo	1.150	4.420	530	4.700	— 620	280	— 340
	Giugno	1.100	4.520	580	4.820	— 520	300	— 220
	Settembre	1.220	4.610	560	5.070	— 660	460	— 200
	Dicembre	1.270	4.940	660	5.610	— 810	670	60
Regno Unito .	1970 Dicembre	4.430	36.410	1.000	35.290	— 3.430	— 1.120	— 4.550
	1971 Marzo	4.590	36.870	850	35.530	— 3.740	— 1.340	— 5.080
	Giugno	4.650	39.440	1.060	37.800	— 3.590	— 1.640	— 5.230
	Settembre	5.500	41.230	850	39.550	— 4.650	— 1.680	— 6.330
	Dicembre	6.860	45.920	1.070	43.620	— 5.790	— 2.300	— 8.090
Svezia . . . .	1970 Dicembre	280	470	160	740	— 120	270	150
	1971 Marzo	260	620	140	860	— 120	240	120
	Giugno	270	620	130	910	— 140	290	150
	Settembre	250	630	100	940	— 150	310	160
	Dicembre	290	640	120	950	— 170	310	140
Svizzera <sup>1</sup> . . .	1970 Dicembre	5.460	6.140	5.120	11.730	— 340	5.590	5.250
	1971 Marzo	5.890	6.980	5.640	13.620	— 250	6.640	6.390
	Giugno	6.450	7.210	5.840	13.380	— 610	6.170	5.560
	Settembre <sup>2</sup>	6.320	5.630	6.010	10.830	— 310	5.200	4.890
	Dicembre	6.800	6.510	6.280	12.920	— 510	6.310	5.800
Totale . .	1970 Dicembre	18.700	75.290	9.820	78.250	— 8.980	2.960	— 5.920
	1971 Marzo	19.090	77.600	10.530	81.680	— 8.560	4.080	— 4.480
	Giugno	19.450	82.330	11.580	85.830	— 7.870	3.500	— 4.370
	Settembre <sup>2</sup>	21.140	85.080	11.510	87.350	— 9.630	2.270	— 7.360
	Dicembre	24.860	97.930	11.580	100.410	— 13.280	2.480	— 10.800
Canada . . .	1970 Dicembre	750	5.500	190	7.600	— 560	2.100	1.540
	1971 Marzo	790	5.350	430	8.760	— 360	1.410	1.050
	Giugno	800	5.450	270	6.750	— 530	1.300	770
	Settembre	760	5.790	190	6.780	— 570	990	420
	Dicembre	830	6.280	230	6.990	— 600	710	110
Giappone . .	1970 Dicembre	540	5.000	10	7.320	— 530	2.320	1.790
	1971 Marzo	680	4.740	10	6.990	— 670	2.250	1.580
	Giugno	850	4.960	20	7.670	— 830	2.710	1.880
	Settembre	910	5.880	30	7.150	— 880	1.270	390
	Dicembre	940	6.560	60	6.820	— 880	260	— 620

<sup>1</sup> Comprensive passività e attività in eurodivise della BRI.    <sup>2</sup> Nuove serie a partire da settembre 1971.

**Passività e attività esterne, in dollari e altre valute estere,  
di banche dei singoli paesi dichiaranti.**

Paesi	Fine mese	Dollari SU			Tutte le altre valute estere		
		Passività	Attività	Netto	Passività	Attività	Netto
		milioni di dollari SU					
Belgio-Lussemburgo . .	1970 Dicembre	3.730	3.330	— 400	3.080	2.970	— 110
	1971 Marzo	4.340	3.710	— 630	3.320	3.450	130
	Giugno	4.310	3.950	— 360	3.710	3.630	— 80
	Settembre	4.590	4.110	— 480	4.380	4.450	70
	Dicembre	5.090	4.530	— 560	5.410	5.590	180
Francia . . . . .	1970 Dicembre	6.650	6.010	— 640	2.500	2.250	— 250
	1971 Marzo	6.950	6.270	— 680	2.590	2.350	— 240
	Giugno	8.250	7.340	— 910	3.080	2.650	— 430
	Settembre	9.030	7.610	— 1.420	3.410	2.900	— 510
	Dicembre	10.060	8.600	— 1.460	3.840	3.350	— 490
Germania . . . . .	1970 Dicembre	2.690	2.050	— 640	200	260	60
	1971 Marzo	2.570	2.270	— 300	190	290	100
	Giugno	2.100	2.020	— 80	220	350	130
	Settembre	2.070	1.780	— 290	270	440	170
	Dicembre	2.680	2.200	— 480	430	590	160
Italia . . . . .	1970 Dicembre	6.930	6.650	— 280	2.460	2.690	230
	1971 Marzo	6.570	6.290	— 280	2.170	2.340	170
	Giugno	6.330	6.740	410	2.550	2.240	— 310
	Settembre	6.240	6.990	750	3.000	2.670	— 330
	Dicembre	8.150	8.660	510	4.260	3.890	— 370
Paesi Bassi . . . . .	1970 Dicembre	2.090	2.970	880	1.930	1.300	— 630
	1971 Marzo	2.340	3.320	980	2.080	1.380	— 700
	Giugno	2.250	3.470	1.220	2.260	1.350	— 910
	Settembre	2.290	3.140	850	2.320	1.940	— 380
	Dicembre	2.450	3.170	720	2.490	2.440	— 50
Regno Unito . . . . .	1970 Dicembre	31.400	29.250	— 2.150	5.010	6.040	1.030
	1971 Marzo	31.080	29.350	— 1.730	5.790	6.180	390
	Giugno	32.860	30.940	— 1.920	6.580	6.860	280
	Settembre	33.420	31.070	— 2.350	7.810	8.490	680
	Dicembre	36.930	34.140	— 2.790	8.990	9.480	490
Svezia . . . . .	1970 Dicembre	320	520	200	160	230	70
	1971 Marzo	420	600	180	210	260	50
	Giugno	440	610	170	170	300	130
	Settembre	430	620	190	200	320	120
	Dicembre	410	600	190	230	350	120
Svizzera <sup>1</sup> . . . . .	1970 Dicembre	4.890	9.590	4.700	1.250	2.140	890
	1971 Marzo	5.330	10.650	5.320	1.650	2.970	1.320
	Giugno	5.390	10.010	4.620	1.830	3.370	1.540
	Settembre <sup>2</sup>	4.360	8.120	3.760	1.260	2.700	1.440
	Dicembre	5.050	9.820	4.770	1.460	3.000	1.540
Totale . . . . .	1970 Dicembre	58.700	60.370	1.670	16.590	17.880	1.290
	1971 Marzo	59.600	62.460	2.860	18.000	19.220	1.220
	Giugno	61.930	65.080	3.150	20.400	20.750	350
	Settembre <sup>2</sup>	62.430	63.440	1.010	22.650	23.910	1.260
	Dicembre	70.820	71.720	900	27.110	28.690	1.580
Canada . . . . .	1970 Dicembre	5.370	7.430	2.060	130	170	40
	1971 Marzo	5.230	6.570	1.340	120	190	70
	Giugno	5.270	6.520	1.250	180	230	50
	Settembre	5.600	6.520	920	190	260	70
	Dicembre	6.010	6.680	670	270	310	40
Giappone . . . . .	1970 Dicembre	4.680	6.870	2.190	320	450	130
	1971 Marzo	4.460	6.520	2.060	280	470	190
	Giugno	4.700	7.200	2.500	260	480	220
	Settembre	5.690	6.680	990	190	470	280
	Dicembre	6.320	6.220	— 100	240	600	360

<sup>1</sup> Compresa passività e attività in eurodivise della BRI.    <sup>2</sup> Nuove serie a partire da settembre 1971.

Le *Banche Italiane*, al contrario, sono andate contro corrente; tra marzo e settembre esse hanno migliorato la loro posizione esterna netta in dollari portandola da \$0,3 miliardi di passività a \$0,8 miliardi di attività, mentre la loro posizione in altre valute estere è divenuta, da attiva per \$0,2 miliardi, passiva per \$0,3 miliardi.

Tra i paesi dell'Europa continentale le *Banche del Belgio-Lussemburgo* si sono portate al primo posto sotto un duplice profilo. Esse trattano il più ampio volume di affari in eurodivise diverse dal dollaro e sono le più importanti prestatrici dirette a residenti esteri non bancari. Nel 1971 le loro attività lorde in valute estere diverse dal dollaro sono salite dell'88% mentre quelle in marchi tedeschi si sono semplicemente raddoppiate. Inoltre, esse hanno assorbito considerevoli fondi da banche estere reimpiegandoli presso prenditori esteri non bancari; per cui, mentre la loro posizione globale esterna netta è di poco mutata, i loro crediti netti verso non residenti non bancari sono saliti da \$1,5 a 2,5 miliardi. I loro crediti lordi sono aumentati di \$1,4 miliardi, quasi metà dei quali nei confronti della Germania.

Nel caso della Germania, la cui moneta è ampiamente utilizzata per le transazioni in eurodivise e dove, al contrario di gran parte degli altri paesi, le disposizioni ufficiali non fanno distinzione tra posizioni esterne in valuta nazionale o estera, è opportuno considerare il volume globale delle posizioni esterne delle banche. Così facendo, si osserva che nel 1971 l'indebitamento a breve esterno netto delle *Banche Tedesche*, quasi interamente espresso in marchi tedeschi, è cresciuto da \$0,5 a 4,2 miliardi. Gran parte di tale espansione riflette statisticamente le variazioni dei tassi di cambio; l'esiguità dell'aumento reale — circa \$0,1 miliardi — va soprattutto ascritta al divieto di corrispondere interessi ed agli elevati obblighi di riserva imposti sui fondi ottenuti dall'estero. Si è tuttavia verificato un considerevole afflusso di fondi sotto forma di indebitamento a lungo termine e di vendite di attività pure a lungo termine, che non erano stati contemplati dalle disposizioni ufficiali.

Le *Banche Svizzere* sono le principali fornitrici nette di fondi in eurodivise. Nel primo semestre del 1971 esse hanno aumentato i loro prestiti netti esterni in valute estere diverse dal dollaro di \$0,7 miliardi. I loro crediti netti in dollari non hanno praticamente registrato alcuna variazione, ma ciò dipende unicamente da una considerevole riduzione negli impieghi in eurodollari della BRI, i quali sono compresi nelle posizioni sull'estero delle banche svizzere. Le cifre per il terzo trimestre non sono rappresentative a causa della già ricordata interruzione nelle serie statistiche; non di meno è abbastanza evidente la tendenza in quel periodo a detenere attività estere in franchi svizzeri piuttosto che in dollari. Nell'ultimo trimestre, la situazione è comunque tornata normale. Le banche hanno incrementato di \$1,1 miliardi, principalmente costituiti da dollari, le loro attività esterne nette in valute estere. Non sono inclusi nelle variazioni del quarto trimestre, nonchè in considerevole misura anche nelle cifre del primo semestre, i fondi collocati da banche svizzere sull'euromercato a rischio dei propri clienti, e cioè i fondi fiduciari.

Contrariamente alle precedenti tabelle, quelle delle pagine 176 e 177 comprendono le posizioni esterne delle banche canadesi e giapponesi.

Le *Banche Canadesi* hanno ridotto la loro posizione creditoria netta nei confronti degli Stati Uniti di \$1,5 miliardi nel 1971, cosicchè, se il Canada fosse aggregato all'area europea dichiarante, il flusso monetario diretto in tale anno dagli Stati



Uniti al mercato delle eurodivise si ragguaglierebbe a quasi \$8 miliardi. Tuttavia, praticamente l'intera flessione delle attività nette delle banche canadesi verso gli Stati Uniti ha trovato contropartita in una riduzione delle proprie passività in valute estere verso i residenti, mentre non è mutata che di poco la loro posizione netta nei confronti del resto del mondo.

La posizione creditoria esterna netta in valute estere delle *Banche Giapponesi* è salita da \$2,3 a 2,7 miliardi nel primo semestre del 1971, per cadere poi nel secondo a \$0,3 miliardi. Di tale flessione di \$2,4 miliardi, \$1,8 miliardi sono stati peraltro registrati nei confronti degli Stati Uniti, mentre l'indebitamento netto sull'euromercato nei confronti delle banche RU è salito soltanto di \$0,3 miliardi circa.

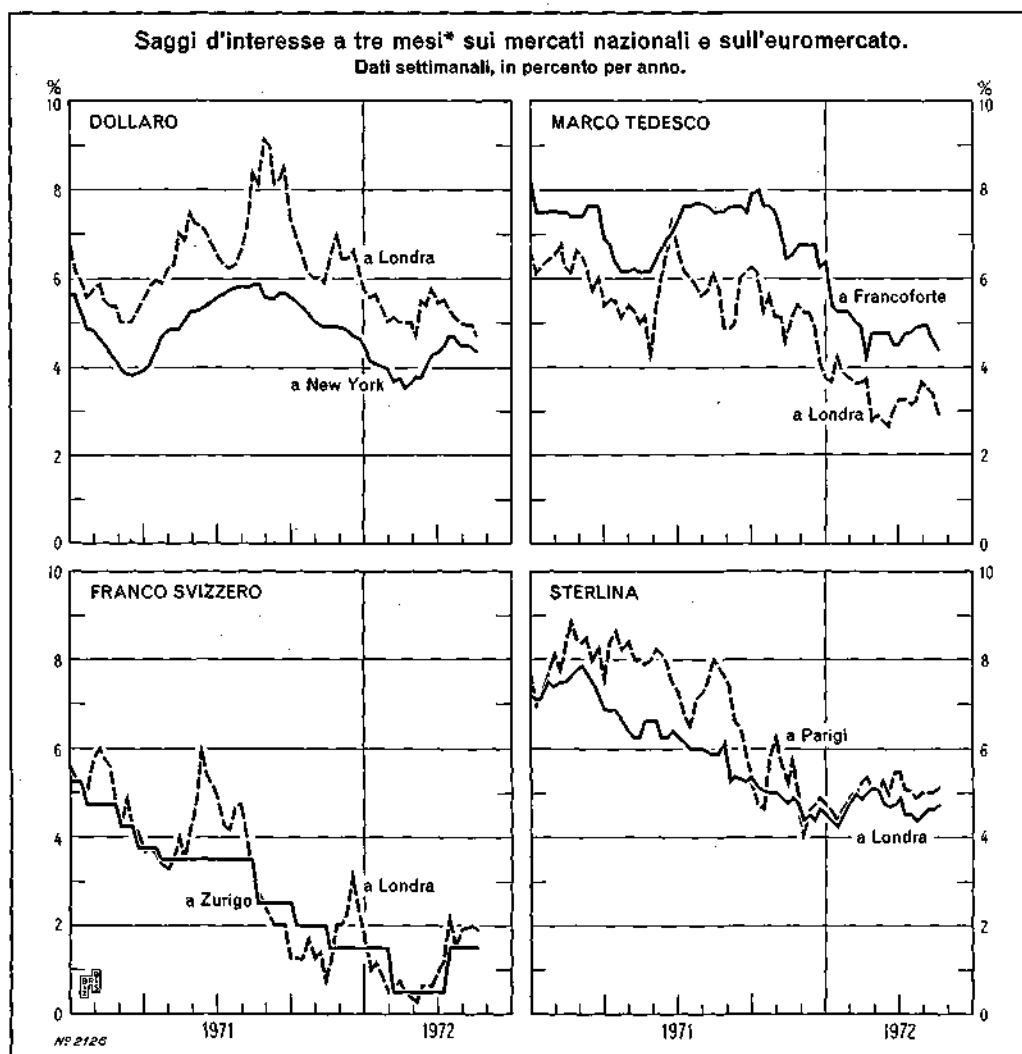
### **Andamento dei saggi d'interesse.**

La tendenza di fondo dei saggi di interesse dell'eurodollaro nel 1971 è stata, come di consueto, dominata dagli eventi occorsi negli Stati Uniti, mentre le crisi monetarie hanno soprattutto influenzato le oscillazioni intorno alla tendenza medesima.

In concomitanza con la flessione dei saggi di interesse SU, il saggio a tre mesi sull'eurodollaro a Londra è caduto in marzo al 5% — e cioè al più basso livello dell'anno — attestandosi così di un buon 7,5% al di sotto dei massimi livelli raggiunti nel 1969; e ciò pur continuando ad offrire un premio soddisfacente rispetto ai corrispondenti saggi degli Stati Uniti. In considerazione dei notevoli rimborsi effettuati da banche SU, questa flessione avrebbe avuto ampiezza anche maggiore non fosse stato per la forte domanda proveniente dalla Germania e per le operazioni di drenaggio valutario poste in essere dalle autorità SU.

Comunque, attesa la rinnovata sostenutezza delle condizioni del mercato monetario SU nel secondo trimestre, i saggi dell'eurodollaro hanno presto ricominciato a salire e, sotto l'influenza sia dei sommovimenti monetari che di fattori stagionali, essi hanno raggiunto l'8,25% ai primi di giugno. Il temporaneo ritorno della calma sui mercati valutari e la liquidazione delle operazioni di fine primo semestre hanno ricondotto le quotazioni al basso livello del 6,5% intorno alla metà di luglio; verso la fine del mese, il nuovo manifestarsi di inquietudini monetarie ha peraltro cominciato una volta di più a spingere verso l'alto i saggi di interesse. In agosto ed ai primi di settembre, il saggio a tre mesi ha talvolta superato il 9%, ma i saggi sono peraltro diminuiti piuttosto bruscamente nel corso di settembre e ottobre scendendo appena sotto al 6% all'inizio di novembre. Le aspettative circa i risultati delle riunioni del Gruppo dei dieci di Roma e Washington, unitamente alle consuete influenze di fine anno, hanno contribuito di nuovo ad una certa sostenutezza dei saggi nella seconda quindicina di novembre. Peraltro, gli ampi rimborsi SU — per cui dal 17 novembre al 15 dicembre le passività delle banche SU verso le loro filiali estere sono cadute da \$3,4 a 1,4 miliardi — hanno contribuito a limitare le pressioni al rialzo.

Successivamente ai riallineamenti dei tassi di cambio, i saggi d'interesse sull'eurodollaro sono scesi nella seconda metà di dicembre, ed a gennaio 1972 il movimento di flessione è stato rafforzato dalla liquidazione delle operazioni di fine anno, nonchè in conseguenza di un sensibile indirizzo di larghezza assunto dalla politica



\* Saggi sui depositi interbancari, con esclusione di dollari a New York (certificati di deposito) e di sterline a Londra (depositi delle autorità locali).

monetaria degli Stati Uniti. A fine mese, tuttavia, un'ulteriore ondata di nervosismo sui mercati valutari ha cominciato a frenare la flessione. Mentre i saggi di interesse SU hanno dapprima continuato a diminuire, le quotazioni a tre mesi dell'eurodollaro si sono stabilizzate al 5% circa; i saggi dell'euromarco tedesco e dell'eurofranco svizzero hanno d'altro canto toccato nuovi minimi nel corso di febbraio. In marzo l'atteggiamento alquanto più fermo della politica monetaria negli Stati Uniti ha temporaneamente fatto sì che l'indebitamento sull'euromercato divenisse attraente per le banche di quel paese e, dopo essere sceso al 4,75% circa ai primi di marzo, il saggio a tre mesi sull'eurodollaro si è attestato al 5,625% verso la fine del mese. Alla metà di maggio, tuttavia, le quotazioni sono cadute sotto al 5%.

E' degno di nota che, rispetto ai guadagni ed alle perdite potenziali derivanti dalle variazioni dei tassi di cambio, il movimento dei saggi dell'eurodollaro nel 1971 sia stato in realtà assai modesto; il che sta ad indicare l'implicita stabilità del mercato.

Per esempio, per compensare una svalutazione del 5 % del dollaro, i saggi a tre mesi avrebbero dovuto crescere ad un saggio annuo di oltre il 20 %, laddove il massimo incremento effettivamente verificatosi durante i periodi di crisi è stato invece dell'ordine del 3 %.

Poichè la fuga dal dollaro ha rappresentato in misura considerevole un movimento verso il marco tedesco ed il franco svizzero, i fattori che hanno spinto verso l'alto i saggi dell'eurodollaro hanno talvolta agito nel senso di flettere quelli delle due valute predette sull'euromercato. Per cui, i saggi dell'euromarco tedesco si sono trovati ad essere bassi all'inizio di giugno ed intorno alla fine di agosto, quando quelli dell'eurodollaro hanno raggiunto i loro massimi livelli. Nell'ultimo trimestre, tuttavia, il movimento discendente del saggio sul marco tedesco ha soprattutto rispecchiato l'andamento dei saggi di interesse del mercato interno tedesco e la flessione dei saggi dell'eurodollaro.

La flessione delle quotazioni è stata particolarmente pronunciata nel caso del franco svizzero, atteso che il saggio a tre mesi è caduto dal 5,5 % circa nei primi due mesi del 1971 ad un minimo dello 0,25 % ai primi di marzo del 1972. Uno dei principali motivi di questa flessione va ricercato nella forte domanda di franchi svizzeri a termine contro dollari dovuta ai cospicui investimenti in quest'ultima valuta di residenti svizzeri. Ciò ha dato luogo ad un considerevole premio a termine sul franco svizzero, che ha annullato, in favore del dollaro, il differenziale sul saggio di interesse; le conseguenti conversioni in franchi svizzeri hanno ovviamente esercitato una corrispondente pressione al ribasso sui tassi dei depositi in franchi svizzeri. Infatti, il saggio sui depositi in eurofranchi svizzeri con scadenza fino ad un mese, nonchè i saggi in Svizzera per il denaro alla giornata, sono stati talvolta quotati vicino o addirittura a zero durante l'ultimo trimestre del 1971 ed il primo del 1972. Durante questo periodo si è verificata la situazione alquanto inconsueta per cui i saggi del franco svizzero sull'euromercato sono stati talvolta sensibilmente più bassi di quelli correnti in Svizzera. Questa costellazione di saggi di interesse è la risultante delle numerose misure adottate dalle autorità svizzere per contrastare l'afflusso di fondi dall'estero. Tale situazione, mentre è relativamente nuova per il franco svizzero, già si era manifestata nel caso del marco tedesco sin dal 1968.

## VI. L'ACCORDO MONETARIO EUROPEO.

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

Nel 1968, in seguito ad un completo riesame del suo funzionamento, l'Accordo è stato prorogato per un periodo di tre anni, conclusosi il 31 dicembre 1971. In pendenza di una generale revisione della sua attività e del suo futuro, esso è stato, senza modificazioni, prorogato di un altro anno.

### Operazioni in base all'Accordo.

*Fondo europeo.* A fine marzo 1971, la consistenza dei crediti ammontava a u.c. 130 milioni\*, rappresentanti esclusivamente crediti accordati alla Turchia.

Nell'ottobre 1970, come descritto nella Relazione dello scorso anno (pagine 190 e 191), il Consiglio decise di accordare alla Turchia crediti per un totale di u.c. 115 milioni, di cui u.c. 75 milioni rappresentavano crediti di refinanziamento destinati a permetterle di consolidare il debito verso il Fondo europeo. Di questi crediti, il tredicesimo — per un ammontare di u.c. 10 milioni — è stato concesso in due "tranches" di u.c. 5 milioni ciascuna e concernenti rimborsi dovuti a tali date. Disponibili rispettivamente il 31 maggio 1971 e il 30 ottobre 1971.

Lo scorso anno, quando l'oro monetario divenne difficilmente ottenibile, in seguito alla sospensione della convertibilità del dollaro SU in oro, alla Turchia furono accordati due ulteriori crediti di refinanziamento, onde permetterle di differire per

\* In base all'articolo 24 dell'Accordo, i conti del Fondo europeo sono calcolati in termini di unità di conto (u.c.) di 0,888 670 88 grammi di oro fino. Questo era il valore in oro di un dollaro SU prima dell'aumento del prezzo ufficiale dell'oro da \$35 a \$38 per oncia di fino, notificato al FMI a far data dall'8 maggio 1972. Fino a tale data il dollaro SU era stato considerato equivalente all'unità di conto nei libri contabili del Fondo europeo.

brevi periodi alcuni pagamenti in oro dovuti al Fondo europeo. Di questi crediti, il quattordicesimo — per un totale di u.c. 5 milioni — disponibile a partire dal 30 ottobre 1971 e da rimborsare il 31 maggio 1972, fu concesso sulla base di una decisione del Comitato di Direzione. Il secondo credito, cioè il quindicesimo, pari a u.c. 7,4 milioni, disponibile il 31 dicembre 1971 e rimborsabile il 30 giugno 1972, fu oggetto di una decisione del Consiglio. I crediti recano saggi d'interesse rispettivamente del 3 e del 2% all'anno. Inoltre nel marzo 1972 il Consiglio ha deciso che il rimborso di u.c. 5 milioni, rappresentante la seconda quota dell'undicesimo credito, che la Turchia avrebbe dovuto effettuare alla fine di quel mese, fosse differito alla fine di maggio 1972.

In base ad una decisione presa dal Consiglio nel marzo 1972, alla Turchia è stato concesso un ulteriore credito di refinanziamento di u.c. 25 milioni per il consolidamento di quella parte del suo credito non coperto dall'operazione dell'ottobre

**AME: Utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo.**

Dopo le operazioni del mese	Grecia		Islanda		Spagna		Turchia		Totali		
	Dispo- nibile e non pre- levato	Pre- lievi	Dispo- nibile e non pre- levato	Pre- lievi	Dispo- nibile e non pre- levato	Pre- lievi	Dispo- nibile e non pre- levato	Pre- lievi	Dispo- nibile e non pre- levato	Pre- lievi	Totale crediti con- cessi
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	—	—	—	—	90,0	5,0	90,0	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 Dicembre . .	—	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
Ottobre . . .	—	—	—	—	—	—	—	125,0	—	125,0	125,0
Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	127,4	—	127,4	127,4
1972 Marzo . . .	—	—	—	—	—	—	—	127,4	—	127,4	127,4

1970. Questo credito, il sedicesimo, è stato reso disponibile per il 31 maggio 1972 ed è rimborsabile in quattro quote di u.c. 6,25 milioni ciascuna, da versarsi alla fine di ciascun trimestre del 1976. Esso reca un saggio d'interesse del 3,5 % all'anno.

Il 31 maggio 1971 la Turchia ha rimborsato la seconda quota del settimo credito, pari a u.c. 5 milioni ed ha prelevato la stessa somma, rappresentante la prima "tranche" del tredicesimo credito.

Il 30 ottobre 1971 la Turchia ha effettuato rimborsi per un totale di u.c. 15 milioni, a copertura dell'ultima quota del sesto credito (u.c. 5 milioni) e della prima quota dell'undicesimo (u.c. 10 milioni). Alla stessa data essa ha proceduto a prelievi per un ammontare di u.c. 10 milioni, rappresentanti l'ultima "tranche" (u.c. 5 milioni) del tredicesimo credito e l'intero ammontare del quattordicesimo.

Infine, il 31 dicembre 1971, la Turchia ha rimborsato la prima quota del dodicesimo credito u.c. 5 milioni) e prelevato l'intera somma del quindicesimo (u.c. 7,4 milioni).

Tutte queste operazioni sono incluse nella tabella della pagina 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 1969 e per ciascun mese in cui si sono verificate transazioni dalla fine del 1969 al marzo 1972.

Dai crediti concessi tra il giugno 1959, quando venne effettuato il primo prelievo, e il marzo 1972, sono stati eseguiti quarantadue prelievi per un importo globale di u.c. 541,9 milioni; di questo ammontare sono stati rimborsati u.c. 414,5 milioni. L'importo in essere a fine marzo 1972 ammontava pertanto a u.c. 127,4 milioni. Tenendo conto del summenzionato credito di refinanziamento, concesso nel marzo 1972, la Turchia deve rimborsare u.c. 32,4 milioni nel 1972, u.c. 20 milioni nel 1973, u.c. 25 milioni nel 1974, u.c. 25 milioni nel 1975 e u.c. 25 milioni nel 1976.

*Sistema multilaterale di regolamenti.* Durante l'anno conclusosi il 31 marzo 1972, le disposizioni del Sistema multilaterale di regolamenti hanno dovuto essere applicate in varie occasioni. Tuttavia, nessun importo è stato in realtà oggetto di regolamenti, in quanto i saggi per la conversione in dollari applicabili in virtù del Sistema — e cioè i cambi alla vendita per dollari SU e notificati da ultimo dai paesi membri — erano meno vantaggiosi di quelli prevalenti sui mercati dei cambi. L'importo cumulativo dei regolamenti ammonta pertanto ancora a \$82,6 milioni, che è il livello raggiunto nell'agosto 1969.

a) In seguito alla crisi monetaria del maggio 1971, Austria e Svizzera rivalutarono le loro monete rispettivamente del 5,05 % e del 7,07 % e notificarono nuovi cambi all'acquisto e alla vendita a partire dal 10 maggio 1971. Contemporaneamente, Germania e Paesi Bassi decisero di lasciar fluttuare le loro valute e sospesero i cambi all'acquisto e alla vendita per dollari SU. In analogia alla procedura applicata nel settembre 1969, quando per la prima volta la Germania sospese temporaneamente i suoi cambi all'acquisto e alla vendita, anche in questa occasione sono stati fissati speciali regolamenti per i saldi in queste due valute, in base all'articolo 13.

La sospensione dei cambi alla vendita per dollari SU, da parte della Germania e dei Paesi Bassi, ha lasciato i paesi membri senza un predeterminato rapporto di conversione tra marco tedesco e fiorino olandese da un lato e dollaro dall'altro. Inoltre, mentre nel settembre 1969 la garanzia di cambio prevista dall'Accordo fu presto ripristinata con la dichiarazione dei nuovi cambi all'acquisto e alla vendita, si poteva prevedere in questa occasione che la fluttuazione sarebbe durata più a lungo. Nella sua riunione del giugno 1971, il Consiglio di amministrazione prese in esame la situazione ed i rappresentanti dei due paesi in questione dichiararono che, sebbene i loro paesi avessero sospeso il cambio alla vendita per dollari SU, esso avrebbe continuato ad essere applicabile per gli scopi della garanzia di cambio prevista dall'Accordo: in particolare, nel caso dei Paesi Bassi, per gli importi in essere prima della sospensione dei margini e nel caso della Germania anche per i saldi acquisiti successivamente. L'Agente ha trasmesso queste dichiarazioni a tutte le banche centrali partecipanti.

b) In seguito alla sospensione della convertibilità del dollaro SU in oro nell'agosto 1971, si sono dovuti fissare regolamenti speciali in conformità con l'articolo 14 dell'Accordo. Questo articolo stabilisce che, in caso di restrizioni, nella politica di acquisto e vendita dell'oro, introdotte dalle autorità monetarie SU nei confronti di uno dei paesi membri, tutti gli altri membri possono notificare i saldi, detenuti in valute di altri paesi AME, che essi desiderano regolare mediante il Sistema multilaterale.

In conseguenza delle misure americane, la maggior parte dei paesi membri ha preso immediati provvedimenti in relazione ai propri cambi all'acquisto e alla vendita, notificati in base all'articolo 9.

Austria, Danimarca, Norvegia, Portogallo, Svezia, Svizzera e Regno Unito hanno sospeso i loro cambi all'acquisto per dollari SU, mentre hanno mantenuto invariati quelli alla vendita.

Altri tre paesi (oltre alla Germania ed ai Paesi Bassi, di cui si è detto sopra al punto [a]), e cioè Belgio, Italia e Spagna, hanno sospeso i loro cambi sia all'acquisto che alla vendita, pur dichiarando che quelli alla vendita per dollari SU sarebbero rimasti in vigore per gli scopi della garanzia di cambio dell'Accordo, con una limitazione, tuttavia, simile a quella applicabile per i saldi in fiorini, in base alla quale la garanzia si riferisce solo agli importi in essere prima della sospensione del cambio alla vendita.

L'Islanda, pur mantenendo la parità della sua corona con il dollaro SU, ha ampliato i margini di cambio dallo 0,114 all'1,0% esatto, da entrambi i lati della parità.

La Francia ha annunciato che, con l'introduzione nel paese di un doppio mercato di cambi, la garanzia era applicabile solo ai saldi detenuti nei "conti esteri" in franchi, e non a quelli nei "conti finanziari".

In una sua riunione dell'agosto 1971, il Consiglio di amministrazione ha preso in esame le misure adottate dai vari paesi membri in seguito alla sospensione della convertibilità del dollaro SU in oro. Il Consiglio ha convenuto che nei casi summenzionati, in cui la garanzia di cambio veniva mantenuta, o conservando invariato il cambio alla vendita o facendo specifiche dichiarazioni all'atto della sua sospensione,

non era necessario fissare speciali regolamenti in base all'articolo 13, in quanto i saldi ufficiali potevano essere regolati alla fine di ciascun mese allo stesso cambio alla vendita adottato fino ad allora.

c) Nel dicembre 1971, in relazione al riallineamento delle monete, tutti i paesi membri, ad eccezione della Grecia e dell'Islanda, notificarono nuovi cambi all'acquisto e alla vendita. Alla fine dell'anno, pertanto, tutti i paesi AME avevano annunciato i nuovi margini oltre i quali non avrebbero permesso alle loro monete di fluttuare. Ad esclusione della Grecia, dell'Islanda e della Turchia, tutti i paesi membri applicano attualmente margini del 2,25 % da entrambi i lati dei tassi centrali di parità.

Con l'annuncio di nuovi cambi all'acquisto e alla vendita, le restrizioni quantitative transitoriamente applicate ai saldi in franchi belgi, lire italiane, fiorini olandesi e pesetas spagnole sono venute a cessare. Di conseguenza, le sole limitazioni quantitative tutt'ora valide in base alla garanzia di cambio dell'Accordo sono quelle istituite nel 1963 nei rapporti fra la Banca d'Inghilterra e ciascuna delle altre banche centrali AME. Per i saldi in franchi belgi e francesi continuano ad esservi limitazioni concernenti la provenienza dei fondi coperti dalla garanzia di cambio. Essa quindi non si applica ai franchi francesi detenuti nei "conti finanziari". Per quanto concerne i franchi belgi, in base ad una norma applicabile dall'entrata in vigore dell'Accordo, i saldi coperti dalla garanzia di cambio non comprendono quelli derivanti da transazioni sul mercato libero.

#### **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 1971, la consistenza dei crediti che all'inizio delle operazioni ammontava a u.c. 35 milioni (crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia trasferiti dall'UEP) era di u.c. 139,3 milioni; di questo importo, u.c. 130 milioni costituivano crediti in essere e u.c. 9,3 milioni rappresentavano il saldo dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Nell'ottobre 1971 il totale diminuì di u.c. 5 milioni fino a u.c. 134,3 milioni, in seguito al rimborso di crediti effettuato dalla Turchia. Come più sopra menzionato, questo è stato l'unico rimborso non accompagnato da prelievi di eguale entità. Nel dicembre 1971, il totale è diminuito al netto di u.c. 0,6 milioni in seguito all'undicesimo rimborso (u.c. 3,0 milioni) per ammortamento di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia, nonché per i rimborsi (u.c. 5 milioni) e per i prelievi sui crediti (u.c. 7,4 milioni) effettuati, come già si è detto, dalla Turchia. Pertanto, la consistenza dei crediti raggiungeva, a fine marzo 1972, la cifra di u.c. 133,7 milioni, di cui u.c. 127,4 milioni costituivano crediti in essere e u.c. 6,3 milioni crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia.

Durante l'anno conclusosi a fine marzo 1972, le attività non liquide del Fondo sono pertanto diminuite di u.c. 5,6 milioni. Insieme alle entrate nette non distribuite che, durante il periodo, sono ammontate a u.c. 6,9 milioni, le risorse liquide del Fondo sono aumentate da u.c. 106,9 milioni a fine marzo 1971 a u.c. 119,5 milioni a fine marzo 1972.



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	Consi- stenza 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 . . . .	96,8	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 Dicembre . . . .	106,8	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 . . . . .	106,8	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
Aprile . . . . .	107,2	123,5	297,9	139,3	668,0	607,5	60,5
Maggio . . . . .	107,4	123,5	297,9	139,3	668,2	607,5	60,7
Giugno . . . . .	110,0	123,5	297,9	139,3	670,8	607,5	63,3
Luglio . . . . .	109,7	123,5	297,9	139,3	670,4	607,5	62,9
Agosto . . . . .	109,9	123,5	297,9	139,3	670,7	607,5	63,2
Settembre . . . . .	110,2	123,5	297,9	139,3	671,0	607,5	63,5
Ottobre . . . . .	115,6	123,5	297,9	134,3	671,3	607,5	63,8
Novembre . . . . .	115,9	123,5	297,9	134,3	671,7	607,5	64,2
Dicembre . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,7	607,5	67,2
1972 Gennaio . . . . .	119,1	123,5	297,9	133,7	674,3	607,5	66,8
Febbraio . . . . .	119,4	123,5	297,9	133,7	674,5	607,5	67,0
Marzo . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,6	607,5	67,1

Nel periodo sotto rassegna non vi è stata alcuna richiesta di versamento di capitale; l'importo delle contribuzioni non versate da parte dei paesi membri è pertanto rimasto invariato a u.c. 297,9 milioni. A fine marzo 1972 le contribuzioni versate dai paesi membri ammontavano a u.c. 38 milioni che, congiuntamente all'importo di u.c. 148 milioni trasferito dall'UEP, portavano il capitale del Fondo a u.c. 186 milioni. L'importo di u.c. 607,5 milioni, riportato sotto la voce "capitale" nel passivo della situazione dei conti del Fondo, comprende anche gli importi non versati, or ora menzionati, e il saldo inutilizzato del capitale UEP pari a \$ SU 123,5 milioni.

Nell'anno civile 1971 le entrate nette hanno raggiunto il livello di u.c. 8,3 milioni, cioè solo u.c. 0,3 milioni in meno rispetto alla quota senza precedenti raggiunta

nel 1970. Una contrazione, rispetto al 1970, nei rendimenti derivanti dagli investimenti liquidi del Fondo in dollari non è stata pienamente compensata dall'aumento delle entrate per interessi su crediti prelevati, dovuto al più elevato livello di quelli in essere. Ciò ha portato il totale cumulativo delle entrate nette percepite dall'inizio delle operazioni a u.c. 78,8 milioni. Il calcolo degli interessi da corrispondere sulle contribuzioni versate dai paesi membri è stato effettuato con lo stesso criterio adottato in precedenza, in base al quale l'importo cumulativo degli interessi pagati a ciascun paese membro 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 1971 gli interessi corrisposti sono ammontati a u.c. 1,2 milioni, portando così l'importo cumulativo degli interessi finora versati in oro ai paesi membri a u.c. 12,3 milioni. Sull'importo di u.c. 38 milioni di contribuzioni versate, ciò corrisponde ad un saggio d'interesse medio del 2,6% all'anno. A fine gennaio 1972, dopo aver effettuato il pagamento degli interessi sulle contribuzioni relativamente al secondo semestre del 1971, le entrate nette non distribuite ammontavano a u.c. 66,8 milioni. Di questo importo, u.c. 58,6 milioni equivalevano alla quota che, nelle entrate nette del Fondo, era da attribuire al capitale dell'UEP (u.c. 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 ed agisce in qualità di consulente del Consiglio dell'OCSE su tutte le materie ad esso connesse. Il Comitato segue altresì la situazione economica e finanziaria dei paesi partecipanti sulla base dei 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 1971, il Signor Hay, Vice Presidente del Consiglio di amministrazione 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 informazioni riservate relative alla conclusione e all'utilizzo di accordi bilaterali attraverso i quali la moneta di un paese AME riceve uno speciale sostegno.

## VII. ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

La Banca ha continuato a svolgere la preminente funzione di centro destinato a facilitare la cooperazione tra le banche centrali, lavorando in stretta unione con esse per dare esecuzione alle politiche concordate, partecipando a numerosi comitati tecnici e, se necessario, collaborando ad azioni intese ad alleggerire pressioni sui singoli mercati. In altre aree, le relazioni di affari della Banca con le banche centrali hanno continuato ad espandersi.

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 funzionari 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 interessanti le banche centrali stesse. 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 si riuniscono regolarmente, per lo più a Basilea. Recentemente anche le banche centrali di Danimarca, Irlanda, Norvegia e Regno Unito hanno cominciato a partecipare a queste riunioni CEE. Sono state inoltre organizzate riunioni di altri gruppi di esperti delle banche centrali allo scopo di favorire uno scambio di idee su vari problemi tecnici e giuridici di comune interesse.

Durante lo scorso anno, la Banca ha continuato ad esercitare le funzioni, conferite 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. Essa accentra e diffonde anche dati statistici relativi al mercato delle eurodivise. Ha inoltre continuato a partecipare ad altri lavori del Gruppo dei dieci e dell'OCSE.

### 2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio e il conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1972, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione. Entrambi sono espressi in franchi oro.\*

---

\* Qualora non sia indicato diversamente, tutti gli importi riportati in questo capitolo sono espressi in franchi oro (abbreviati in F). 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 diverso da quello seguito per gli esercizi precedenti; per ciascuna moneta, la conversione è fatta sulla base della parità aurea o del "tasso centrale" rispetto al dollaro SU, quest'ultimo calcolato a \$ SU 38 per oncia di fino.

La presentazione del bilancio ha subito un'importante modifica; il "Passivo" è stato infatti suddiviso in due colonne, e precisamente prima e dopo la ripartizione dell'utile netto, sulla base delle raccomandazioni che il Consiglio di amministrazione rivolgerà all'Assemblea generale ordinaria del 12 giugno 1972. Questa nuova presentazione ha lo scopo di facilitare la lettura del bilancio, incorporando in esso elementi che figurano negli allegati annessi alla fine della Relazione.

\* \* \*

Il totale del bilancio al 31 marzo 1972 ha raggiunto il massimo importo finora registrato a fine di esercizio e precisamente

F 29.362.151.157

contro, al 31 marzo 1971,

F 23.856.469.498

L'aumento di

F 5.505.681.659

— pari al 23 % — è stato quindi assai rilevante.

E' tuttavia da rilevare che una parte importante di questo aumento va ascritta ad un deposito a breve termine ricevuto per un periodo eccedente la fine dell'esercizio. In senso inverso, gli aggiustamenti del valore di alcune valute, verificatisi durante l'esercizio, particolarmente in seguito all'accordo di Washington nel dicembre 1971, si sono tradotti in una corrispondente riduzione netta, nelle passività e nelle attività, dell'ordine di 1.150 milioni di franchi.

Il totale della situazione mensile dei conti è aumentato assai regolarmente sino alla fine di novembre 1971, quando ha raggiunto la punta massima di 30.655 milioni di franchi; a fine dicembre esso è sceso pressappoco al livello con cui ha concluso l'esercizio.

**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
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
1972	29.362	+ 5.506	+ 23

Nel bilancio non sono compresi:

- 1) l'oro, gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto di banche centrali e altri depositanti;
- 2) 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

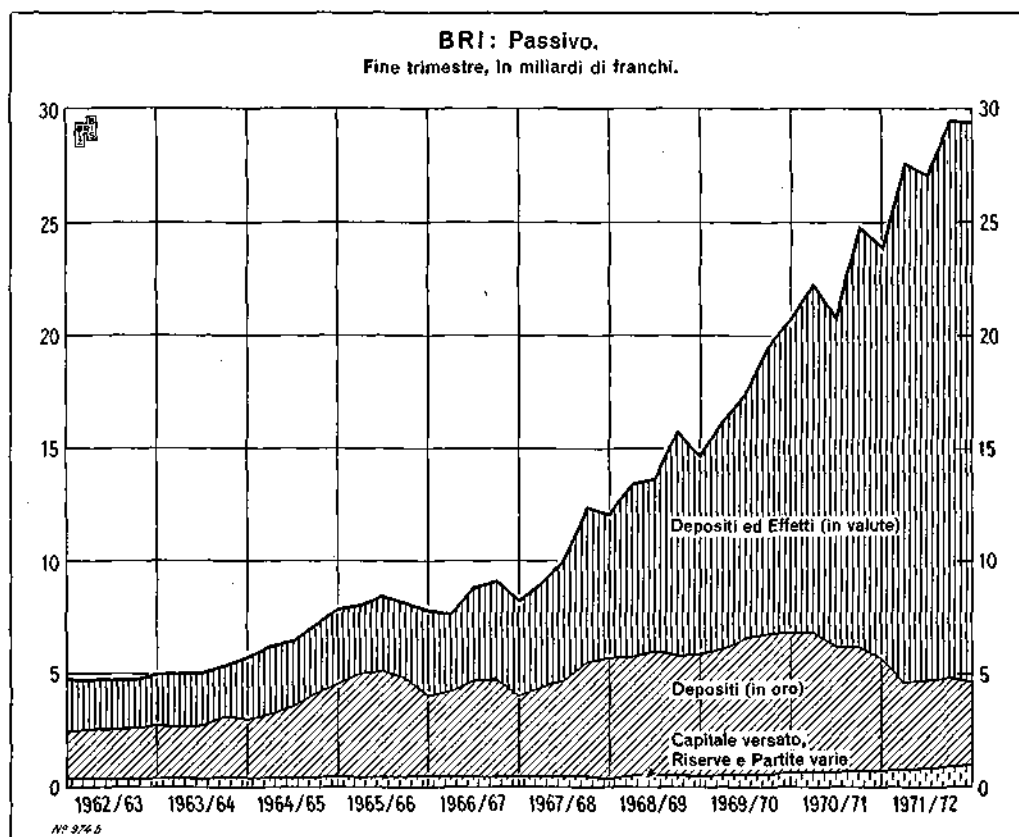
Sviluppo Economico in connessione con l'Accordo monetario europeo, di Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonché di Fiduciario per il servizio di prestiti pubblici internazionali.

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		Variazioni
	1971	1972	
	milioni di franchi		
Oro in custodia . . . . .	959	969	+ 11
Saldi bancari . . . . .	15	19	+ 4
Effetti e altri titoli . . . . .	499	400	- 99
Totale dei conti non inclusi nel bilancio .	1.472	1.388	- 84

**PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE).**



A. Capitale, riserve, accantonamenti e passività diverse.

a) Capitale versato

F 300.703.125

contro 290,5 milioni di franchi al 31 marzo 1971, pari a un aumento di 10,2 milioni.

In effetti la Banca, in conformità dell'articolo 6 dello Statuto, ha proceduto, alla fine di giugno 1971, ad una nuova emissione di azioni della terza "tranche" del suo capitale, la cui sottoscrizione è riservata alle banche centrali. In seguito a questa emissione, la Banca di Riserva del Sud Africa 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 nuova emissione, sono state sottoscritte complessivamente 16.400 azioni. Il Consiglio di amministrazione ha fissato il prezzo di sottoscrizione a 1.125 franchi per azione. Poichè le azioni della Banca sono liberate nella misura del 25 %, ossia di 625 franchi per azione, il prezzo di sottoscrizione comprendeva un premio di emissione di 500 franchi per azione, pari all'80 % dell'importo versato. Il totale dei premi derivanti da questa emissione di azioni della terza "tranche" è quindi ammontato a 8,2 milioni di franchi ed è stato devoluto per 1.025.000 franchi al "Fondo di riserva legale" e per 7.175.000 franchi al "Fondo di riserva generale".

Come risultato delle operazioni sopra citate, il numero delle azioni emesse e liberate nella misura del 25 % è cresciuto da 464.725 a 481.125. Il "Capitale emesso" della Banca è così aumentato da 1.161,8 a 1.202,8 milioni di franchi, mentre il "Capitale non versato" è salito da 871,4 a 902,1 milioni di franchi.

b) Riserve

1) *Fondo di riserva legale*

F 30.070.313

contro 29 milioni di franchi al 31 marzo 1971; l'aumento di 1,1 milioni proviene dalla summenzionata devoluzione al Fondo di parte dei premi percepiti dalla Banca,

allo scopo di mantenerne il livello al 10% del "Capitale versato".

2) *Fondo di riserva generale*

- prima della ripartizione dell'utile netto per il 1971-72  
contro 100 milioni di franchi al 31 marzo 1971; l'aumento di 44,1 milioni è dovuto per 7,1 milioni alla precipitata devoluzione al Fondo della maggior parte dei premi percepiti dalla Banca, e per 37 milioni ad un trasferimento dall'utile netto del 1970-71; F 144.133.210
- dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1971-72  
la quota di utile netto da trasferire al Fondo è quindi pari a 61 milioni di franchi. F 205.133.210

3) *Fondo speciale di riserva per dividendi*

- prima della ripartizione dell'utile netto per il 1971-72  
contro 22 milioni di franchi al 31 marzo 1971; l'aumento di 14,8 milioni rappresenta l'importo trasferito dall'utile netto per il 1970-71; F 36.807.964
- dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1971-72  
in base alla raccomandazione di trasferire al Fondo 24,4 milioni di franchi dell'utile netto. F 61.207.964

4) *Fondo di riserva libero*

- prima della ripartizione dell'utile netto per il 1971-72  
contro 98 milioni di franchi al 31 marzo 1971; l'aumento di 22,2 milioni rappresenta l'importo trasferito dall'utile netto per il 1970-71; F 120.200.000
- dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1971-72  
La proposta di trasferimento al Fondo dell'utile netto è di 36,6 milioni di franchi. F 156.800.000

Le riserve totali della Banca ammontano pertanto:

- prima della ripartizione dell'utile netto per il 1971-72 a  
contro 249 milioni di franchi al 31 marzo 1971, pari ad un incremento di 82,2 milioni; F 331.211.487
- dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1971-72 a  
il che equivale ad un ulteriore aumento di 122 milioni. F 453.211.487

c) Le "Partite varie" sono aumentate a

contro 50,7 milioni di franchi, pari ad un aumento di 47,7 milioni.

F 98.419.824

d) Accantonamento per costruzioni

F 82.065.109

contro 80,7 milioni di franchi; questo leggero incremento va ascritto ad una differenza di cambio. Da rilevare che il Consiglio di amministrazione non ha ritenuto necessario quest'anno di alimentare l'accantonamento in questione.

e) Conto profitti e perdite

F 148.832.656

Questa cifra corrisponde all'utile netto per l'esercizio 1971-72; essa presenta un aumento di 49,4 milioni di franchi rispetto all'utile netto di 99,4 milioni conseguito nel precedente esercizio; i dettagli delle proposte di ripartizione dell'utile netto per il 1971-72 sono contenuti nel paragrafo 6 di questo capitolo; tali proposte, di cui si è già fatta frequentemente menzione a proposito dell'andamento delle riserve, raccomandano in particolare di destinare, alla data del 1° luglio 1972, un importo di 26.832.656 franchi al pagamento del dividendo.

**BRI: Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari.**

Fine esercizio (31 marzo)	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale del bilancio
milioni di franchi				
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
1972*	754	28.401	207	29.362

\*Dopo la ripartizione dell'utile netto dell'anno.

**B. Fondi ricevuti in prestito.**

Le due tabelle che seguono riportano l'*origine*, la *natura*, e la *scadenza* delle risorse ricevute in prestito dalla Banca.

**BRI: Origine delle risorse ricevute in prestito.**

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1971	1972	
milioni di franchi			
Depositi di banche centrali . . . . .	22.104	27.125	+ 5.021
Depositi di altri depositanti . . . . .	515	792	+ 277
Effetti . . . . .	467	484	+ 17
Totale . . . . .	23.086	28.401	+ 5.315



Tutte le categorie di fondi ricevuti in prestito sono aumentate di volume. Il forte aumento dei "Depositi di banche centrali" (+ 23 %, cioè la stessa percentuale già registrata nel precedente esercizio) è all'origine di gran parte dell'aumento nel totale del bilancio e risulta essenzialmente da un deposito a breve per un periodo eccedente la fine dell'esercizio. L'espansione dei "Depositi di altri depositanti" è stata assai pronunciata in valori percentuali (+ 54 %). Il modesto aumento degli "Effetti", tutti espressi in franchi svizzeri, va integralmente ascritto alla rivalutazione di cui questa moneta è stata oggetto nel corso dell'esercizio.

Va rilevato che l'aliquota di ciascuna di queste tre voci rispetto al totale delle risorse prese a prestito non è variata molto nel corso dell'esercizio finanziario, continuando la prima a rappresentare la quasi totalità dei fondi presi a prestito.

**BRI: Natura e scadenza delle risorse ricevute in prestito.**

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Fine esercizio		Varia- zione	Fine esercizio		Varia- zione	Fine esercizio		Varia- zione
	1971	1972		1971	1972		1971	1972	
milioni di franchi									
A vista . . . . .	2.846	3.219	+ 373	96	69	- 27	—	—	—
Fino a 3 mesi . . . . .	1.691	112	- 1.579	16.748	21.767	+ 5.019	—	—	—
Ad oltre tre mesi . . . . .	402	369	- 33	836	2.381	+ 1.545	467	484	+ 17
Totale . . . . .	4.939	3.700	- 1.239	17.680	24.217	+ 6.537	467	484	+ 17

a) Depositi in oro

F 3.700.032.951

contro 4.939 milioni di franchi al 31 marzo 1971; la contrazione di 1.239 milioni, pari al 25 %, è dovuta alla riduzione dei depositi vincolati, soprattutto di quelli con scadenza fino a tre mesi, il cui volume si è molto ridotto. La contrazione è da attribuirsi a due fattori:

- 1) i cospicui ritiri effettuati da una banca centrale che ne ha utilizzato l'importo per liquidare le operazioni in essere con la Banca;
- 2) la conversione di depositi vincolati in depositi a vista, in considerazione del fatto che la Banca ha visto gradualmente ridursi le possibilità di utilizzare oro in maniera remunerativa. Queste conversioni spiegano l'aumento dei depositi a vista, categoria che è stata, comunque, oggetto di qualche prelievo.

b) Depositi in valute

F 24.217.208.314

contro 17.680 milioni di franchi al 31 marzo 1971, pari ad un aumento di 6.537 milioni o del 37 %. Ancora una volta la principale fonte dell'incremento è da ascrivere

al deposito a scadenza eccedente la fine esercizio, già menzionato in precedenza e che spiega l'aumento dei fondi con scadenza fino a tre mesi. Le altre nuove risorse sono soprattutto consistite in depositi con scadenza ad oltre tre mesi, il cui volume si è in pratica triplicato.

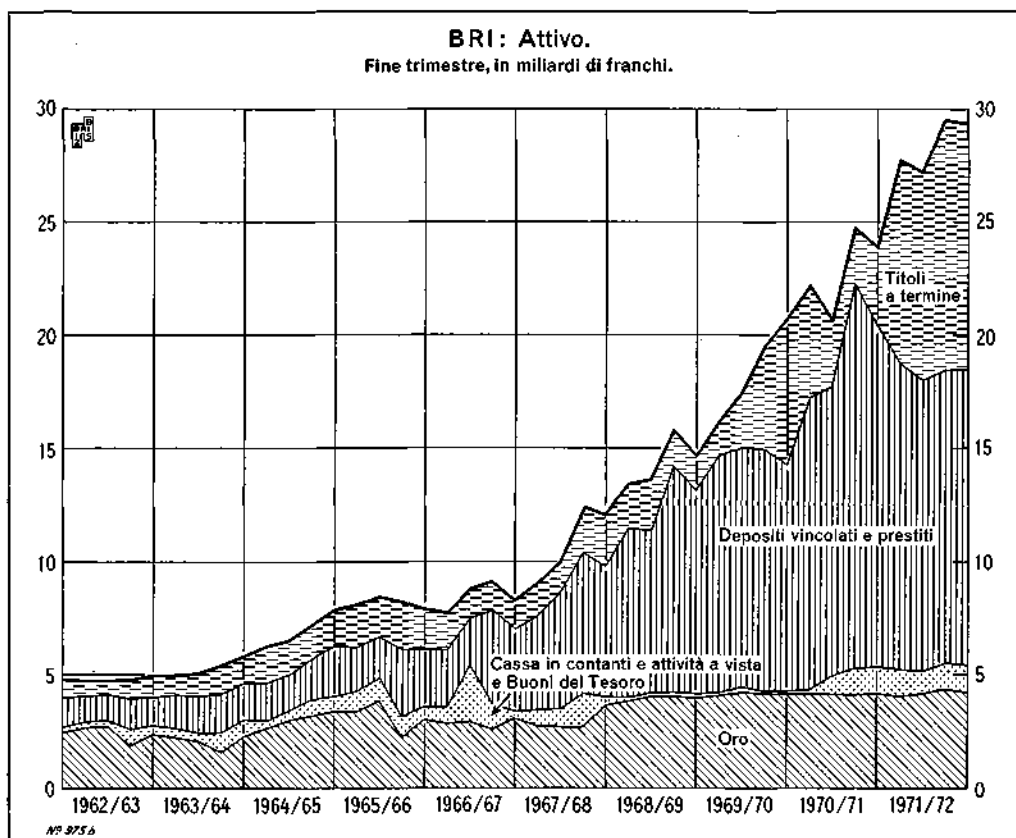
c) Effetti

F 483.677.691

contro 467 milioni di franchi al 31 marzo 1971; il motivo di questo aumento di 17 milioni è già stato illustrato più sopra.

All'inizio dell'esercizio i "Depositi in oro" rappresentavano il 21 % del totale dei fondi ricevuti in prestito, i "Depositi in valute" il 77% e gli "Effetti" il 2%. Al 31 marzo 1972, tale distribuzione era rispettivamente del 13, 85 e 2%. L'aliquota delle risorse in oro ha continuato pertanto a contrarsi a vantaggio di quella in valuta.

ATTIVO (UTILIZZO DELLE RISORSE).



La tabella che segue illustra la composizione delle principali attività della Banca.

**BRI: Composizione delle attività a vista e di altri investimenti.**

Natura	Fine esercizio				Variazione	
	1971		1972			
milioni di franchi						
Attività a vista						
Oro . . . . .	4.202		4.253		+ 51	
Valute . . . . .	53	4.255	75	4.328	+ 22	+ 73
Buoni del Tesoro						
Valute . . . . .		1.058		1.117		+ 59
Depositi vincolati e prestiti						
Oro . . . . .	90		252		+ 162	
Valute . . . . .	14.969	15.059	12.780	13.032	- 2.189	- 2.027
Titoli a termine						
Oro . . . . .	424		279		- 145	
Valute . . . . .	3.059	3.483	10.605	10.884	+ 7.546	+ 7.401
Totale						
Oro . . . . .	4.716		4.784		+ 68	
Valute . . . . .	19.139	23.855	24.577	29.361	+ 5.438	+ 5.506

La tabella suggerisce le seguenti osservazioni:

a) Oro

F 4.252.402.814

Consiste unicamente di oro in barre. Il suo assai modesto incremento - 51 milioni di franchi - è stato leggermente superiore a quello registrato dalle attività nette in oro. Queste ultime sono aumentate di 37 milioni, passando da 654 a 691 milioni. Metà di questo incremento va ascritto alla nuova emissione di azioni.

b) Cassa in contanti e in conti a vista presso le banche

F 75.445.317

Questo conto ha conseguito un aumento di 22 milioni di franchi.

c) Buoni del Tesoro

F 1.117.052.805

Tale importo è il più alto registrato nel corso dell'esercizio e presenta un aumento di 59 milioni di franchi rispetto a quello del 31 marzo 1971.

All'inizio dell'anno finanziario le attività a vista o mobilizzabili a domanda, che comprendono le tre voci summenzionate, ammontavano a 5.313 milioni di franchi e rappresentavano il 22,3 % del totale del bilancio. Il 31 marzo 1972 le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 5.445 milioni e 18,5 %. Nel medesimo periodo, i depositi a vista nel passivo del bilancio sono passati da 2.942 a 3.288 milioni di franchi, ma la loro aliquota sul totale delle risorse è scesa da 12,3 a 11,2 %. In complesso, il rapporto fra le attività e le passività di questo tipo si è così alquanto ridotto.

d) Depositi vincolati e prestiti

F 13.031.993.155

contro 15.059 milioni di franchi al 31 marzo 1971, pari ad una contrazione di 2.027 milioni. Mentre i depositi vincolati e i prestiti in oro sono aumentati di 162 milioni – salendo da 90 a 252 milioni – quelli in valute sono fortemente diminuiti, scendendo da 14.969 a 12.780 milioni. Tale riduzione di 2.189 milioni, pari al 15 %, va ascritta a vasti prelievi netti dall'euromercato dove cospicui importi di dollari SU sono stati disinvestiti, venendo solo in minima parte compensati da investimenti effettuati in altre valute.

e) Titoli a termine

F 10.884.313.375

contro 3.483 milioni di franchi al 31 marzo 1971, con un considerevole aumento di 7.401 milioni. Mentre quelli in oro si sono ridotti di 145 milioni – scendendo da 424 a 279 milioni – quelli in valute sono cresciuti di 7.546 milioni, salendo da 3.059 a 10.605 milioni e si sono perciò più che triplicati. Tale incremento è stato essenzialmente determinato dalle seguenti operazioni, che hanno avuto per effetto una forte espansione delle attività della Banca sul mercato degli Stati Uniti:

- 1) un investimento di notevole importo che, nell'attivo del bilancio, corrisponde al già menzionato deposito a breve. Esso spiega l'aumento dei fondi collocati con scadenza fino a tre mesi, riportati nella tabella che segue.
- 2) altri rilevanti investimenti, soprattutto sotto forma di certificati di deposito, effettuati con i fondi prelevati dall'euromercato (di cui alla voce precedente) nonchè con depositi ricevuti in dollari SU da parte di banche centrali per investimenti sul mercato SU tramite la Banca.

La tabella che segue riproduce la ripartizione dei Depositi vincolati e prestiti e dei Titoli a termine, suddivisi per "scadenza".

BRI: Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1971	1972	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi . . . . .	14.107	18.141	+ 4.034
Ad oltre tre mesi . . . . .	4.435	5.775	+ 1.340
Totale . . . . .	18.542	23.916	+ 5.374

#### Operazioni a termine su oro.

Questa partita appare nel Bilancio sotto la voce "Conti d'ordine (a)". Le relative operazioni hanno conseguito un saldo netto *passivo* (oro da consegnare) di F 393.075.329

contro un saldo netto *attivo* di 877 milioni di franchi a fine marzo 1971, con un'oscillazione di 1.270 milioni nel corso dell'esercizio. Tale variazione va ascritta alla scadenza di operazioni di riporto in oro (venduto a pronti e riacquistato a termine) contro valute nonché alla conclusione di riporti in oro (acquistato a pronti e rivenduto a termine) contro valute.

\*                      \*  
\*

L'anno finanziario sotto rassegna si è contraddistinto per l'alto grado di attività. Lo si può dedurre dal cospicuo aumento nel totale del bilancio e soprattutto dalla rilevante espansione nel volume delle operazioni. Queste ultime hanno infatti registrato la cifra eccezionale di 433 miliardi, rispetto a 250 miliardi per il 1970-71 e a 213 miliardi per il 1969-70.

#### 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 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 quanto riguarda il Prestito Dawes, sono ancora in circolazione soltanto obbligazioni delle emissioni consolidate e queste scadranno il 15 ottobre 1972. Per il Prestito Young, la data di scadenza delle obbligazioni consolidate è il 1° dicembre 1972, mentre per quelle convertite è il 1° giugno 1980.

Per il Prestito Dawes, l'esercizio finanziario 1971-72 si è chiuso il 15 aprile 1972 e per il Prestito Young il 1° giugno 1972. Per l'anno finanziario 1971-72 gli interessi sono ammontati ad importi equivalenti a circa 900.000 franchi per il Prestito Dawes e a circa 32,4 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, relativamente all'anno finanziario 1971-72, è stato effettuato per il Prestito Dawes esclusivamente mediante acquisti di obbligazioni sul mercato, mentre per il Prestito Young si è fatto anche ricorso al sorteggio.

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. Nel maggio 1971 la controversia è stata deferita alla corte di arbitraggio prevista dal suddetto Accordo e la procedura arbitrale è attualmente in corso. Quanto alla questione sorta in seguito alla temporanea fluttuazione dei tassi di cambio del DM essa è stata sottoposta all'esame dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni.

La situazione dei prestiti Dawes e Young è indicata nelle seguenti tabelle.

**Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes).**

Obbligazioni consolidate\*.

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1958-59 al 1970-71	1971-72	
Americana . .	\$	8.211.000	3.191.000	281.000	4.739.000
Belga . . . .	£	157.800	64.800	5.600	87.400
Britannica . .	£	2.232.700	909.700	79.600	1.243.400
Francese . . .	£	499.100	204.800	19.400	274.900
Olandese . . .	£	291.700	110.000	10.800	170.900
Svizzera . . .	£	115.000	46.200	4.200	64.600
Svizzera . . .	fr.sv.	418.000	150.000	14.000	254.000

\* Le obbligazioni di conversione ancora in circolazione sono state rimborsate il 15 ottobre 1969, alla data ultima di scadenza.

**Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young).**

Emissione	Valuta	Valore nominale*			
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1958-59 al 1970-71	1971-72	
Obbligazioni convertite					
Americana . .	\$	55.524.000	9.895.000	1.133.000	44.496.000
Belga . . . .	fr.belgi	202.852.000	35.538.000	3.820.000	163.494.000
Britannica . .	£	20.664.500	3.592.800	404.000	16.667.700
Francese . . .	fr.fr.	501.716.000	97.768.000	9.761.000	404.187.000
Olandese . . .	florini	52.577.000	9.007.000	981.000	42.589.000
Svedese . . .	cor.sv.	92.780.000	16.183.000	1.786.000	74.811.000
Svizzera . . .	fr.sv.	56.387.000	10.164.000	1.059.000	47.164.000
Tedesca . . .	DM	14.505.000	2.499.000	258.000	11.748.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . .	\$	9.015.000	1.512.000	146.000	7.357.000
Belga . . . .	fr.belgi	45.683.000	7.765.000	749.000	37.169.000
Britannica . .	£	4.930.600	828.500	79.800	4.022.300
Francese . . .	fr.fr.	110.503.000	18.450.000	1.787.000	90.266.000
Olandese . . .	florini	8.500.000	1.428.000	137.000	6.935.000
Svedese . . .	cor.sv.	6.014.000	1.014.000	98.000	4.902.000
Svizzera . . .	fr.sv.	1.405.000	235.000	22.000	1.148.000
Tedesca . . .	DM	416.000	68.000	6.000	342.000

\* Valore nominale al 1° maggio 1972, 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 né di altre analoghe misure monetarie.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, le cui operazioni sono state eseguite in conformità degli accordi relativi.

La situazione di questo prestito è indicata nella seguente tabella.

**Prestito internazionale del Governo austriaco 1930.**

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni convaldate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1959 al 1970	1971	
Americana . . .	\$	1.667.000	903.000	99.000	665.000
Anglo-olandese .	£	856.600	454.800	43.300	358.500
Svizzera . . . .	fr.sv.	7.102.000	3.217.000	363.000	3.522.000

#### **4. La Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio.**

La tabella che segue riporta l'ammontare dei prestiti garantiti, emessi dal 1954 al 1961, dalla Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio per la quale la Banca esercita le funzioni di Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità il 28 novembre 1954.

Durante l'anno finanziario sotto rassegna, la Banca ha ricevuto e distribuito agli Agenti nazionali per il servizio dei prestiti garantiti l'equivalente di circa 17 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 39 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo si è ridotto a circa 312 milioni di franchi.

#### **5. La Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo).**

Come è stato spiegato nel capitolo VI della presente Relazione, la Banca ha continuato a fungere da Agente per l'esecuzione delle operazioni finanziarie dell'AME, nel quadro dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. Come nello scorso anno, la Banca ha ricevuto a questo riguardo, a titolo di contributo alle spese amministrative da essa sostenute, l'importo di fr.sv. 500.000 oltre al rimborso delle spese varie: questi importi sono stati accreditati alle "Spese di amministrazione" nel conto profitti e perdite.

#### **6. Distribuzione dell'utile netto.**

I conti relativi al quarantaduesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1972, presentano un saldo attivo di 156.364.072 franchi. Nel precedente esercizio finanziario esso era stato di 133.049.026 franchi. L'aumento assai cospicuo dei profitti è da ascrivere ancora una volta soprattutto al sostanziale incremento delle risorse in valute della Banca e alla considerevole espansione nel volume delle sue operazioni.

In considerazione dell'elevato livello dei profitti, il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 7.531.416 franchi all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", mentre nessun trasferimento è stato effettuato quest'anno al

Prestiti garantiti della CEEA.

Serie dei titoli garantiti	Data di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1972	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 <sup>a</sup>	1954	Stati Uniti	Governo SU	\$ 100.000.000	46.300.000	3 1/2	1979
2 <sup>a</sup>	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brusselle	Fr.belgi 200.000.000	110.600.000	3 1/2	1982
3 <sup>a</sup>	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf e Münster <sup>1</sup>	DM 50.000.000	22.407.200	3 1/2	1981
4 <sup>a</sup>	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	11.060.000	3 1/2	1982 1961
5 <sup>a</sup>	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 <sup>2</sup>	1.143.341	4 1/2	1977
6 <sup>a</sup>	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	12.500.000	4 1/2	1974
7 <sup>a</sup>	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	6.000.000	5 1/2	1975
8 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 <sup>a</sup>			Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 <sup>a</sup>	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	65.643.032	5 1/2	1982
11 <sup>a</sup>	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	16.600.000	5	1978
12 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 1/2	1963
13 <sup>a</sup>	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	15.100.000	5 1/2	1980
14 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 3/4	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 1/2	1964
				\$ 3.400.000	—	5	1965
15 <sup>a</sup>	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	77.667.019	5 1/2	1986
16 <sup>a</sup>	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	33.250.000	4 1/2	1981

<sup>1</sup> I creditori originari Rheinische Girozentrale und Provinzialbank e Landesbank für Westfalen Girozentrale si sono fusi a partire dal 1° gennaio 1969, adottando la denominazione Westdeutsche Landesbank Girozentrale.

<sup>2</sup> Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di franchi francesi vecchi.

fondo "Accantonamento per costruzioni". A seguito di tali decisioni, l'utile netto ammonta a 148.832.656 franchi a fronte di 99.448.906 franchi per l'anno finanziario precedente. La distribuzione di questo importo è stabilita dall'Articolo 51 dello Statuto.

In conformità di tale Articolo, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale distribuisca l'utile netto di 148.832.656 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 17.888.437 franchi per il pagamento del dividendo prioritario del 6% l'anno, pari a 37,50 franchi per azione su 464.725 azioni, e a 28,125 franchi per ciascuna delle 16.400 azioni emesse alla fine di giugno 1971;



- 2) un importo di 8.944.219 franchi della rimanenza dell'utile netto – somma che rientra nel limite statutario del 20% – per il pagamento del massimo dividendo addizionale del 3% l'anno, pari a 18,75 franchi per azione, su 464.725 azioni, e a 14.0625 franchi sulle 16.400 azioni emesse alla fine di giugno 1971;
- 3) un importo di 61.000.000 di franchi al Fondo di riserva generale;
- 4) un importo di 24.400.000 franchi, che rappresenta il massimo statutario, al Fondo di riserva speciale per dividendi; con tale trasferimento il Fondo raggiunge un totale di 61.207.964 franchi, che corrisponde al dividendo prioritario per tre anni; e, infine,
- 5) un importo di 36.600.000 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 dello Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo globale sarà corrisposto nella misura di 56,25 franchi per ciascuna delle 464.725 azioni aventi diritto al dividendo stesso per l'intero anno finanziario e di 42,1875 franchi per ciascuna delle azioni emesse alla fine di giugno 1971. Il dividendo sarà pagato il 1° luglio 1972 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1972 ed ammonterà a 76,60 franchi svizzeri (rispetto a 75,05 franchi svizzeri nel precedente esercizio) quando la distribuzione si riferisce all'intero anno finanziario e a 57,45 franchi svizzeri nel caso delle azioni aventi diritto ad esso solo per nove mesi. Quest'anno la conversione del dividendo in franchi svizzeri non è stata effettuata, come in passato, sulla base della parità ufficiale del franco svizzero, bensì su quella della nuova parità aurea del dollaro SU e del tasso centrale del franco svizzero rispetto al dollaro SU, reso noto nel dicembre 1971.

Il bilancio, il conto profitti e perdite e i movimenti che si sono verificati nel capitale versato, nei fondi di riserva e negli accantonamenti durante l'anno finanziario, sono esposti 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 1972, 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.**

Il Signor Henri Deroy, il cui mandato in qualità di membro del Consiglio veniva a scadere il 31 marzo 1972, è stato riconfermato nel marzo 1972 dal Signor Olivier Wormser, Governatore della Banca di Francia, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto.

Il mandato del Signor Per Åsbrink, eletto alla carica di Consigliere in base all'Articolo 27(3) dello Statuto, veniva a scadere il 31 marzo 1972: egli è stato rieletto nella riunione del Consiglio del 13 marzo 1972.

Il Signor M. J. Babington Smith, il cui mandato in qualità di membro del Consiglio veniva a scadere il 6 maggio 1972, è stato riconfermato in base all'Articolo

27(2) dello Statuto da Sir Leslie O'Brien, Governatore della Banca d'Inghilterra, nella riunione del Consiglio del 10 aprile 1972.

Nel corso della medesima riunione Sir Leslie O'Brien ha nominato suo Sostituto, in assenza del Signor C. Jeremy Morse, il Signor Michael J. Balfour. Egli succede al Signor Rupert G. Raw che ha lasciato in tale epoca la Banca d'Inghilterra. Il Presidente ha espresso la gratitudine della Banca al Signor Raw per i preziosi servizi da lui resi in quasi nove anni.

Nella riunione del 14 giugno 1971 il Consiglio ha nominato Direttore il Signor Maurice Toussaint con decorrenza dal 1° luglio 1971.

## CONCLUSIONI.

Un anno fa, l'espansione economica stava subendo un rallentamento nella maggior parte dei paesi industrializzati, mentre in alcuni di essi era in atto una fase di ristagno o di vera e propria recessione. Tale situazione era venuta a crearsi come conseguenza delle misure restrittive adottate precedentemente, ma senza molto successo, al fine di contenere l'inflazione dei prezzi e gli alquanto esplosivi aumenti salariali.

In linea generale, durante lo scorso anno si è assistito ad un rallentamento ancor maggiore dell'attività produttiva. Mentre in alcuni paesi sono rimaste in vigore misure restrittive intese a combattere la persistente inflazione, in genere la politica economica ha assunto progressivamente un indirizzo volto a promuovere la ripresa dell'attività economica, pur non potendosi evitare un senso d'insoddisfazione dato dal fatto che il problema dell'inflazione rimaneva insoluto. La reazione più immediata si è avuta nel Canada, la cui produzione ha cominciato a salire con un ritmo soddisfacente fin dai primi del 1971. Al contrario, le misure adottate dal Regno Unito lo scorso anno per favorire l'espansione sono state scarsamente efficaci. Di conseguenza, col bilancio del marzo 1972 si è voluto imprimere, mediante provvedimenti fiscali, un potente incentivo all'attività economica, ed un decisivo miglioramento non tarderà indubbiamente a manifestarsi.

Negli Stati Uniti, all'inizio del 1970, da restrittiva che era la politica economica aveva cominciato ad orientarsi in senso espansivo, pur perdurando l'inflazione indotta dai costi; tuttavia, la recessione era proseguita. L'anno scorso tanto gli incentivi di bilancio quanto le misure di agevolazione monetaria sono stati notevolmente rafforzati, ma ancora una volta con scarso successo, prima del nuovo programma antinflazionistico annunciato dal Presidente il 15 agosto 1971. A novembre, tuttavia, si è potuto constatare che il punto di svolta della tenace recessione era stato raggiunto e, nei mesi seguenti, la ripresa dell'espansione ha trovato conferma.

La Francia e l'Italia, pur se in maniera diversa, hanno costituito delle eccezioni. In Francia, il saggio di espansione della produzione, anche se leggermente diminuito nell'arco del precedente biennio, si è mantenuto al di sopra del 5 %. In Italia, nel 1971, l'incremento della produzione si è sensibilmente ridotto, ma il rallentamento va ascritto ad una situazione assai turbata nei rapporti di lavoro, piuttosto che a misure restrittive. In Germania, dall'inizio del 1972, l'attività economica ha registrato spontaneamente una certa ripresa, cosicchè le più favorevoli prospettive hanno indotto a differire talune previste misure di stimolo. Sintomi di ripresa economica hanno cominciato altresì a manifestarsi in vari paesi minori.

Il periodo, caratterizzato da espansione in declino e persino da fenomeni di recessione, è stato altresì contraddistinto da un assai minaccioso sviluppo dell'inflazione. Nonostante il netto attenuarsi della tensione sul mercato del lavoro, l'inflazione dei prezzi e la negoziazione di aumenti salariali eccezionalmente elevati sono continuate, senza dare gran segno di volersi attenuare. In effetti, nel Regno Unito e negli Stati

Uniti il saggio d'inflazione è divenuto più rapido in un contesto di risorse notevolmente inutilizzate. Pur avendo l'inflazione indotta dai salari costituito un problema pressochè costante per molti paesi nel periodo postbellico, è questa la prima volta in cui elevati saggi di incremento di salari e prezzi hanno mostrato così scarsa reattività ad un rallentamento dell'attività economica.

Lo scorso anno questo stato di cose ha continuato generalmente a prevalere. Nella primavera del 1972, nella maggior parte dei paesi europei i livelli salariali erano ancora pressappoco del 10% superiori a quelli di un anno prima ed i prezzi al consumo lo erano di circa il 5-8%. Anche in Giappone e Canada la pressione salariale è diminuita di poco. In Germania, al contrario, dove la competitività è stata spronata dalla notevole rivalutazione della moneta, l'industria ha avuto un certo successo nell'arginare le rivendicazioni salariali: a partire dalla fine dello scorso anno gli aumenti delle retribuzioni si sono mantenuti in un raggio del 7-8% rispetto alle percentuali doppie registrate in precedenza. Anche in Italia tali maggiorazioni sono state tendenzialmente inferiori. Nondimeno, la situazione generale di fortissima espansione dei salari a fronte di una domanda divenuta più debole ha reso di nuovo acuto il problema dell'inflazione indotta dai costi.

Le autorità del Regno Unito hanno tentato di porre un freno alla spirale salari/prezzi riducendo al 7-8% all'incirca gli aumenti delle retribuzioni nel settore pubblico e riuscendo con successo a contenere entro questa linea alcuni scioperi. Tuttavia un importante sciopero nell'industria carbonifera all'inizio di quest'anno si è concluso solo dopo la concessione di miglioramenti salariali del 16% circa, che certo non rende rosee le prospettive del controllo dell'inflazione.

Le autorità degli Stati Uniti hanno opposto la più decisa resistenza all'inflazione da salari e prezzi, dando prova di una chiara visione del problema sul tappeto e non esitando ad invertire la linea precedentemente seguita. Era fuori dubbio che gli sforzi compiuti dall'Amministrazione durante il primo semestre dello scorso anno per stimolare l'espansione della domanda erano stati annullati dall'effetto della spirale salari/prezzi. Pertanto, il 15 agosto il Presidente impose un blocco dei prezzi e dei salari e predispose un sistema di controlli da applicare al cessare del blocco predetto. Si è quindi avuta una sensibile riduzione del saggio d'inflazione; tuttavia, le autorità si sono trovate di fronte ad una forte opposizione delle forze lavorative, tale da rendere incerto ogni pronostico sul grado di successo che la loro politica incontrerà in futuro. Le alternative non si presentano rosee. Come è stato perspicacemente affermato: "Quando una nazione permette che la propria economia venga inondata dall'inflazione, i politici non hanno più la possibilità di fare delle buone scelte. Questa è la dura eredità e nello stesso tempo il maggiore pericolo dell'inflazione".

Sebbene il problema dell'inflazione e dei mezzi per frenarla abbia, forse, più profonde implicazioni sociali e politiche, il dramma dello scorso anno è rappresentato dalle convulsioni del sistema monetario internazionale. La crisi finale del 1971 era in incubazione da molti anni. Senza dubbio il persistente squilibrio del sistema oro-dollaro e dello stesso dollaro non poteva protrarsi indefinitamente e, nonostante le assai tenaci resistenze, andava necessariamente sottoposto ad un aggiustamento di fondo.

Il primo impulso che nel 1971 portò a maturazione il problema provenne dalla forte disparità tra la politica monetaria degli Stati Uniti e quelle di numerosi altri

paesi europei. Condizioni di denaro facile negli Stati Uniti e contemporaneamente misure restrittive in Europa provocarono un ingente flusso di fondi attraverso l'Atlantico, come acque alla ricerca del loro livello. Tale movimento, basato sull'arbitraggio degli interessi, ha avuto inizio nel 1970 ed è continuato nel primo trimestre del 1971, assumendo proporzioni particolarmente ampie nel caso della Germania. A fine marzo si è quindi formata un'ondata speculativa, ulteriormente accresciutasi nel mese di aprile, che puntava sulla possibilità di una nuova rivalutazione del marco tedesco. Nei primi giorni di maggio, l'afflusso di dollari è stato così forte da costringere le autorità tedesche a desistere dal sostenere il loro tasso di cambio ed a lasciar fluttuare la loro moneta. Le autorità olandesi, per non essere altrimenti sommerse dai dollari, ne seguirono l'esempio, mentre Svizzera ed Austria colsero l'occasione per effettuare una leggera rivalutazione del franco svizzero e dello scellino.

Il peso che politiche monetarie fortemente divergenti, e tutte tenacemente orientate verso obiettivi interni, hanno avuto nella crisi di maggio, va posto in rilievo per le lezioni che ne derivano per le direttive future. E' evidente che il dollaro era sopravvalutato e il marco tedesco sottovalutato, ma la crisi non può essere spiegata senza tener presente un ulteriore elemento: l'influenza esercitata dai precedenti amplissimi movimenti indotti dall'arbitraggio degli interessi. Lo si può evincere dall'esempio dello yen: sebbene fosse molto più sottovalutato del marco tedesco, lo yen non fu soggetto a rilevanti pressioni speculative se non dopo il 15 agosto.

Ciò nonostante, una crisi del dollaro sarebbe stata forse in ogni caso inevitabile. Nel 1968 e 1969, la bilancia commerciale SU aveva subito una brusca svolta negativa, largamente indotta dall'inflazione conseguente alla guerra del Vietnam. Dopo una modesta ripresa nell'anno di recessione 1970, nel maggio 1971 fu reso noto che il saldo commerciale aveva registrato un effettivo deficit in aprile. Quando questo sfavorevole andamento trovò conferma nei mesi successivi, la fiducia nel dollaro andò gradualmente sgretolandosi. Nella prima quindicina di agosto la fuga dal dollaro assunse proporzioni tali da indurre il Presidente ad annunciare il 15 agosto la sospensione della convertibilità del dollaro. A quell'epoca le attività di riserva SU erano scese a \$12 miliardi e le passività ufficiali erano balzate a quasi \$40 miliardi. Con riferimento alla sospensione della convertibilità del dollaro, l'allora Segretario al Tesoro, John B. Connally, ebbe recentemente a dichiarare: "avremmo dovuto fare quanto abbiamo fatto, già molto tempo prima". Questa sintetica affermazione esprime un punto di vista largamente condiviso.

Per completezza di analisi e per il rilievo che ciò può avere sui futuri accordi monetari, è importante individuare con chiarezza le diverse forze che hanno concorso ad erodere progressivamente la posizione delle riserve SU nei due precedenti decenni. E' fuori dubbio che a partire dal 1966 la domanda in eccesso e l'inflazione interna sono state cause importanti. Tuttavia, questi due fattori non spiegano il rilevante deterioramento della posizione delle riserve SU avvenuto in precedenza. Tre altre condizioni si sono verificate, che servono a completare il quadro. In primo luogo, l'esigenza di crescenti riserve da parte del resto del mondo — quasi indispensabile per mantenere tassi di cambio fissi di fronte all'espansione del commercio e dei pagamenti — era destinata a lasciare il principale paese a moneta di riserva in una posizione di quasi permanente deficit, in quanto il nuovo oro monetario era del tutto insufficiente a soddisfare anche la domanda minima di crescenti riserve globali. In secondo luogo, le

norme di Bretton Woods non imponevano un aggiustamento della parità a quei paesi che, per ragioni diverse, avevano finito con l'accumulare un eccessivo saldo attivo, in tal modo contribuendo all'andamento sfavorevole della posizione del dollaro. E, in terzo luogo, il nuovo oro monetario, al suo valore ufficiale di \$35 per oncia di fino allora esistente, non era neppure sufficiente a soddisfare la domanda di riserve auree del resto del mondo, cosicchè la parte rimasta insoddisfatta veniva attinta attraverso la conversione di dollari in oro presso il Tesoro SU.

La prima e la terza di tali condizioni posero il dilemma della scelta tra un generale aumento del valore ufficiale dell'oro e un fondamentale cambiamento del sistema di Bretton Woods. La relativa sopravvalutazione del dollaro e la sottovalutazione di numerose altre monete crearono la piattaforma per un riallineamento della struttura dei tassi di cambio.

Dopo la sospensione della convertibilità del dollaro, tutte le maggiori monete, ad eccezione del franco francese, furono lasciate fluttuare sul mercato, anche se la Banca del Giappone continuò a mantenere il proprio tasso fisso per altre due settimane.

Le decisioni del 15 agosto, compresa l'imposizione di una sovrattassa del 10% sulle importazioni, rappresentarono in un primo momento un colpo inferto allo spirito di cooperazione internazionale, coltivato con notevole successo nel periodo postbellico. Nell'ambito della CEE, furono compiuti passi per stabilire una nuova struttura di tassi di cambio intracomunitari, mirando a porre in essere una fluttuazione comune nei confronti del dollaro. Tale obiettivo non fu tuttavia raggiunto, a parte l'accordo del Benelux sulla fluttuazione congiunta delle monete ad esso appartenenti. Sebbene tutti gli altri principali paesi avessero auspicato rapidi negoziati per una nuova struttura di tassi fissi, gli Stati Uniti furono per un certo tempo riluttanti a parteciparvi. Tuttavia questo atteggiamento doveva presto mutare, allorchè gli effetti sfavorevoli dei tassi fluttuanti sul senso di fiducia nel mondo degli affari divennero evidenti. Dopo difficili contrattazioni, il 18 dicembre fu concordato un riallineamento delle parità valutarie, compresa una proposta di svalutazione del dollaro nella misura del 7,9% e una rivalutazione di numerose altre monete.

L'accordo smithsoniano ha apportato svariati immediati benefici e, elemento forse più importante, ha fornito la conferma che i principali paesi erano pronti ad affrontare i problemi connessi col governo degli affari monetari ed economici internazionali in uno spirito di cooperazione e di mutua comprensione. In secondo luogo, esso ha posto fine al confuso episodio dei tassi fluttuanti, con tutti gli aspetti negativi che esso avrebbe comportato nel più lungo periodo. E, in terzo luogo, ha reso possibile un adeguamento di grandi proporzioni atto a migliorare il precedente stato di grave squilibrio nel commercio e nei pagamenti.

Ma l'accordo smithsoniano ha lasciato aperti altri importanti problemi che andranno risolti nel contesto della "riforma del sistema monetario". Poichè la portata e il contenuto della medesima sono tuttora nebulosi, non è peraltro chiaro fino a che punto essa possa concernere le regole del sistema di Bretton Woods in quanto distinte dal comportamento delle singole monete nell'ambito di queste regole. Quindi, un certo numero di argomenti sembra destinato ad essere sollevato nel corso dei negoziati.

Tra questi, vi è il ripristino della convertibilità del dollaro, in quanto l'essenziale mutamento intervenuto nel sistema di Bretton Woods è rappresentato dal fatto che le altre monete sono ora ancorate ad un dollaro inconvertibile. La convertibilità di questa moneta è considerata auspicabile acciocchè gli Stati Uniti siano assoggettati ad una disciplina della loro bilancia dei pagamenti al pari degli altri paesi ed in modo che questi ultimi possano disporre di una certa libertà nel decidere circa la composizione delle loro riserve. Per gli Stati Uniti, comunque, i problemi consisteranno nell'assicurarsi adeguate riserve per facilitare un ritorno alla convertibilità e nello stabilire concrete garanzie contro avanzi eccessivi in altri paesi. Gli Stati Uniti dovrebbero tuttavia adottare un approccio costruttivo nel trattare questo problema, in quanto una permanente inconvertibilità del dollaro potrebbe dividere il mondo in blocchi monetari di carattere esclusivo.

L'intero problema delle riserve e le forme che esse dovranno assumere saranno altresì importante materia di discussione. E' stato frequentemente affermato che la funzione dell'oro è destinata a diminuire e quella dei DSP ad aumentare. E' un'affermazione che trova facile conferma se con essa si vuole intendere che i deficit e gli avanzi dovranno essere regolati in misura sempre più ampia attraverso i DSP e sempre meno in oro. Ma al momento presente la funzione essenziale dell'oro nel sistema non consiste nel suo uso come strumento di regolamento bensì nel suo impiego come base per le parità delle monete e come garanzia del valore degli stessi DSP e delle posizioni creditorie e debitorie sul FMI; e in questo senso sembra improbabile che la funzione dell'oro possa cambiare nell'immediato futuro.

Sempre nel campo delle riserve, si pone il problema del dollaro. Un punto di vista sostiene che la pratica di detenere riserve in dollari non presenti più alcuna utilità e che andrebbe abolita sulla base di un accordo. Tuttavia, poichè il dollaro rimarrà probabilmente la principale moneta d'intervento e poichè molti paesi dimostrano di essere assai favorevoli a detenere dollari in quantità considerevoli, non sembra evidente che un tale cambiamento nella posizione del dollaro sia attuabile o che esso possa costituire oggetto di una riforma. Nondimeno, sarebbe nell'interesse di tutti che il futuro sviluppo delle riserve in dollari fosse assoggettato ad una gestione in certa misura deliberata.

Un terzo argomento in discussione riguarderà la funzione che le variazioni dei tassi di cambio dovranno svolgere nel processo di aggiustamento. Il mondo ufficiale non sembra molto disposto ad allontanarsi dalla regola delle parità fisse, da mutarsi solo nel caso di squilibrio fondamentale. Fortunatamente, vi è tuttavia il riconoscimento che variazioni di parità, se necessarie, dovrebbero essere attuate più prontamente che in passato e che, in un modo o nell'altro, esse dovrebbero essere più agevoli e meno penose.

E' questa, in larga misura, una questione di atteggiamenti. E c'è da augurarsi che, dopo le esperienze degli anni più recenti, gli aggiustamenti di parità, anche se richiederanno l'aiuto di un transitorio periodo di fluttuazione, vengano considerati meno come una colpa e più come un contributo alla realizzazione di obiettivi di base quali un adeguato livello di pieno impiego e il mantenimento della libertà degli scambi e dei pagamenti. Indubbiamente, alcune variazioni di parità hanno dato origine in passato a notevoli difficoltà politiche interne. Ma non sono state queste difficoltà in

larga misura prodotte dalle reiterate dichiarazioni, da parte delle autorità stesse, intese ad escludere sempre l'eventualità di una svalutazione o, secondo i casi, rivalutazione della loro moneta, pur in situazioni di evidente squilibrio fondamentale? Non è al contrario possibile che gli uomini di stato orientino l'opinione pubblica in modo da farle comprendere i vantaggi derivanti dal ritorno della parità valutaria ad una situazione di equilibrio, rendendo in tal modo meno gravoso il compito per loro stessi?

Un importante passo, già intrapreso nel campo degli accordi monetari internazionali, è consistito nella decisione dei membri della Comunità Economica Europea di cooperare ai fini della creazione di un'unione monetaria. Taluni aspetti di questo problema sono già stati negoziati prima della crisi del 1971 e gli eventi dell'estate scorsa hanno dato un impulso alla loro realizzazione.

Sebbene ancora limitate nella loro portata, le misure intracomunitarie hanno aperto nuove prospettive sotto tre aspetti. In primo luogo, i possibili margini di cambio tra due diverse monete comunitarie, che prima erano di ampiezza doppia rispetto ai margini nei confronti del dollaro, sono ora uguali a questi ultimi. In secondo luogo, le banche centrali dei paesi della Comunità, che precedentemente intervenivano sul mercato valutario soltanto in dollari, d'ora in poi interverranno anche nelle valute degli altri paesi comunitari. Infine, mentre i deficit e gli avanzi giornalieri venivano in precedenza regolati in dollari, usando gli altri tipi di riserva soltanto in via eccezionale, i paesi della Comunità hanno ora adottato il principio di regolarli periodicamente fra di loro facendo uso di un predeterminato complesso di attività di riserva comprendente dollari, oro, DSP e posizioni di riserva sul FMI.

Come questi accordi si svilupperanno rimane ancora da vedere. Se non altro, in quanto offrono un meccanismo supplementare di intervento e regolamento e favoriscono il rafforzamento dei rapporti di cambio tra un importante gruppo di paesi, essi introducono un nuovo elemento che potrà svolgere la sua parte nei negoziati concernenti il futuro del sistema monetario.

RENÉ LARRE  
Direttore Generale



**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE**

**AL 31 MARZO 1972**

(Prima e dopo la ripartizione

## Franchi oro

<b>Oro</b>	111	117	118	121	122	123	124	125	126	127	128	129	130	131	132	133	134	135	136	137	138	139	140	141	142	143	144	145	146	147	148	149	150	151	152	153	154	155	156	157	158	159	160	161	162	163	164	165	166	167	168	169	170	171	172	173	174	175	176	177	178	179	180	181	182	183	184	185	186	187	188	189	190	191	192	193	194	195	196	197	198	199	200	201	202	203	204	205	206	207	208	209	210	211	212	213	214	215	216	217	218	219	220	221	222	223	224	225	226	227	228	229	230	231	232	233	234	235	236	237	238	239	240	241	242	243	244	245	246	247	248	249	250	251	252	253	254	255	256	257	258	259	260	261	262	263	264	265	266	267	268	269	270	271	272	273	274	275	276	277	278	279	280	281	282	283	284	285	286	287	288	289	290	291	292	293	294	295	296	297	298	299	300	301	302	303	304	305	306	307	308	309	310	311	312	313	314	315	316	317	318	319	320	321	322	323	324	325	326	327	328	329	330	331	332	333	334	335	336	337	338	339	340	341	342	343	344	345	346	347	348	349	350	351	352	353	354	355	356	357	358	359	360	361	362	363	364	365	366	367	368	369	370	371	372	373	374	375	376	377	378	379	380	381	382	383	384	385	386	387	388	389	390	391	392	393	394	395	396	397	398	399	400	401	402	403	404	405	406	407	408	409	410	411	412	413	414	415	416	417	418	419	420	421	422	423	424	425	426	427	428	429	430	431	432	433	434	435	436	437	438	439	440	441	442	443	444	445	446	447	448	449	450	451	452	453	454	455	456	457	458	459	460	461	462	463	464	465	466	467	468	469	470	471	472	473	474	475	476	477	478	479	480	481	482	483	484	485	486	487	488	489	490	491	492	493	494	495	496	497	498	499	500	501	502	503	504	505	506	507	508	509	510	511	512	513	514	515	516	517	518	519	520	521	522	523	524	525	526	527	528	529	530	531	532	533	534	535	536	537	538	539	540	541	542	543	544	545	546	547	548	549	550	551	552	553	554	555	556	557	558	559	560	561	562	563	564	565	566	567	568	569	570	571	572	573	574	575	576	577	578	579	580	581	582	583	584	585	586	587	588	589	590	591	592	593	594	595	596	597	598	599	600	601	602	603	604	605	606	607	608	609	610	611	612	613	614	615	616	617	618	619	620	621	622	623	624	625	626	627	628	629	630	631	632	633	634	635	636	637	638	639	640	641	642	643	644	645	646	647	648	649	650	651	652	653	654	655	656	657	658	659	660	661	662	663	664	665	666	667	668	669	670	671	672	673	674	675	676	677	678	679	680	681	682	683	684	685	686	687	688	689	690	691	692	693	694	695	696	697	698	699	700	701	702	703	704	705	706	707	708	709	710	711	712	713	714	715	716	717	718	719	720	721	722	723	724	725	726	727	728	729	730	731	732	733	734	735	736	737	738	739	740	741	742	743	744	745	746	747	748	749	750	751	752	753	754	755	756	757	758	759	760	761	762	763	764	765	766	767	768	769	770	771	772	773	774	775	776	777	778	779	780	781	782	783	784	785	786	787	788	789	790	791	792	793	794	795	796	797	798	799	800	801	802	803	804	805	806	807	808	809	810	811	812	813	814	815	816	817	818	819	820	821	822	823	824	825	826	827	828	829	830	831	832	833	834	835	836	837	838	839	840	841	842	843	844	845	846	847	848	849	850	851	852	853	854	855	856	857	858	859	860	861	862	863	864	865	866	867	868	869	870	871	872	873	874	875	876	877	878	879	880	881	882	883	884	885	886	887	888	889	890	891	892	893	894	895	896	897	898	899	900	901	902	903	904	905	906	907	908	909	910	911	912	913	914	915	916	917	918	919	920	921	922	923	924	925	926	927	928	929	930	931	932	933	934	935	936	937	938	939	940	941	942	943	944	945	946	947	948	949	950	951	952	953	954	955	956	957	958	959	960	961	962	963	964	965	966	967	968	969	970	971	972	973	974	975	976	977	978	979	980	981	982	983	984	985	986	987	988	989	990	991	992	993	994	995	996	997	998	999	1000	1001	1002	1003	1004	1005	1006	1007	1008	1009	1010	1011	1012	1013	1014	1015	1016	1017	1018	1019	1020	1021	1022	1023	1024	1025	1026	1027	1028	1029	1030	1031	1032	1033	1034	1035	1036	1037	1038	1039	1040	1041	1042	1043	1044	1045	1046	1047	1048	1049	1050	1051	1052	1053	1054	1055	1056	1057	1058	1059	1060	1061	1062	1063	1064	1065	1066	1067	1068	1069	1070	1071	1072	1073	1074	1075	1076	1077	1078	1079	1080	1081	1082	1083	1084	1085	1086	1087	1088	1089	1090	1091	1092	1093	1094	1095	1096	1097	1098	1099	1100	1101	1102	1103	1104	1105	1106	1107	1108	1109	1110	1111	1112	1113	1114	1115	1116	1117	1118	1119	1120	1121	1122	1123	1124	1125	1126	1127	1128	1129	1130	1131	1132	1133	1134	1135	1136	1137	1138	1139	1140	1141	1142	1143	1144	1145	1146	1147	1148	1149	1150	1151	1152	1153	1154	1155	1156	1157	1158	1159	1160	1161	1162	1163	1164	1165	1166	1167	1168	1169	1170	1171	1172	1173	1174	1175	1176	1177	1178	1179	1180	1181	1182	1183	1184	1185	1186	1187	1188	1189	1190	1191	1192	1193	1194	1195	1196	1197	1198	1199	1200	1201	1202	1203	1204	1205	1206	1207	1208	1209	1210	1211	1212	1213	1214	1215	1216	1217	1218	1219	1220	1221	1222	1223	1224	1225	1226	1227	1228	1229	1230	1231	1232	1233	1234	1235	1236	1237	1238	1239	1240	1241	1242	1243	1244	1245	1246	1247	1248	1249	1250	1251	1252	1253	1254	1255	1256	1257	1258	1259	1260	1261	1262	1263	1264	1265	1266	1267	1268	1269	1270	1271	1272	1273	1274	1275	1276	1277	1278	1279	1280	1281	1282	1283	1284	1285	1286	1287	1288	1289	1290	1291	1292	1293	1294	1295	1296	1297	1298	1299	1300	1301	1302	1303	1304	1305	1306	1307	1308	1309	1310	1311	1312	1313	1314	1315	1316	1317	1318	1319	1320	1321	1322	1323	1324	1325	1326	1327	1328	1329	1330	1331	1332	1333	1334	1335	1336	1337	1338	1339	1340	1341	1342	1343	1344	1345	1346	1347	1348	1349	1350	1351	1352	1353	1354	1355	1356	1357	1358	1359	1360	1361	1362	1363	1364	1365	1366	1367	1368	1369	1370	1371	1372	1373	1374	1375	1376	1377	1378	1379	1380	1381	1382	1383	1384	1385	1386	1387	1388	1389	1390	1391	1392	1393	1394	1395	1396	1397	1398	1399	1400	1401	1402	1403	1404	1405	1406	1407	1408	1409	1410	1411	1412	1413	1414	1415	1416	1417	1418	1419	1420	1421	1422	1423	1424	1425	1426	1427	1428	1429	1430	1431	1432	1433	1434	1435	1436	1437	1438	1439	1440	1441	1442	1443	1444	1445	1446	1447	1448	1449	1450	1451	1452	1453	1454	1455	1456	1457	1458	1459	1460	1461	1462	1463	1464	1465	1466	1467	1468	1469	1470	1471	1472	1473	1474	1475	1476	1477	1478	1479	1480	1481	1482	1483	1484	1485	1486	1487	1488	1489	1490	1491	1492	1493	1494	1495	1496	1497	1498	1499	1500	1501	1502	1503	1504	1505	1506	1507	1508	1509	1510	1511	1512	1513	1514	1515	1516	1517	1518	1519	1520	1521	1522	1523	1524	1525	1526	1527	1528	1529	1530	1531	1532	1533	1534	1535	1536	1537	1538	1539	1540	1541	1542	1543	1544	1545	1546	1547	1548	1549	1550	1551	1552	1553	1554	1555	1556	1557	1558	1559	1560	1561	1562	1563	1564	1565	1566	1567	1568	1569	1570	1571	1572	1573	1574	1575	1576	1577	1578	1579	1580	1581	1582	1583	1584	1585	1586	1587	1588	1589	15
------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	----

<b>Cassa in contanti e in conto a vista presso banche</b>	...	<b>75.445.317</b>
---	-----	-------------------

[illegible]

In oro

A 3 mesi al massimo	...	..	..	..	..	..	252.042.934
---------------------	-----	----	----	----	----	----	-------------

In valute

A 3 mesi al massimo	...	..	..	...	...	...	9.660.895.553
---------------------	-----	----	----	-----	-----	-----	---------------

A 3 mesi al massimo	...	...	...	...	...	...	6.000.893.558
Ad oltre 3 mesi	...	...	...	...	...	...	4.119.054.768

**13.031.993,155**

In oro

A 3 mesi al massimo	...	...	...	...	...	...	41.333.328
---------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------------

A 3 mesi al massimo	...	...	...	...	...	...	41.933.326
Ad oltre 3 mesi	...	...	...	...	...	...	237.825.165

In valute

A 3 mesi al massimo	...	...	...	...	...	9.187.134.469
---------------------	-----	-----	-----	-----	-----	---------------

A 3 mesi al massimo	...	...	...	...	...	9.187.134.469
Ad oltre 3 mesi	...	...	...	...	...	1.418.020.413

10.884.313.375

<b>Partite varie</b>	201	200	210	214	202	200	200	200	200	200	<b>943.690</b>
----------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	----------------

<b>Terreno, immobili ed arredi</b>	411	343	303	244	200	163	134	1
------------------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	---

29,362.151,167

Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto

Franchi oro

a. Operazioni a termine su oro:

Saldo netto: oro da consegnare (valute da ricevere)	...	...	...	...	393.075.329
---	-----	-----	-----	-----	-------------

**b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca per conto terzi:**

[illegible][illegible][illegible]

**31 MARZO 1972**

dell'utile netto dell'esercizio)

**PASSIVO**

	Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
	Franchi oro	Franchi oro
<b>Capitale</b>		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	1.500.000.000	
Emesso: 481.125 azioni ... ..	1.202.812.500	
Liberato per il 25% ... ..	300.703.125	300.703.125
<b>Riserve</b>		
Fondo di riserva legale ... ..	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale ... ..	144.133.210	205.133.210
Fondo di riserva speciale per dividendi ... ..	36.807.964	61.207.964
Fondo di riserva libero ... ..	120.200.000	156.800.000
	331.211.487	453.211.487
<b>Depositi (in oro)</b>		
Banche centrali		
A vista ... ..	3.052.089.200	
A 3 mesi al massimo ... ..	111.953.071	
Ad oltre 3 mesi ... ..	369.109.135	
Altri depositanti		
A vista ... ..	166.881.545	
	3.700.032.951	3.700.032.951
<b>Depositi (in valute)</b>		
Banche centrali		
A vista ... ..	48.432.491	
A 3 mesi al massimo ... ..	21.292.188.678	
Ad oltre 3 mesi ... ..	2.253.106.985	
Altri depositanti		
A vista ... ..	22.170.678	
A 3 mesi al massimo ... ..	475.175.947	
Ad oltre 3 mesi ... ..	128.133.537	
	24.217.208.314	24.217.208.314
<b>Effetti</b>		
Ad oltre 3 mesi ... ..	483.677.691	483.677.691
<b>Partite varie</b> ... ..	98.419.824	98.419.824
<b>Accantonamento per costruzioni</b> ... ..	82.065.109	82.065.109
<b>Conto profitti e perdite</b> ... ..	148.832.656	—
<b>Dividendo pagabile il 1° luglio 1972</b> ... ..	—	26.832.656
	<u>29.362.151.157</u>	<u>29.362.151.157</u>

**RELAZIONE DEI REVISORI DEI CONTI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ED 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 1972, nonché 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, 26 aprile 1972

**PRICE WATERHOUSE & CO.**

## CONTO PROFITTI E PERDITE

### per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1972

	Franchi oro
Interessi netti e altri redditi ... ..	172.741.185
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione ... ..	265.915
Direzione e personale ... ..	12.561.590
Funzionamento degli uffici e altre spese ... ..	3.549.608
	<u>16.377.113</u>
Avanzo netto delle operazioni ... ..	156.364.072
meno: Importo devoluto all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione ... ..	7.531.416
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1972 ... ..	148.832.656

Il Consiglio di Amministrazione raccomanda all'Assemblea generale annuale di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:

Dividendo del 6% all'anno sul capitale versato	
37,50 franchi oro per azione su 464.725 azioni per dodici mesi	17.427.187
28,125 franchi oro per azione su 16.400 azioni per nove mesi	461.250
	<u>17.888.437</u>
	130.944.219
Dividendo addizionale (massimo statutario) del 3% all'anno sul capitale versato	
18,75 franchi oro per azione su 464.725 azioni per dodici mesi	8.713.594
14,0625 franchi oro per azione su 16.400 azioni per nove mesi	230.625
	<u>8.944.219</u>
	122.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva generale ... ..	61.000.000
	<u>61.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva speciale per dividendi (massimo statutario) ...	24.400.000
	<u>36.600.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero ... ..	36.600.000

## In franchi oro

<b>Saldo al 31 marzo 1972, conforme al bilancio</b>	...	...	...	...	...	...	<b><u>300.703.125</u></b>
---	-----	-----	-----	-----	-----	-----	---------------------------

<b>Saldi al 31 marzo 1972, conformi al bilancio</b>	<b>30.070.313</b>	<b>205.133.210</b>	<b>61.207.964</b>	<b>156.800.000</b>
---	-------------------	--------------------	-------------------	--------------------

[illegible]

## 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 Prof. Francesco Masera	}	Roma
Bernard Clappier, oppure Marcel Théron	}	Parigi
Dott. Otmar Emminger, oppure Johannes Tüngeler	}	Francoforte s/M.
Georges Janson, Brusselle		
C. J. Morse, oppure M. J. Balfour	}	Londra

## 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
Maurice Toussaint	Direttore
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