

# **BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

## **QUARANTATREESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1972 - 31 MARZO 1973**

**BASILEA**

**18 giugno 1973**

## INDICE

	Pagina
Introduzione . . . . .	I
I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1972-73 . . . . .	3
Produzione e domanda (p. 3); il problema dell'inflazione (p. 9); moneta, credito e saggi d'interesse (p. 16); sviluppi successivi all'accordo smithsoniano e crisi monetaria nel 1973 (p. 22); sviluppi sui mercati valutari (p. 23); il processo di aggiustamento (p. 28): Stati Uniti (p. 29), Giappone (p. 32), Germania (p. 33), variazioni effettive dei tassi di cambio (p. 34); riforma monetaria internazionale (p. 35)	
II. Andamenti e politiche in campo economico e monetario nei singoli paesi . . . . .	42
Stati Uniti (p. 44), Canada (p. 49), Giappone (p. 51), Regno Unito (p. 54), Germania (p. 60), Francia (p. 64), Italia (p. 68), Belgio (p. 71), Paesi Bassi (p. 73), Svizzera (p. 76), Austria (p. 78), Danimarca (p. 80), Norvegia (p. 81), Svezia (p. 82), Finlandia (p. 85), Spagna (p. 86), Portogallo (p. 87), Jugoslavia (p. 88), Australia (p. 89), Sud Africa (p. 91), Europa orientale: Unione Sovietica (p. 92), Repubblica Democratica Tedesca (p. 93), Polonia (p. 93), Cecoslovacchia (p. 94), Ungheria (p. 94), Romania (p. 95), Bulgaria (p. 95)	
III. Scambi e pagamenti internazionali . . . . .	97
Commercio mondiale (p. 97); bilance dei pagamenti (p. 99): Stati Uniti (p. 101), Canada (p. 104), Giappone (p. 105), Regno Unito (p. 107), Germania (p. 111), Francia (p. 113), Italia (p. 115), Unione Economica Belgio-Lussemburgo (p. 117), Paesi Bassi (p. 119), Svizzera (p. 120), Austria (p. 121), Spagna (p. 121), Danimarca (p. 122), Norvegia (p. 123), Svezia (p. 124), Finlandia (p. 125); altri paesi europei: Islanda (p. 126), Irlanda (p. 126), Portogallo (p. 126), Grecia (p. 127), Turchia (p. 127), Jugoslavia (p. 127); Europa orientale (p. 128)	
IV. Oro, riserve e cambi . . . . .	130
Oro: produzione, mercati e riserve (p. 130); riserve globali (p. 134); il Fondo Monetario Internazionale (p. 138); i movimenti monetari: Stati Uniti (p. 140), Regno Unito (p. 142), Germania (p. 144), Giappone (p. 145), Spagna (p. 147), Francia (p. 147), Paesi Bassi (p. 148), Unione Economica Belgio-Lussemburgo (p. 149), Canada (p. 149), Austria (p. 149), Portogallo (p. 150), Svezia (p. 150), Norvegia (p. 150), Danimarca (p. 150), Finlandia (p. 151), Italia (p. 151), Svizzera (p. 151), altri paesi europei (p. 152); i mercati dei cambi (p. 153): accordi sui mercati dei cambi tra i paesi membri della Comunità Economica Europea (p. 153), sterlina (p. 155), marco tedesco (p. 157), franco francese (p. 158), il franco belga e il fiorino olandese (p. 159), lira (p. 160), franco svizzero (p. 161), yen (p. 162), dollaro canadese (p. 162), scellino austriaco (p. 162), altre valute (p. 163); altri sviluppi sui mercati dei cambi (p. 164)	

V. Il mercato delle eurodivise e delle euroobbligazioni . . . . .	173
Il mercato delle eurodivise: <i>aspetti generali (p. 173), posizioni complessive verso l'estero (p. 176), composizione delle valute (p. 180), natura dei mutanti e dei mutuari (p. 182), distribuzione geografica (p. 184), andamento dei saggi d'interesse (p. 188); il mercato delle euroobbligazioni (p. 191)</i>	
VI. L'Accordo Monetario Europeo . . . . .	196
Revisione e cessazione dell'Accordo (p. 196); operazioni in base all'Accordo: <i>Fondo europeo (p. 196), sistema multilaterale di regolamenti (p. 199); situazione dei conti (p. 199); liquidazione del Fondo europeo (p. 200); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (p. 202); il nuovo Accordo concernente una Garanzia di Cambio (p. 203)</i>	
VII. Attività della Banca . . . . .	204
Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 204); operazioni del Dipartimento bancario (p. 205): <i>passivo (composizione delle risorse) (p. 206), attivo (utilizzo delle risorse) (p. 210); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 213); la Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo) (p. 215); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (p. 215); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 215); distribuzione dell'utile netto (p. 216); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 217)</i>	
Conclusioni . . . . .	219

\*            \*

\*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1973.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)\*

	Pagina
<b>I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1972-73</b>	
Offerta e usi delle risorse . . . . .	5
Incidenza degli investimenti lordi sulle variazioni del prodotto nazionale lordo reale*	7
Prezzi delle merci a mercato mondiale* . . . . .	9
Prezzi e salari* . . . . .	12
Offerta di moneta . . . . .	17
Credito bancario globale e sue componenti* . . . . .	18
Saggi d'interesse a breve e a lungo termine* . . . . .	21
Paesi del Gruppo dei dieci: Saldi del commercio con l'estero . . . . .	29
Stime delle variazioni effettive dei saggi di cambio . . . . .	35
<b>II. Andamenti e politiche in campo economico e monetario nei singoli paesi</b>	
Produzione industriale* . . . . .	43
Stati Uniti: Fonti e utilizzi dei fondi del mercato creditizio . . . . .	47
Canada: Fondi raccolti sui mercati creditizi . . . . .	50
Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	52
Regno Unito:	
Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	56
Espansione del credito interno . . . . .	57
Germania: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	62
Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1971 . . . . .	67
Italia: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie . . . . .	70
Paesi Bassi: Variazioni delle attività e passività finanziarie . . . . .	75
Svezia: Flussi creditizi netti . . . . .	84
Economie dei paesi dell'Europa orientale: Produzione per settori e reddito nazionale prodotto . . . . .	93
<b>III. Scambi e pagamenti internazionali</b>	
Commercio mondiale . . . . .	97
Sviluppo delle esportazioni dalle principali aree industriali . . . . .	98
Bilance dei pagamenti:	
Principali aree industriali . . . . .	100
Stati Uniti . . . . .	103
Canada . . . . .	105
Giappone . . . . .	106
Regno Unito . . . . .	108
Germania . . . . .	112
Francia . . . . .	114

Bilance dei pagamenti: (continuazione)	
Italia . . . . .	117
Unione Economica Belgio-Lussemburgo . . . . .	118
Paesi Bassi . . . . .	119
Altri paesi europei . . . . .	123
Europa orientale: Scambi di merci . . . . .	128

#### IV. Oro, riserve e cambi

Produzione mondiale di oro . . . . .	130
Fonti e usi dell'oro (stime) . . . . .	131
Prezzi di mercato dell'oro, in dollari SU per oncia di fino* . . . . .	132
Riserve mondiali di oro . . . . .	134
Variazioni nelle riserve globali . . . . .	135
Andamento delle riserve globali, 1958-1972* . . . . .	137
Fondo monetario internazionale: prelievi e riacquisti nel 1972 . . . . .	139
Stati Uniti: Movimenti monetari esterni . . . . .	141
Regno Unito: Movimenti monetari esterni . . . . .	144
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone: Posizioni monetarie verso l'estero	146
Fluttuazione congiunta delle monete europee* . . . . .	154
Tassi di cambio del dollaro SU (1971-73) . . . . .	156

#### V. Il mercato delle eurodivise e delle euroobbligazioni

Banche di otto paesi europei dichiaranti: passività verso l'estero in valute straniere*	173
Passività e attività verso l'estero, in valute nazionali ed estere, delle banche dei singoli paesi dichiaranti . . . . .	177
Passività e attività verso l'estero, in dollari e altre valute estere, delle banche dei singoli paesi dichiaranti . . . . .	179
Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari e altre valute estere	181
Posizioni in valute estere delle banche europee dichiaranti verso non residenti . . . . .	185
Dimensione del mercato delle eurodivise (stima) . . . . .	187
Saggi interbancari sui depositi in eurodivise a tre mesi e saggio sui C.D. negli Stati Uniti* . . . . .	188
Emissioni obbligazionarie internazionali ed estere: offerte al pubblico e collocamenti privati . . . . .	191
Rendimenti delle emissioni internazionali e interne di obbligazioni in \$SU e DM* . . . . .	194

#### VI. L'accordo monetario europeo

Fondo europeo:	
Utilizzo dei crediti concessi . . . . .	197
Pagamenti effettuati in base al Sistema multilaterale di regolamenti . . . . .	198
Situazioni dei conti . . . . .	200
Operazioni di liquidazione . . . . .	201
Contribuzioni rimborsate ed entrate nette distribuite ai paesi membri . . . . .	202

## VII. Attività della Banca

Totali del bilancio . . . . .	205
Composizione delle risorse . . . . .	206
Passivo* . . . . .	207
Fondi ricevuti in prestito:	
Origine . . . . .	208
Natura e scadenza . . . . .	209
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti . . . . .	210
Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine . . . . .	211
Attivo* . . . . .	212
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) . . . . .	213
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young) . . . . .	214
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 . . . . .	214
Prestiti garantiti della CECA . . . . .	216

# QUARANTATREESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 18 giugno 1973.

Signori,

ho l'onore di presentare la quarantatreesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1972 e terminato il 31 marzo 1973.

Effettuata la deduzione di franchi oro 3.984.995 trasferiti all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e di franchi oro 10.000.000 assegnati all' "Accantonamento per costruzioni", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 122.063.281 a fronte di franchi oro 148.832.656 del precedente esercizio e di franchi oro 99.448.906 dell'esercizio 1970-71.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea Generale decida di destinare l'importo di franchi oro 18.042.187 al pagamento del dividendo prioritario del 6% l'anno, pari a 37,50 franchi oro per azione, e un importo di franchi oro 9.021.094 della parte residua dell'utile netto - somma che rientra nel limite statutario del 20% - al pagamento del massimo dividendo addizionale del 3% l'anno, pari a 18,75 franchi oro per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 47.500.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 13.967.817 al Fondo di riserva speciale per dividendi (trasferimento col quale il Fondo raggiunge il massimo livello statutario di un quarto del capitale versato) e il residuo di franchi oro 33.532.183 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo complessivo della Banca per l'esercizio finanziario 1972-73 ammonterà a 56,25 franchi oro per azione, pagabile agli azionisti il 1° luglio 1973 in franchi svizzeri.

Il capitolo I della presente Relazione passa in rassegna le tendenze e le politiche economiche nel periodo 1972-73, con particolare riferimento al problema dell'inflazione, all'espansione di moneta e credito, alle crisi monetarie e alle prospettive di riforma del sistema monetario internazionale. Il capitolo II esamina l'andamento della produzione, dei prezzi e delle politiche monetarie e fiscali nei singoli paesi. I capitoli successivi analizzano le vicende dello scorso anno in settori quali gli scambi e i pagamenti internazionali, la produzione aurea, le riserve globali e i mercati valutari. Il capitolo V presenta una disamina degli sviluppi sul mercato delle eurodivise e delle euro-obbligazioni; il capitolo VI è dedicato alle operazioni dell'Accordo monetario europeo e alla sua cessazione. Infine, il capitolo VII illustra le attività della Banca durante l'esercizio finanziario, il bilancio e le risultanze finanziarie.



## I. RASSEGNA DELLE TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE NEL 1972-73.

L'aspetto drammatico delle vicende economiche internazionali dello scorso anno è consistito nel crollo della struttura dei cambi posta in essere nel dicembre 1971 allo Smithsonian Institute. Già dal terzo trimestre del 1972 appariva ormai chiaro che il riallineamento delle monete non avrebbe provocato un sufficiente aggiustamento degli squilibri nei pagamenti internazionali, ammesso che fosse in grado di operarne uno. La crisi valutaria, che in seguito scoppiò, fu grave e il clima psicologico sui mercati fu scosso a tal punto che una nuova svalutazione del dollaro si dimostrò del tutto inefficace; fluttuazione e controlli divennero la nuova regola del giorno.

Quando, nell'agosto 1971, si verificò il primo cedimento nella struttura dei cambi, cominciarono ben presto a palesarsi segni di incertezza nel mondo degli affari e di possibili conseguenze negative sul commercio e sulla produzione; questa volta, al contrario, nessun sintomo del genere si è finora manifestato e la fase espansiva del ciclo, che nella seconda metà del 1972 era un fenomeno generalizzato, ha subito una forte accelerazione negli ultimi sei-otto mesi. Il movimento è stato talmente rapido da indurre le autorità di diversi paesi ad adottare misure per fronteggiare la minaccia di una domanda in eccesso.

Comunque, con o senza eccesso di domanda, l'inflazione ha continuato ad essere acuta nella maggior parte dei paesi, aumentando generalmente di intensità nella seconda metà del 1972. Solo introducendo il blocco dei prezzi e dei salari, seguito da controlli applicati per legge, gli Stati Uniti e il Regno Unito sono in parte riusciti a frenare la spirale. Oltre alla costante pressione esercitata dall'inflazione da salari, ha influito sull'andamento dei prezzi anche il cospicuo rincaro dei prodotti base. L'aspetto enigmatico della presente situazione sta nel fatto che tale accelerazione si è verificata in presenza di un'economia che in molti paesi operava ancora al di sotto del livello di pieno impiego.

### **Produzione e domanda.**

Nel 1972, la ripresa ciclica dell'attività economica, iniziata negli Stati Uniti e nel Canada nei primi mesi del 1971, si è gradualmente manifestata anche nella maggior parte degli altri paesi industriali. Negli Stati Uniti, l'espansione della produzione è stata particolarmente rapida per tutto l'arco del 1972 e durante la prima parte del 1973, ed anche in Canada si è mantenuto un alto saggio d'incremento. Negli altri paesi, per contro, le tendenze sono state talora assai eterogenee, sebbene una rinnovata fase espansiva abbia rappresentato la caratteristica dominante. Alcuni paesi, tra cui la Francia e la Svizzera, appena sfiorati dalla recessione del 1971, hanno registrato lo scorso anno un'espansione alquanto costante, ad un saggio favorevole se confrontato alle tendenze di più lungo periodo. Ma è negli altri paesi, dove la produzione nel 1971 era stagnante, che l'inversione del ciclo è stata evidente durante lo scorso anno.

In Giappone, ad esempio, l'attività ha dato segni di nuova vitalità all'inizio del 1972 ed ha proceduto ad un ritmo accelerato dall'autunno in poi; quest'anno l'economia sembra chiaramente puntare verso uno dei suoi livelli massimi. Nel Regno Unito, il secondo trimestre del 1972 ha coinciso con una nuova fase espansiva, e da allora la produzione è aumentata assai rapidamente, anche se ad un ritmo più contenuto rispetto al Giappone. In Belgio e in Spagna, a partire dal 1972 o forse già verso la fine del 1971, la produzione ha assunto un ritmo decisamente più celere e gli incrementi sono stati cospicui fino al primo semestre dell'anno in corso. Viceversa, in Germania, Paesi Bassi e Svezia, la ripresa è iniziata tardi e senza troppi segni di sostenutezza fin verso l'ultimo trimestre del 1972; da allora, per quanto concerne in particolare la Germania, l'espansione è continuata con eccezionale vigore. Anche in Italia la produzione ha ripreso parzialmente slancio dall'ottobre scorso, ma sarà necessario un lungo cammino prima che si raggiungano i precedenti saggi di sviluppo dell'economia.

A causa del riallineamento monetario del dicembre 1971, la domanda per le esportazioni non ha rappresentato il principale fattore di stimolo della rinnovata espansione della produzione, come si era verificato nei precedenti cicli economici. In linea generale, pur con l'eccezione del Belgio, della Germania, della Norvegia e della Spagna, durante la prima metà del 1972 le esportazioni non hanno manifestato il loro consueto slancio. Successivamente, peraltro, si è avuta una forte ripresa in molti paesi, tra cui Canada, Francia, Giappone, Svezia, Regno Unito e Stati Uniti. Nei Paesi Bassi, dove l'aumento del prodotto reale è rimasto pressochè invariato nel 1972 rispetto all'anno precedente, l'incremento delle esportazioni ha rappresentato un elemento di sostegno dell'economia. In taluni casi, il diverso momento in cui si è verificata la ripresa ciclica nonchè il differente ritmo dell'espansione interna hanno agito contrariamente alle esigenze di aggiustamento esterno. Ciò è particolarmente vero nel caso degli Stati Uniti e del Regno Unito dove le importazioni sono aumentate molto più rapidamente delle esportazioni.

Per quanto concerne l'andamento della domanda interna, i consumi privati hanno svolto un ruolo determinante nel progresso o nella ripresa dell'attività economica. Specie nel Regno Unito, ma anche negli Stati Uniti e nel Canada, l'aumento dei consumi reali nel 1972 è stato nettamente superiore alla media del periodo 1961-70, ed ha rispecchiato un ritorno di fiducia da parte dei consumatori, come anche un maggior reddito disponibile e condizioni creditizie relativamente più agevoli. E' altresì evidente che in taluni casi i consumatori sono stati anche spinti dal desiderio di proteggersi da nuovi aumenti di prezzi. In Giappone il livello di espansione dei consumi ha pressochè ripristinato la media di lungo periodo. Tra i paesi dell'Europa continentale, un aumento dei consumi, a tassi elevati rispetto ai precedenti valori, si è verificato in Austria, Belgio, Finlandia e Svizzera ed anche in Francia la crescita è stata alquanto costante. In altri, tra cui l'Italia, i Paesi Bassi, la Svezia e la Spagna, nel 1972 i consumi hanno segnato una ripresa rispetto a precedenti livelli recessivi, tuttavia il saggio d'incremento è rimasto notevolmente inferiore a quello degli anni sessanta.

In linea generale, almeno fino all'attuale stadio del ciclo espansivo, le spese per impianti ed attrezzature industriali non si sono dimostrate una forza dinamica. Un'ec-

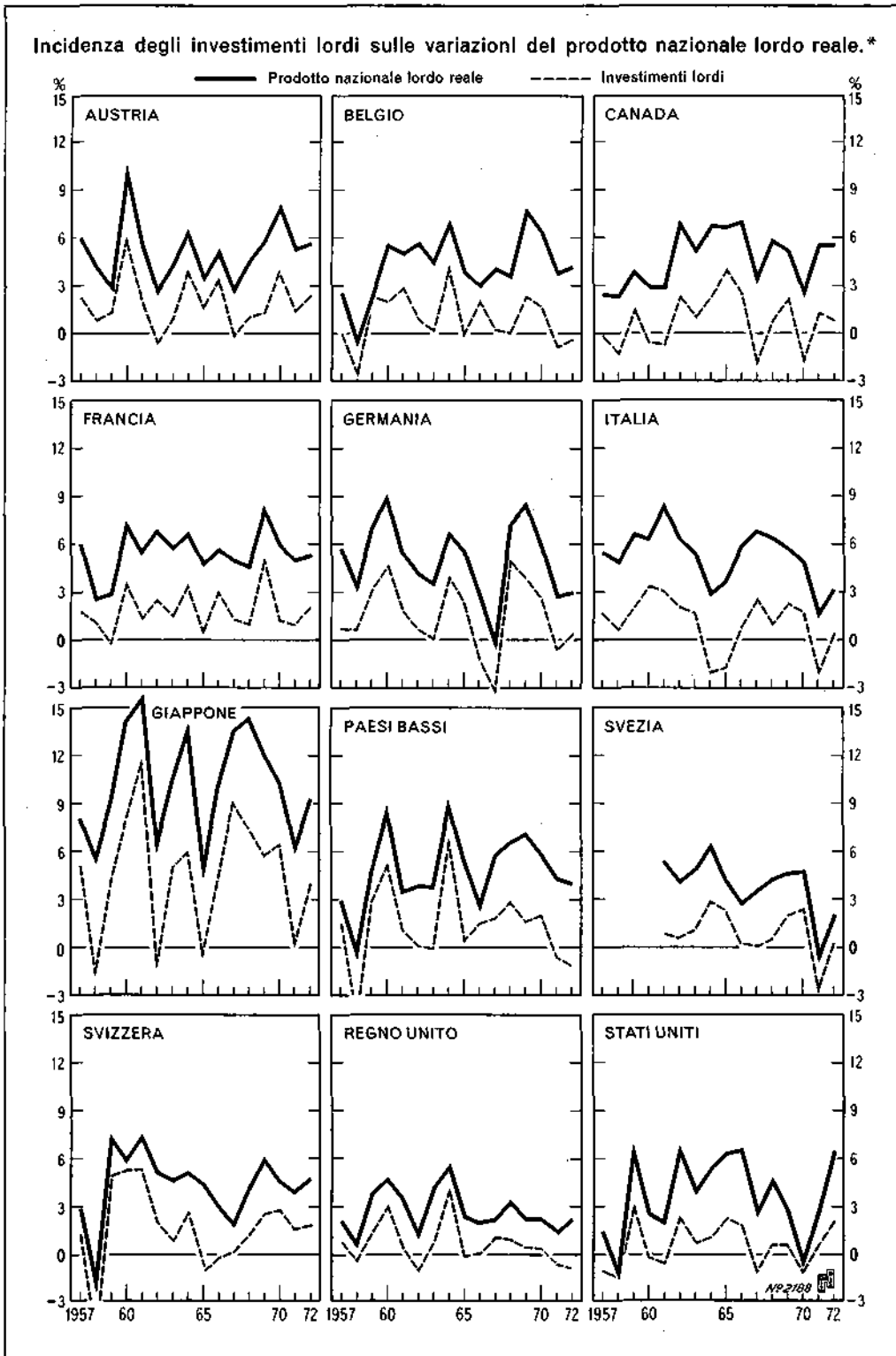
Offerta e usi delle risorse.

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 medie nel periodo o annue in volume (percentuali)									
Austria . . . . .	1961-70	4,4	3,0	6,0	.	.	8,5	8,4	4,7
	1971	6,6	2,6	12,9	.	.	4,8	5,9	5,6
	1972	7,3	6,0	4,4	.	.	10,3	11,2	6,4
Belgio . . . . .	1961-70	4,0	5,7	5,3	6,1	2,9	9,4	8,6	4,9
	1971	4,6	4,8	- 2,8	- 2,6	- 4,9	8,1	6,2	3,7
	1972	4,7	7,4	- 0,6	.	.	9,2	8,3	4,1
Canada . . . . .	1961-70	4,5	5,9	5,2	5,6	3,4	9,1	7,2	5,2
	1971	5,5	5,3	5,7	3,3	16,1	5,2	8,2	5,5
	1972	7,6	5,0	4,1	2,6	9,6	6,2	10,9	5,5
Danimarca . . . . .	1961-70	4,8	6,1	7,4	7,2	8,0	7,1	6,2	4,8
	1971	1,9	8,9	1,9	2,0	1,7	4,2	1,0	3,1
	1972	3,0	7,2	9,0	.	.	7,0	4,5	4,6
Finlandia . . . . .	1961-70	4,9	5,8	4,0	3,3	6,4	7,6	8,3	5,1
	1971	3,0	4,5	2,7	4,2	1,1	- 1,1	- 0,4	2,3
	1972	5,2	5,4	2,9	1,3	8,0	15,1	4,1	4,9
Francia . . . . .	1961-70	5,7	3,6	8,9	9,2	8,3	9,6	10,8	5,8
	1971	6,0	3,5	5,9	5,9	5,8	11,7	11,6	5,0
	1972	5,4	2,4	8,1	7,0	11,0	12,5	12,4	5,3
Germania . . . . .	1961-70	5,0	4,3	5,7	6,6	3,1	8,5	9,9	4,8
	1971	5,6	7,3	4,5	3,7	8,3	6,5	9,8	2,7
	1972	3,5	4,4	1,9	- 0,8	12,8	7,6	8,1	2,9
Giappone . . . . .	1961-70	9,1	6,8	14,9	14,8	15,4	15,3	14,8	11,1
	1971	7,1	8,1	7,7	8,8	3,9	17,9	3,4	6,2
	1972	9,3	7,8	10,7	10,0	14,3	7,4	8,5	9,2
Italia . . . . .	1961-70	6,1	4,0	5,0	4,6	5,9	12,1	11,9	5,7
	1971	2,8	5,2	- 3,5	- 0,1	- 11,7	8,2	1,7	1,6
	1972	3,8	4,2	- 0,2	- 1,0	2,0	11,2	13,2	3,2
Norvegia . . . . .	1961-70	4,1	6,4	5,4	5,1	6,6	7,8	8,0	5,0
	1971	5,0	7,5	18,6	20,2	11,5	2,6	6,1	5,4
	1972	1,6	5,3	- 5,7	- 7,4	2,5	14,1	1,5	4,2
Paesi Bassi . . . . .	1961-70	5,9	3,2	7,0	7,1	6,4	8,9	10,1	5,1
	1971	3,1	3,5	1,7	0,1	8,6	11,1	6,8	4,3
	1972	4,0	1,3	- 5,0	- 8,6	10,2	9,1	5,7	4,2
Regno Unito . . . . .	1961-70	2,4	2,1	4,5	5,0	2,9	4,9	4,0	2,7
	1971	2,6	3,9	- 0,6	- 1,0	1,8	5,7	5,8	1,6
	1972	6,8	3,5	0,7	- 0,6	7,2	2,9	9,3	2,2
Spagna . . . . .	1961-70	7,2	5,5	10,3	12,2	4,1	12,3	17,4	7,5
	1971	3,4	6,4	- 6,1	- 6,2	- 5,7	14,5	0,6	4,6
	1972	6,5	4,5	13,6	.	.	12,2	18,6	7,3
Stati Uniti . . . . .	1961-70	4,2	4,2	3,7	4,4	0,2	6,9	8,1	4,0
	1971	3,9	1,6	5,2	- 0,4	29,6	0,8	5,0	2,7
	1972	5,9	4,9	10,0	7,2	19,5	8,0	11,8	6,4
Svezia . . . . .	1961-70	3,7	5,4	5,0	5,0	5,2	7,6	7,3	4,4
	1971	0,9	4,0	- 2,1	- 1,8	- 3,2	6,4	- 2,3	0,0
	1972	2,3	1,0	5,5	6,3	2,7	5,8	4,7	2,2
Svizzera . . . . .	1961-70	4,7	4,6	6,0	6,8	3,9	7,7	9,0	4,5
	1971	5,5	3,7	7,8	8,3	6,7	3,7	6,9	3,9
	1972	5,7	4,5	7,5	7,1	9,0	4,5	6,8	4,7

cezione è rappresentata dagli Stati Uniti, dove investimenti di questo tipo hanno subito un forte rilancio lo scorso anno e presentano la prospettiva di un più elevato saggio d'incremento nel 1973. Una serie di fattori, quali il ritmo dell'espansione nel suo complesso, il ridotto margine di capacità inutilizzate e i miglioramenti ottenuti nei risultati di gestione hanno contribuito a rafforzare il clima di fiducia tra gli operatori. In Giappone, per contro, gli investimenti fissi nelle industrie manifatturiere sono in effetti diminuiti, mentre quelli nelle industrie non manifatturiere hanno registrato un forte aumento. Nell'Europa occidentale, gli unici paesi in cui si è manifestata una certa espansione degli investimenti industriali sono stati la Francia, la Svezia e la Svizzera. Altrove, tale aumento, quando si è verificato, è stato di più modeste proporzioni, mentre nei Paesi Bassi si è avuta una notevole contrazione. Anche la ricostituzione di scorte ha tardato a riprendere quota, rimanendo a livelli generalmente bassi o addirittura negativi, come nel caso del Regno Unito e della Svezia.

Assai diversa è stata, al contrario, la situazione nel settore dell'edilizia residenziale. Condizioni di "boom" sono prevalse in molti paesi, rispecchiando una forte domanda per abitazioni, condizioni di credito relativamente agevoli per gran parte del 1972, ed in certa misura anche una fuga dal denaro verso beni reali. Negli Stati Uniti l'edilizia per abitazioni è aumentata del 20% nel 1972, dopo l'incremento del 30% conseguito l'anno prima, ed in Canada si è avuto un andamento analogo, sebbene su scala minore. In Giappone, dopo il trascurabile incremento del 1971, l'edilizia residenziale si è avviata verso una vigorosa fase espansiva, con un aumento del 14% nelle costruzioni durante il 1972. Tra i paesi dell'Europa occidentale, la più forte accelerazione in questo settore si è verificata nel Regno Unito, ma anche nei Paesi Bassi, Germania, Danimarca, Francia e Svizzera si sono verificati incrementi ad un saggio elevato o più rapido di prima. Viceversa, in Italia la fase recessiva del settore si è protratta per il terzo anno consecutivo, in gran parte come conseguenza di remore di ordine legislativo ed amministrativo, mentre in Svezia, dove il mercato delle nuove abitazioni era temporaneamente saturo, si è avuta solo una leggera ripresa dopo due anni di contrazione. Più recentemente, il ritmo dell'edilizia per nuove abitazioni sembra essersi intensificato in Svezia e Belgio, ed essere invece rallentato negli Stati Uniti e nel Canada.

L'atteggiamento delle autorità, per quanto concerne la formazione di capitale, ha subito un certo mutamento di indirizzo. In Giappone, le autorità stanno mirando ad attenuare l'importanza degli investimenti nell'industria manifatturiera, ai quali era connesso l'altissimo flusso delle esportazioni negli ultimi anni, a favore degli investimenti in infrastrutture sociali, edilizia privata ed industrie del settore terziario. Per ragioni di ordine sia interno che esterno, taluni paesi, ed in particolare l'Italia, la Svezia e il Regno Unito, ma apparentemente anche gli Stati Uniti, auspicherebbero tassi di sviluppo degli investimenti produttivi nettamente più elevati nel lungo periodo. In altri, come il Belgio e i Paesi Bassi è stata analogamente manifestata una certa preoccupazione per gli investimenti industriali, non tanto per ragioni di bilancia dei pagamenti, quanto a causa degli effetti restrittivi derivanti dall'inflazione da costi e dalla recente compressione dei margini di profitto. In Francia, gli sforzi compiuti dalle autorità negli ultimi anni per mantenere un elevato tasso di investimenti industriali, sono stati abbastanza uniformemente coronati da successo.



\* I dati relativi agli investimenti lordi rappresentano in termini percentuali la loro incidenza sulla variazione percentuale annua del prodotto nazionale lordo reale.

Avuto riguardo a questi mutamenti di indirizzo nonchè alle differenti posizioni cicliche, appare interessante osservare i dati relativi agli investimenti dello scorso anno in un contesto di più lungo periodo. La formazione del capitale lordo (spese per impianti e attrezzature, edilizia per abitazioni e accumulazione di scorte) di regola rappresenta la componente più variabile della domanda, che talora esercita un'influenza predominante sulle variazioni cicliche del prodotto globale. Il grafico della pagina precedente illustra in termini percentuali l'incidenza degli investimenti lordi sulla variazione percentuale annua del prodotto nazionale lordo reale nei maggiori paesi industriali a partire dal 1957.

Nel grafico la stretta relazione tra tassi di sviluppo del prodotto reale e investimenti lordi è chiaramente riscontrabile. Esso mostra inoltre il diverso andamento delle fluttuazioni cicliche nei vari paesi, ad esempio, le ampie oscillazioni nell'attività economica del Giappone, l'espansione relativamente stabile in Francia e la tendenza comparativamente stagnante nel Regno Unito durante gli anni recenti. Riguardo al 1972 si può osservare come gli investimenti lordi abbiano contribuito al prodotto reale con un'incidenza che varia da modesta a sostanziale nel caso dell'Austria, Canada, Francia, Giappone, Svizzera e Stati Uniti, e come in questi paesi l'espansione globale in termini reali, sebbene talora in fase iniziale di ripresa, regga favorevolmente il confronto con la media di più lungo periodo. In altri paesi, tra cui il Belgio, la Germania, l'Italia, i Paesi Bassi, la Svezia e il Regno Unito, l'incidenza degli investimenti lordi, pur essendo in molti casi migliorata rispetto al 1971, è stata o assai esigua, come in Germania, o ancora di segno negativo. Quasi tutti i paesi prevedono per il 1973 un'ulteriore ripresa o un costante progresso degli investimenti fissi, congiuntamente ad un notevole rilancio degli investimenti in scorte.

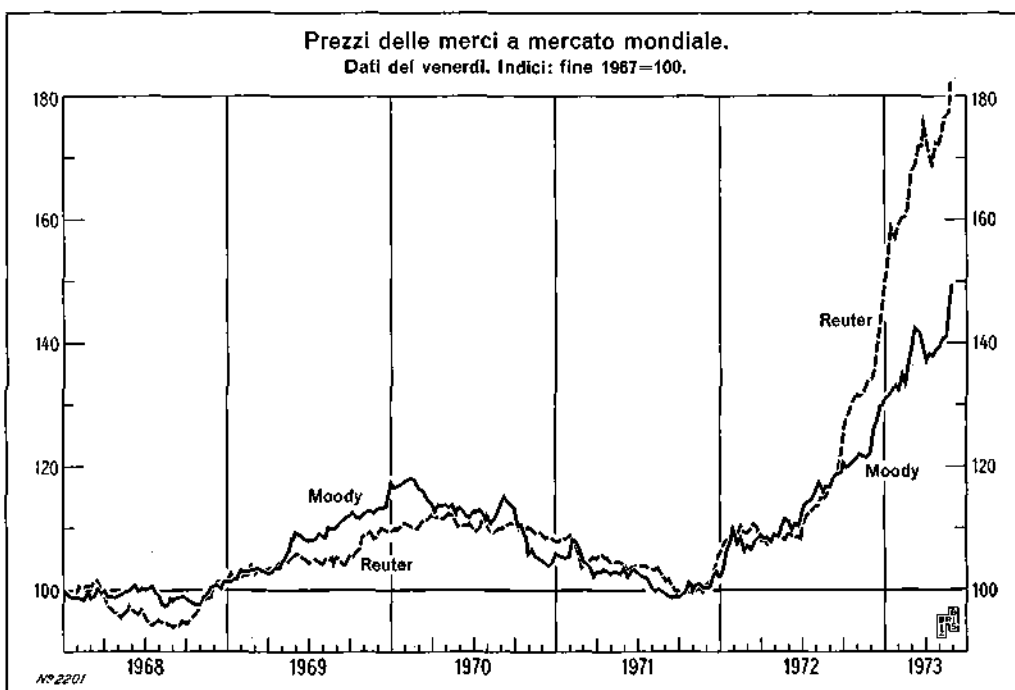
Negli ultimi uno o due anni, molte imprese industriali sembrano aver modificato la loro politica di nuovi investimenti, puntando al miglioramento della produttività piuttosto che all'espansione della capacità. La ragione è indubbiamente connessa all'onere dei crescenti costi del lavoro; ne è quindi derivato un certo rallentamento nel regresso della disoccupazione. Ciò si è verificato negli Stati Uniti ed ancor più in Canada, ma anche in gran parte dei paesi dell'Europa occidentale si è manifestato un simile ritardo prima che la disoccupazione cominciasse ad attenuarsi verso la fine del 1972. In questa fase del ciclo, quasi tutti i paesi, con la principale eccezione dell'Italia, hanno continuato a registrare notevoli guadagni di produttività, varianti dal 5 al 10% circa e più prossimi al 15% nel caso del Giappone. Dato il persistente problema dell'inflazione dei costi, nella maggior parte dei paesi le imprese sono costrette a perseguire un indirizzo di spesa per investimenti orientata nel senso della produttività.

I dati statistici disponibili nella tarda primavera di quest'anno confermano la solidità e la notevole ampiezza dell'espansione economica. Sebbene in molti paesi la domanda non stia ancora esercitando forti pressioni sulle risorse, tuttavia il tasso di sviluppo è divenuto ora talmente rapido da far prevedere che una situazione generalizzata di eccesso della domanda non sia più molto remota. Per questa ragione, diversi paesi hanno fatto ricorso a misure restrittive per contenere il ritmo dell'espansione. La rassegna dei paesi, di cui al capitolo seguente, mette in rilievo questi mutamenti di indirizzo.

### Il problema dell'inflazione.

Un elevato tasso d'inflazione dei prezzi ha nuovamente caratterizzato l'economia mondiale nello scorso anno. Mentre, nella generalità dei casi, il ritmo di ascesa dei prezzi non si è attenuato che in misura trascurabile durante la prima metà del 1972, successivamente nel corso dell'anno si è verificata una netta e diffusa accelerazione, protrattasi nel 1973. Ad aprile di quest'anno i prezzi al consumo stavano per lo più salendo ad un tasso annuo fra il 6 e il 10%. Uno dei principali fattori di tale accelerazione è stato il forte aumento dei prezzi dei prodotti base in tutto il mondo che si è direttamente rispecchiato nel brusco movimento ascendente dei prezzi ingrosso, iniziato verso la metà del 1972. Quasi ovunque i prezzi ingrosso sono aumentati molto più rapidamente di quelli al consumo — una situazione inconsueta che minaccia un'ulteriore ritorzione sui prezzi al consumo non appena il fenomeno avrà esercitato tutta la sua influenza.

L'affinità nei tassi d'inflazione dei prezzi tra i paesi europei non solo riflette la comune influenza esercitata dai prezzi dei prodotti a mercato mondiale, ma anche l'alto grado di interdipendenza economica che si è venuto sviluppando. I prezzi delle merci oggetto di scambi internazionali influiscono infatti sui prezzi dei prodotti concorrenziali sia nei mercati interni che internazionali. Un ruolo determinante in questa trasmissione è stato svolto dagli elevati saggi salariali stipulati nelle industrie esportatrici. Nei paesi minori, con un settore esterno relativamente ampio, i livelli dei prezzi sono particolarmente soggetti ad influenze esterne di questo genere.



L'ascesa dei prezzi delle merci è stata di un ordine di grandezza quale non si registrava dal periodo della guerra di Corea all'inizio degli anni cinquanta. Nei quin-

dici mesi che hanno avuto termine alla fine di marzo 1973, l'indice Moody dei prezzi in dollari negli Stati Uniti è salito del 35 %, mentre quello Reuter dei prezzi in sterline nel Regno Unito (basato su di un gruppo di merci leggermente diverso) è aumentato del 65 %. Gli ultimi due o tre mesi hanno generalmente confermato questa tendenza al rialzo. Pur essendo vero che il deprezzamento del dollaro e della sterlina ha influito sui prezzi delle merci negli Stati Uniti e nel Regno Unito, tuttavia l'andamento dei prezzi negli altri paesi non è stato molto diverso. La maggiorazione registrata da questi indici era basata soprattutto sui generi alimentari e sui prodotti industriali di origine agricola. In effetti, i prezzi delle derrate alimentari sono saliti assai rapidamente a partire dalla metà del 1972, e ad essi va attribuito il 50 % circa dell'aumento negli indici dei prezzi al consumo.

I cereali e la carne sono gli esempi più evidenti del vertiginoso aumento dei prezzi. Il rincaro dei cereali ha rispecchiato più o meno direttamente l'effetto sul mercato dei cattivi raccolti nell'URSS, come anche la scarsa produzione in Australia e, in minor misura, in Canada; tuttavia le conseguenze nel breve periodo di questa minore offerta sono state in certa misura acuite dai programmi degli ultimi anni tendenti a ridurre le superfici coltivate eccedenti e dalla insufficiente incentivazione della produzione di carne nell'ambito della politica agricola comune della CEE. Sia la carne di manzo che di maiale hanno registrato spettacolari aumenti di prezzi. Dal lato dell'offerta, si sono verificate carenze, sia a livello internazionale che interno, per ragioni di ordine strutturale ed anche per il numero relativamente scarso di capi di bestiame; dal lato della domanda, si è manifestato un rapido movimento ascendente, parzialmente addebitabile all'elevata elasticità di reddito durante questo periodo di riespansione economica e di cospicui incrementi salariali.

Nel comparto dei prodotti industriali di origine agricola, l'accelerazione dei prezzi è stata un fenomeno diffuso, sebbene più marcato nel caso della lana, dei pellami ed in misura minore della gomma. Ad esempio, nell'arco di quindici mesi fino al marzo 1973, il prezzo della lana nel Regno Unito si è all'incirca quadruplicato, mentre negli Stati Uniti l'aumento è stato quasi pari a sei volte. I principali fattori occasionali sono stati la crescente domanda mondiale di prodotti tessili, caratterizzata da uno spostamento a favore della lana, congiunta alla domanda per accumulazione di scorte da parte del Giappone. Nell'aprile di quest'anno, tuttavia, allorchè la domanda giapponese è venuta a cessare, i prezzi hanno manifestato una brusca reazione. Nel caso dei pellami, i prezzi sono praticamente raddoppiati durante lo stesso periodo; quelli della gomma naturale sono aumentati del 60 % e soprattutto da ottobre in poi quando la domanda, collegata nei paesi industriali all'espansione della produzione e alla ricostituzione delle scorte, è divenuta assai sostenuta.

I prezzi dei metalli non ferrosi non hanno, in genere, manifestato importanti incrementi fin verso l'inizio del presente anno. Una notevole parte del loro successivo rialzo va messa in relazione all'improvvisa ascesa dei prezzi del rame - saliti del 50 % nello spazio di quattro mesi a Londra - dovuta tra l'altro all'incerta situazione politica nei due principali paesi produttori, lo Zambia e il Cile. Tra gli altri metalli non ferrosi va segnalato lo zinco, il cui prezzo ha raggiunto la punta massima finora registrata, e ciò parzialmente a causa della scarsità dell'offerta connessa con una riduzione della capacità di raffinazione degli Stati Uniti.

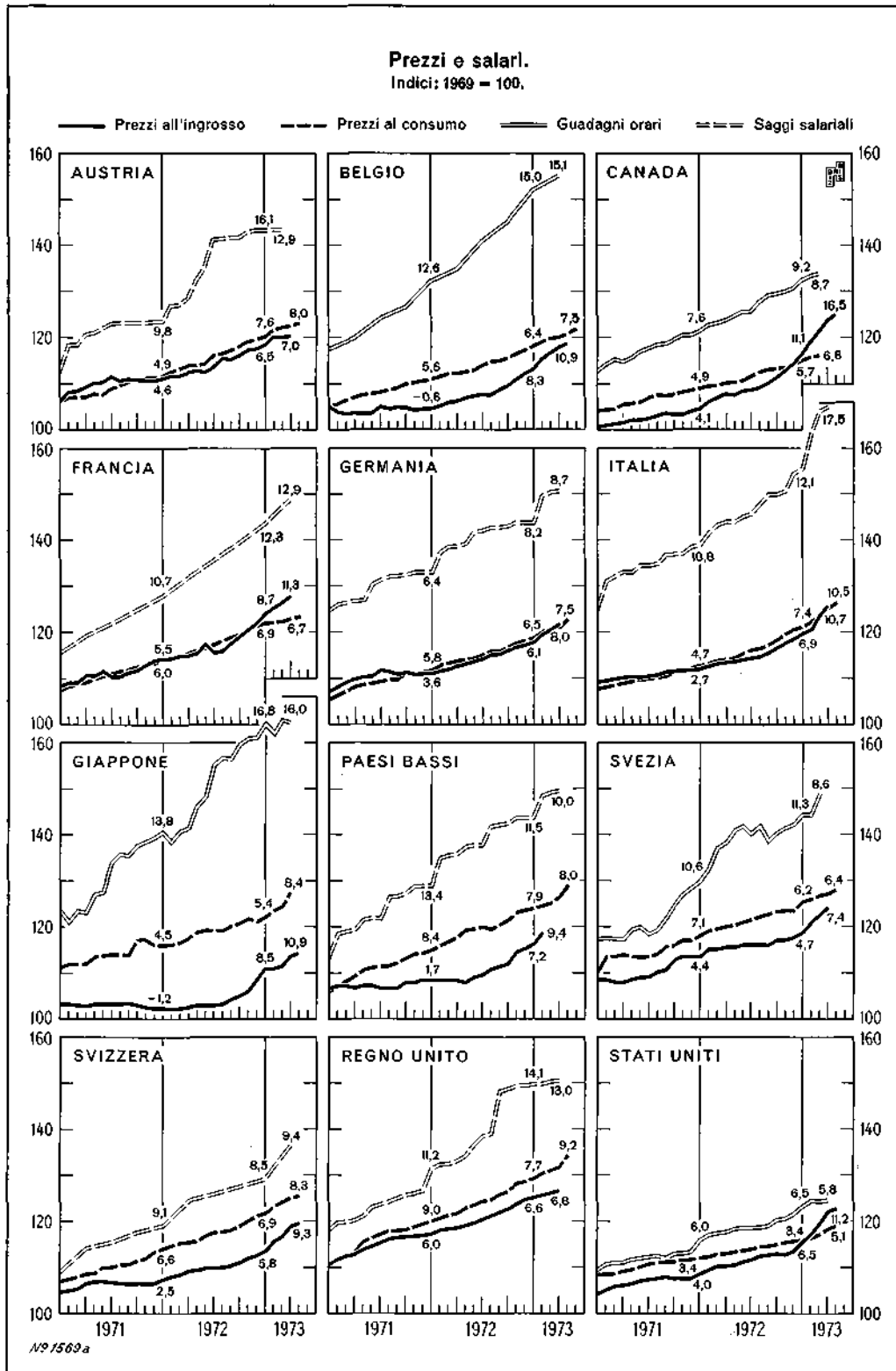


Pur non figurando nell'indice Moody nè in quello Reuter, va altresì menzionato l'ulteriore balzo in avanti nei prezzi dell'olio grezzo e del petrolio. Tali prezzi, dopo essere rimasti relativamente stabili durante gli anni sessanta, allorchè prevalevano condizioni di sovrabbondanza e di maggiore concorrenza dal lato dell'offerta, hanno cominciato recentemente a salire sotto la spinta della sempre crescente domanda e della posizione di forza contrattuale dei produttori.

In breve, l'eccezionale andamento dei prezzi delle merci, durante il periodo che approssimativamente coincide con lo scorso anno, può essere attribuito all'effetto combinato di una domanda estremamente sostenuta, che fa parte della forte ripresa ciclica in atto nell'economia mondiale, e di una serie di insolite condizioni politiche, climatiche e strutturali che hanno provocato carenze dal lato dell'offerta. Inoltre i prezzi quotati in dollari o sterline possono essere stati influenzati dal deprezzamento di queste monete. Sarebbe prematuro ipotizzare un mutamento di lungo periodo nel saldo tra offerta e domanda dei prodotti base, mutamento che cambierebbe l'andamento delle ragioni di scambio dei paesi industriali. D'altra parte, è difficile valutare con esattezza la posizione di fondo, in quanto non si conosce il volume netto delle scorte accumulate che hanno contribuito alla formazione della domanda.

Se l'accelerazione nell'aumento dei prezzi delle merci può essere attribuita alle tendenze sui mercati delle merci, non vi è stato d'altra parte che un rallentamento assai modesto nel rapido andamento di fondo dell'inflazione, già evidente durante i precedenti due o più anni. Tale fenomeno era stato generalmente attribuito alla pressione esercitata dai costi, oltre che all'apparente venir meno delle precedenti connessioni tra domanda di manodopera e saggio d'incremento salariale. Verso la fine del 1972, in molti paesi le retribuzioni stavano salendo alquanto più rapidamente rispetto ai dodici mesi precedenti, ma ciò può essere ascritto tanto al fatto che le richieste salariali sono particolarmente sensibili ai prezzi dei prodotti alimentari quanto ad una situazione di scarsità dal lato dell'offerta sul mercato del lavoro. Mentre il recente saggio d'incremento del 17% nei salari, registrato in Italia e Giappone, va considerato eccezionale, nella maggior parte degli altri paesi gli aumenti si sono aggirati intorno al 10%. Solo negli Stati Uniti essi si sono mantenuti al basso livello del 6%, ma il saggio subirà probabilmente un aumento nel corso di quest'anno. Frattanto, in gran parte dei paesi l'espansione dell'attività economica si è accompagnata con incrementi di produttività sufficientemente ampi da attenuare temporaneamente la pressione dei costi salariali sui prezzi. Infine, il fatto che negli anni recenti l'azione di contenimento della domanda si sia rivelata un debole strumento per arrestare l'inflazione dei salari, non implica che questi ultimi siano conseguentemente immuni da pressioni al rialzo nel corso dei successivi stadi dell'espansione ciclica.

Anche un rafforzamento delle aspettative inflazionistiche ha probabilmente concorso a mantenere la tendenza all'aumento dei prezzi per gran parte dello scorso anno. Un ulteriore elemento che ha contribuito alla psicosi inflazionistica, accompagnato da fenomeni di fuga dal denaro, sono stati gli sconvolgimenti sui mercati dei cambi. Da parte di molti investitori il dollaro non era considerato un rifugio sicuro, mentre l'accesso alle monete forti era stato limitato da controlli diretti. Anche se i risparmi personali non sono apparentemente diminuiti in rapporto al reddito disponibile, un crescente volume di essi risulta essersi indirizzato verso beni reali,



Nota: I dati indicano le variazioni percentuali nell'arco di dodici mesi.

quali le abitazioni, la terra e gli oggetti artistici. In tale contesto, è altresì significativo il forte aumento del prezzo dell'oro. Anche i beni di consumo durevoli sono stati oggetto di una vivace domanda in diversi paesi. Inoltre, le incertezze sui mercati valutari hanno talora alimentato, attraverso movimenti di fondi speculativi, l'espansione monetaria che, a sua volta, ha acuito l'inflazione.

In modo ancora più empirico, un ulteriore contributo all'aumento dei prezzi è derivato dalle variazioni dei tassi di cambio. Supponendo un complesso industriale oligopolistico ed una rigidità dei prezzi alla loro diminuzione, l'aggiustamento verso il basso dei prezzi interni (comprese le importazioni), conseguente ad un apprezzamento della moneta, sembra sia più debole dell'aggiustamento verso l'alto indotto da un deprezzamento. In termini generali, pare che la maggiore flessibilità dei tassi di cambio tenda ad avere implicazioni inflazionistiche superiori a quelle che esisterebbero qualora le forze dell'aggiustamento esterno fossero tali da rendere il deprezzamento di una moneta un fenomeno più comune del suo apprezzamento.

Per gran parte del 1972 le politiche fiscali e monetarie di molti paesi sono state generalmente orientate all'espansione. I governi non erano disposti a mettere a repentaglio la ripresa dell'economia nel tentativo di ridurre l'inflazione, e ciò parzialmente a causa della natura esogena di buona parte delle pressioni al rialzo dei prezzi, ed anche per lo scetticismo esistente circa la capacità di tali politiche di influire sul tasso d'inflazione. In tali circostanze, le autorità si sono dedicate maggiormente all'applicazione di misure dirette per contenere prezzi e salari. Mentre gli sviluppi delle politiche economiche dei singoli paesi durante lo scorso anno saranno estensivamente esaminati nel capitolo successivo, una rassegna di queste più dirette forme di intervento viene effettuata qui di seguito.

Una serie di controlli formali e articolati, che inizialmente hanno segnato una notevole revisione della politica economica dei rispettivi governi, sono entrati in vigore negli Stati Uniti e nel Regno Unito, e più in particolare il programma SU ha anticipato di circa un anno quello del Regno Unito. I due tipi di approccio sono stati alquanto simili. Pertanto, entrambi i paesi hanno cominciato con un blocco dei prezzi, dei salari e di taluni altri redditi. Negli Stati Uniti il blocco si è protratto per novanta giorni dall'agosto al novembre 1971 ed è indubbiamente riuscito a ridurre il tasso d'inflazione in maniera sensibile. Nel Regno Unito il blocco dei redditi è stato applicato dal novembre 1972 alla fine di marzo di quest'anno e quello dei prezzi si è protratto per altre quattro settimane: ancora una volta l'obiettivo limitato del contenimento dei salari è stato raggiunto; tuttavia questo periodo coincideva con la fase di aumento dei prezzi dei generi alimentari e di altre materie prime, ed essendo le derrate nonché le importazioni escluse dal blocco dei prezzi, il livello generale di questi ultimi ha continuato a salire rapidamente.

La Seconda Fase del programma antinflazionistico SU si è protratta da novembre 1971 a gennaio 1973. E' stato fissato un limite generale del 5,5% sugli incrementi salariali annui, un obiettivo del 2,5% per l'aumento dei prezzi interni, esclusi quelli dei prodotti agricoli, nonché un limite massimo all'aumento dei dividendi. Questa politica, applicata con l'ausilio della legge, ha incontrato nuovamente ampio successo, ed il fatto che il livello generale dei prezzi abbia superato di circa l'1% il tasso preventivato va integralmente ascritto all'esenzione dei prezzi alimentari.

Tuttavia, la Seconda Fase non intendeva essere altro che transitoria. Prescindendo dagli argomenti relativi all'efficienza nella distribuzione delle risorse, le autorità stesse ammettevano che nel 1973 sarebbe stato necessario un contesto più flessibile in cui potessero svolgersi i negoziati per il rinnovo di importanti contratti salariali di lunga durata; inoltre si temeva che, qualora i controlli esistenti si fossero molto protratti oltre il volgere dell'anno, si sarebbero verificate serie agitazioni nel settore industriale. Pertanto, nel gennaio di quest'anno è stato effettuato il passaggio alla Terza Fase. Mentre le direttive per gli aumenti salariali rimangono fissate al 5,5 %, l'obiettivo per l'aumento dei prezzi al 2,5 % e il limite massimo all'aumento dei dividendi al 4 %, viceversa le limitazioni imposte ai margini di profitto sono state in parte liberalizzate ed è stata generalmente ampliata la gamma delle eccezioni; inoltre il programma ora in certa misura si autogestisce. La conversione alla Terza Fase si è verificata in un momento in cui i prezzi dei generi alimentari e di altri prodotti primari erano in fase ascendente. Anche i salari sembrano quest'anno dirigersi verso un saggio d'incremento superiore alla direttiva, specie in conseguenza del forte aumento dei profitti aziendali dello scorso anno. In considerazione di ciò e dell'aumento verificatosi nei prezzi delle merci, si può dubitare che i controlli della Seconda Fase sarebbero stati in grado di mantenere la loro efficacia. Ciò nonostante, l'introduzione della Terza Fase sembra aver incoraggiato un adeguamento verso l'alto dei prezzi che probabilmente influirà in seguito sui negoziati salariali. Tuttavia rimangono ancora disponibili i poteri di riserva dell'Amministrazione: per citare le parole del Presidente, "Il governo federale conserva il potere... e la responsabilità... di intervenire a frenare ogni azione che risulti incompatibile con i nostri obiettivi antinflazionistici". Alla fine di marzo il governo ha fissato un limite dei prezzi della carne per contenerli ai loro livelli prevalenti; tuttavia, poichè questi erano già assai elevati, tale provvedimento si è in realtà risolto in un semplice gesto simbolico. Più importante è stato invece il ripristino, ai primi di maggio, dell'obbligo di notificare preventivamente gli aumenti di prezzi eccedenti l'1,5 % all'anno, programmati da imprese di notevoli dimensioni.

Nel Regno Unito, la Seconda Fase prevista da legge è entrata in vigore nell'aprile di quest'anno. Ai saggi d'incremento salariali è stato imposto un limite massimo aggirantesi intorno all'8 %; i profitti non dovrebbero di norma superare la media calcolata sui due anni più favorevoli dell'ultimo quinquennio; e gli aumenti dei prezzi possono riflettere solo l'incremento di alcuni costi e non per intero i più elevati costi salariali. Finora questa politica sembra funzionare secondo le aspettative, sebbene l'indice dei prezzi al consumo abbia continuato a salire in conseguenza dell'andamento dei prezzi delle merci. Le autorità prevedono il passaggio alla Terza Fase per l'anno in corso, ma non se ne conoscono ancora il contenuto nè i tempi.

Nell'Europa continentale, il Consiglio dei Ministri della CEE ha adottato nell'Ottobre 1972 una serie di risoluzioni per combattere l'inflazione, miranti a contenere entro il 4 % il rialzo dei prezzi al consumo nell'ambito dei paesi membri durante il 1973. Poichè la responsabilità di agire in conformità compete ai singoli paesi, difficilmente si può dire che l'obiettivo sarà realizzato. Alcuni anni fa, i Paesi Bassi avevano già fatto ampio ricorso a controlli sui redditi e sui prezzi, tuttavia verso la fine degli anni sessanta questi avevano subito un graduale indebolimento. Una loro ripresa negli ultimi anni ha condotto, nel dicembre scorso, ad un nuovo accordo tripartito tra forze lavorative, datori di lavoro e governo. Come in precedenza, i contratti base

sono soggetti agli accordi di scala mobile che consentono, in media, una compensazione per la maggior parte degli incrementi nel costo della vita. Tuttavia, agitazioni aventi per oggetto l'esatta ripartizione di tale compensazione si sono verificate nella primavera di quest'anno nel settore della manodopera. Per il 1973, gran parte degli aumenti dei salari reali è destinata ad essere assorbita dalle maggiori tassazioni e dai contributi sociali, sicchè l'espansione dei redditi reali disponibili sarà solo marginale. Dal lato dei prezzi, gli aumenti progettati sono stati assoggettati a notificazione preventiva e devono essere giustificati in base a determinati criteri in materia di costi consentiti.

Per ragioni di ordine empirico o politico, nessuno degli altri paesi membri originari della CEE ha dato veste ufficiale ad un sistema di controllo sui redditi, sebbene alcune forme di regolamentazione dei prezzi non siano infrequenti. Nel marzo 1972, allo scadere dei contratti antinflazionistici conclusi con il settore privato sei mesi prima, le autorità francesi hanno invero attenuato alcuni controlli diretti sui prezzi; ma nella maggior parte dei casi ciò è avvenuto esclusivamente in cambio di un sistema di contratti programmati solo leggermente più flessibile, in base al quale alle imprese viene concessa libertà di prezzi salvo l'assoggettamento ad una procedura di controllo obbligatorio. L'obiettivo era il contenimento degli aumenti dei prezzi dei prodotti industriali al 3% e dei servizi al 4% nel corso dei dodici mesi seguenti. Quindi, nell'agosto 1972 è stato annunciato il blocco dei prezzi nel settore pubblico, a valere fino a tutto marzo 1973. In aggiunta, un complesso di provvedimenti antinflazionistici è stato adottato in dicembre, tra cui riduzioni dell'IVA, miranti ad abbassare taluni prezzi, e la richiesta alle industrie di contenere entro il 6% l'aumento dei salari e degli stipendi durante il 1973. Nell'aprile di quest'anno, il sistema dei contratti programmati è stato prorogato per altri dodici mesi senza grosse modifiche, se si prescinde da alcune leggere concessioni in materia di aumenti dei prezzi. In Belgio, è in funzione da vari anni un sistema di notificazione ad una Commissione dei prezzi degli aumenti progettati, concernenti gran parte dei prodotti. La Commissione può di solito sospendere gli aumenti per la durata di due mesi, ma per quelli dichiarati nel periodo da marzo a giugno 1973 la sospensione è di quattro mesi e per quelli in luglio di tre. Recentemente sono stati adottati provvedimenti per controllare più rigorosamente l'applicazione di tali decisioni, sebbene esse non siano legalmente vincolanti. Inoltre, a partire da dicembre 1971, il governo dispone della facoltà di imporre a singole imprese il blocco di prezzi per la durata di sei mesi. L'Italia applica un sistema di vigilanza sui prezzi, ma i limiti massimi possono essere fissati per legge solo relativamente ai prezzi dell'energia, di taluni servizi e di un limitato numero di prodotti industriali, tra cui quelli farmaceutici, il cemento e lo zucchero. Infine, in Germania le autorità continuano ad astenersi dall'applicare controlli diretti, preferendo fare fiduciosamente assegnamento su di una rigorosa politica di restrizione monetaria e fiscale.

I paesi scandinavi godono di una lunga esperienza in materia di contrattazioni collettive centralizzate, nell'ambito delle quali il governo mantiene per quanto possibile una posizione marginale. Contratti a livello nazionale riguardanti le retribuzioni di base per un periodo triennale sono ormai entrati nella prassi comune. Tuttavia, gli aumenti percentuali concordati sono abbondantemente integrati dagli slittamenti di fatto dei salari e di norma anche dall'applicazione di indici del costo della vita. Pertanto, in Svezia le remunerazioni hanno notevolmente superato l'aumento base annuo

del 9% fissato dal contratto triennale entrato in vigore alla metà del 1971. In Norvegia, l'accordo dell'aprile 1972, che fissava una maggiorazione complessiva dei salari pari al 5,6% nell'arco di due anni, deve essere analogamente valutato in connessione con le ulteriori indennità per basse retribuzioni, indici, benefici accessori ed integrazioni a livello locale. In Danimarca, un nuovo contratto nazionale biennale è stato concluso nell'aprile di quest'anno, dopo che i relativi negoziati, vertenti soprattutto sugli accordi di scala mobile, avevano provocato scioperi di tre settimane su scala non più sperimentata dal 1936. Si valuta che l'accordo comporterà un incremento annuo del 9% dei salari, esclusi gli slittamenti. Nel settore dei prezzi, Norvegia e Danimarca da lungo tempo dispongono di sistemi di vigilanza, e la Norvegia ha rafforzato il proprio all'inizio di quest'anno dopo aver imposto un blocco dei prezzi per la durata di quattro mesi. La Svezia ha introdotto un sistema di vigilanza all'inizio del 1972, dopo un periodo di blocco parziale durante il quale erano consentiti aumenti dei prezzi solo se rigorosamente giustificati. Successivamente, le autorità hanno imposto un blocco su ogni tipo di carne e sui prodotti caseari per tutto il 1973, impegnandosi a versare sussidi ai produttori.

Fra gli altri paesi europei, la Svizzera ha inaugurato nel dicembre 1972 un sistema di sorveglianza che riguarda salari, prezzi e profitti e che fa parte di un insieme di provvedimenti antinflazionistici prevalentemente basati su restrizioni fiscali e monetarie; inoltre, in virtù del notevole apprezzamento del franco svizzero, una certa attenuazione della domanda di manodopera dovrebbe comunque verificarsi. Nel novembre 1972, il governo austriaco si è impegnato a mantenere la stabilità di diversi prezzi, soprattutto generi alimentari e combustibili, per periodi di tempo variabili, ed il mese successivo è stato concluso un accordo volontario con il settore privato per un rigoroso contenimento dei salari e dei prezzi da applicarsi per un periodo iniziale di sei mesi.

### **Moneta, credito e saggi d'interesse.**

Per il secondo anno consecutivo, l'espansione monetaria ha assunto vaste e talora persino eccezionali proporzioni. Ad essa ha contribuito una serie di fattori. Dall'inizio del 1972 o ancor prima, praticamente tutte le banche centrali hanno seguito un indirizzo monetario in senso espansivo, allo scopo di contrastare alla flessione in atto nella situazione economica. Pertanto, nel 1972 il tasso d'inflazione dei costi ha continuato a mantenersi elevato, e successivamente nel corso dell'anno si è avuta una rapida espansione dell'attività economica. Tali circostanze, come anche l'esigenza di ricostituire la liquidità dopo il precedente periodo di restrizioni monetarie, hanno contribuito ad intensificare le richieste di credito del settore privato. Anche la forte domanda di beni di consumo durevoli e di beni immobili ha stimolato il credito bancario; inoltre si è cercato probabilmente anche di anticipare la non troppo remota stretta creditizia.

In diversi paesi un altro elemento è consistito nel finanziamento del deficit del settore pubblico, contemporaneamente assunto come strumento di riattivazione dell'economia. Infine, vasti movimenti internazionali di fondi hanno contribuito ad inondare i canali creditizi dei paesi eccedentari.

Con un'economia in piena fase di rilancio nel 1972, il saggio di incremento dell'offerta di moneta definita in senso lato ha superato il 10% negli Stati Uniti, mentre in gran parte dei paesi dell'Europa occidentale, nel Canada e nel Giappone tale incremento si è aggirato tra il 13 e il 28%. Nella maggior parte dei casi, l'aumento della massa monetaria ha notevolmente superato quello del prodotto nazionale lordo, non solo in termini reali, ma anche a prezzi correnti. In quasi tutti i paesi, nel corso dell'anno, la politica monetaria ha dovuto nuovamente essere inasprita e i saggi d'interesse a breve sono quindi bruscamente saliti.

Offerta di moneta.

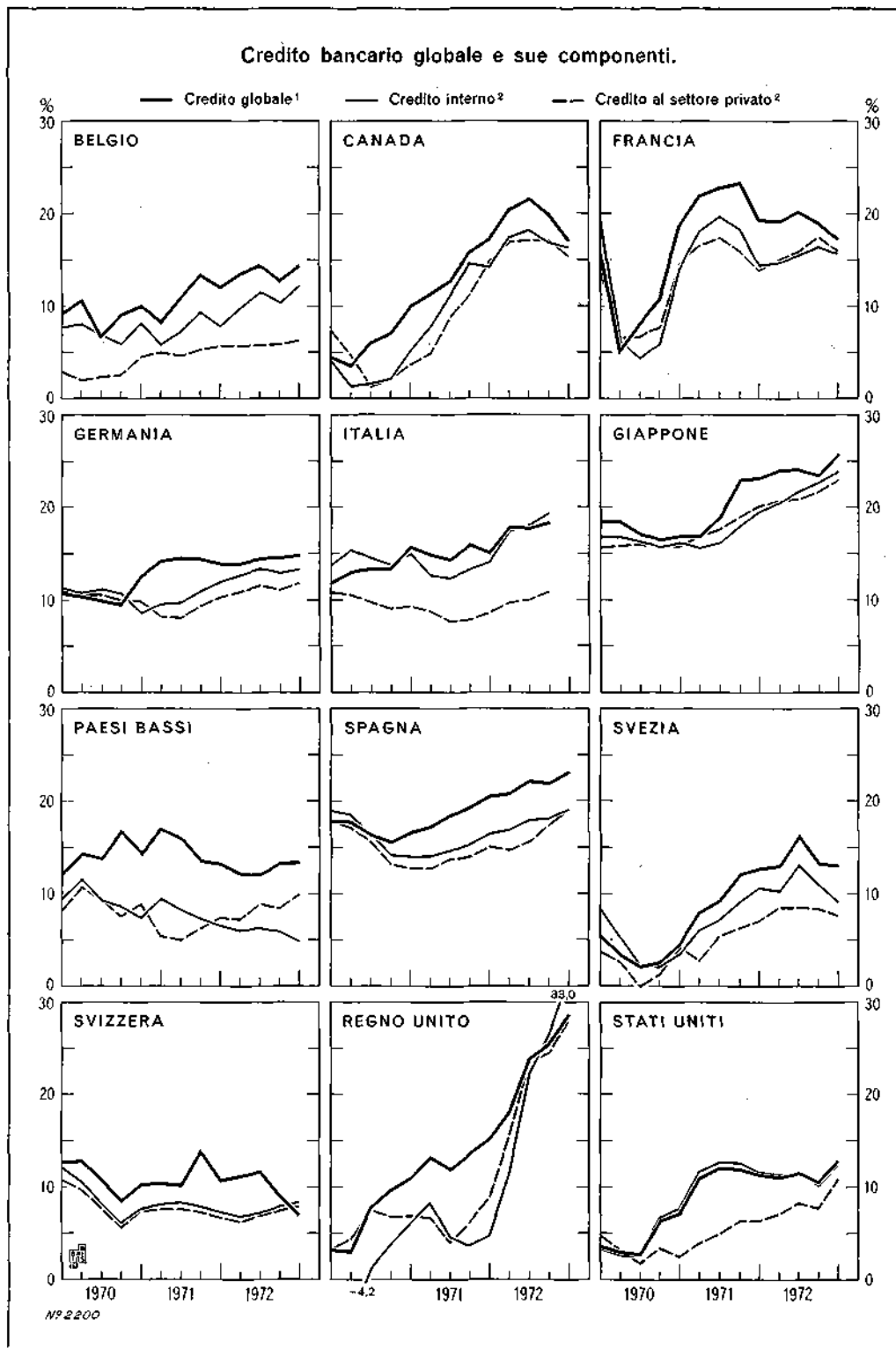
Paesi		1969	1970	1971	1972			1973	
		Dicembre	Dicembre	Dicembre	Marzo	Giugno	Settembre	Dicembre	Marzo
variazioni percentuali rispetto all'anno precedente									
Stati Uniti . . . . .	M 1	3,5	6,0	6,6	6,7	5,4	6,5	8,3	6,4
	M 2	2,5	8,3	11,3	10,3	9,3	10,5	10,8	9,0
Canada . . . . .	M 1	4,4	5,0	19,9	10,8	9,5	13,5	11,8	15,0
	M 2	4,3	10,3	16,4	16,6	16,9	16,6	14,5	12,8
Giappone . . . . .	M 1	20,6	16,8	29,7	27,7	19,9	19,6	24,7	27,4*
	M 2	18,5	16,9	24,3	24,0	22,8	22,0	24,7	25,1*
Belgio . . . . .	M 1	2,6	8,3	10,1	13,3	14,5	12,6	14,0	15,1*
	M 2	7,7	8,2	12,9	15,3	15,7	14,6	16,1	16,8*
Francia . . . . .	M 1	0,4	11,0	11,0	11,9	12,9	15,0	15,4	10,4*
	M 2	6,1	15,0	17,7	17,5	19,9	19,9	18,5	13,9*
Germania . . . . .	M 1	6,4	8,8	12,3	15,0	14,0	14,1	14,6	13,8
	M 2	10,2	10,5	14,5	13,4	14,4	15,7	17,0	20,5
Italia . . . . .	M 1	15,7	27,2	18,8	19,0	17,7	16,7	17,2	20,0*
	M 2	11,4	13,6	17,1	18,9	18,4	17,8	18,0	19,3*
Paesi Bassi . . . . .	M 1	8,1	11,8	15,0	19,0	18,5	20,6	18,7	16,2
	M 2	10,5	10,5	10,2	9,8	11,5	9,8	13,0	16,2
Svezia . . . . .	M 1	-3,8	9,2	9,3	12,4	11,5	7,8	7,4	11,2
	M 2	2,1	4,6	10,8	12,4	13,5	13,1	13,1	11,8
Svizzera . . . . .	M 1	6,9	7,3	39,5	40,9	30,4	5,3	3,0	-1,5
	M 2	18,9	8,9	26,6	21,4	20,4	-0,9	0,7	3,3
Regno Unito . . . . .	M 1	0,3	9,3	15,1	15,2	19,3	16,8	14,9	11,2
	M 2	3,1	9,5	13,0	15,4	23,8	25,9	27,7	27,4

\* Gennaio.

Nota: M 1 = Moneta e depositi a vista.

M 2 = M 1 più quasi moneta, conforme alle definizioni nazionali varianti da paese a paese.

L'espansione monetaria è stata prevalentemente originata da un eccezionale incremento del credito bancario al settore privato. Negli Stati Uniti il ricorso all'indebitamento da parte delle imprese è fortemente aumentato nel corso dell'anno, ed altrove esso ha assunto un ritmo più vivace con il progredire della ripresa economica. Inoltre, nei maggiori paesi la domanda di credito per l'edilizia residenziale ha avuto un ritmo generalmente sostenuto e nella maggior parte di essi è stata notevole anche la ripresa del credito al consumo. Riflettendo in parte il diffondersi di una psicologia inflazionistica, è aumentato, specie nel Regno Unito e nel Giappone, il ricorso all'indebitamento bancario per finanziare investimenti in beni immobili e azioni.



<sup>1</sup> Variazione percentuale rispetto all'anno precedente. <sup>2</sup> Contributo in termini percentuali alla variazione del credito bancario globale (in percentuale). Il credito bancario globale equivale al credito bancario interno più le attività nette sull'estero; il credito bancario interno comprende il credito al settore privato più quello al settore pubblico.



Nel 1972, anche il credito bancario al settore pubblico si è accentuato nella maggior parte dei paesi. Una rilevante eccezione è rappresentata dai Paesi Bassi, dove sia il governo centrale che le autorità locali hanno ridotto il proprio disavanzo e contemporaneamente aumentato l'indebitamento a lungo termine al di fuori del sistema bancario. Il governo francese ha mantenuto un bilancio in pareggio ed ha ridotto, come già nel 1971, il proprio indebitamento netto verso il settore bancario. Per contro, in Belgio, Italia, Svezia, Giappone e Regno Unito, i governi centrali hanno adottato bilanci di espansione, finanziandoli in larga misura attraverso il ricorso al sistema bancario. All'indebitamento delle autorità locali va attribuita in Germania e Svizzera la maggior parte dell'aumento del credito bancario al settore pubblico. Anche negli Stati Uniti le banche commerciali hanno acquistato prevalentemente titoli di stati e di governi locali, mentre le loro riserve in titoli del Tesoro sono rimaste pressoché immutate.

Lo scorso anno, in Belgio, Francia, Germania, Paesi Bassi, Svezia e Giappone, i saldi attivi delle bilance dei pagamenti hanno contribuito in maniera consistente all'espansione monetaria. Tuttavia, l'incremento nelle attività ufficiali sull'estero, escludendo la Germania e i Paesi Bassi, è stato inferiore rispetto al 1971 ed è considerevolmente rallentato durante il secondo semestre dell'anno. Sebbene le autorità monetarie abbiano limitato l'effetto degli afflussi di fondi sulla liquidità bancaria, esse non hanno peraltro ritenuto di potersi spingere al di là di certi limiti in questa loro azione di neutralizzazione. In Italia e nel Regno Unito, dove nel 1971 si erano analogamente verificati afflussi netti di fondi dall'estero, le attività nette sull'estero del settore bancario sono diminuite nel 1972. La nuova ondata di fondi, nei primi mesi del 1973, si è concentrata soprattutto sulla Germania, ma è stata piuttosto ampia anche in diversi altri paesi.

Nel Regno Unito, l'introduzione nel 1971 delle nuove disposizioni sulla disciplina del credito è stata seguita da un sensibile aumento dei saldi liquidi detenuti da persone fisiche e società commerciali. Inoltre, tanto in questo paese che in Canada e negli Stati Uniti, ritardi nell'adeguamento dei saggi sui crediti bancari hanno fatto sì che quelli per i crediti di prim'ordine fossero talora inferiori ai saggi d'interesse relativi a talune passività delle banche, stimolando in tal modo l'indebitamento a scopo di liquidità. Negli Stati Uniti, la Riserva federale ha continuato a perseguire un indirizzo moderatamente espansivo, operando da febbraio in poi sulla base di obiettivi aggregati posti in relazione all'espansione delle riserve bancarie; ha consentito peraltro che i saggi d'interesse a breve salissero con il rafforzarsi della domanda di credito. In Canada, le autorità hanno cercato di ridurre l'espansione delle riserve bancarie, ma nello stesso tempo di evitare un aumento dei saggi d'interesse, che avrebbe potuto ostacolare la ripresa interna ed incoraggiare l'afflusso di fondi. In Italia e in Svezia per tutta la durata dell'anno, e nel Regno Unito e in Giappone per la maggior parte di esso, le autorità hanno perseguito una politica di espansione delle riserve bancarie.

Al contrario, politiche di contenimento della liquidità bancaria sono state adottate all'inizio dello scorso anno in Belgio, Francia, Germania, Paesi Bassi e Svizzera, sebbene le autorità continuassero ad essere riluttanti alla prospettiva di sensibili aumenti dei saggi d'interesse, e ciò per ragioni esterne, e in taluni casi interne. Per poter meglio isolare le condizioni monetarie interne, in Germania, nei Paesi Bassi e in Sviz-

zera sono stati rafforzati taluni controlli diretti di tipo selettivo, mentre in Belgio e in Francia si è fatto per lo più affidamento sul sistema del doppio mercato dei cambi. Allorchè in primavera e durante l'estate si sono verificati, nonostante tutto, afflussi di fondi, la liquidità è stata assorbita prevalentemente attraverso l'introduzione o l'elevamento dei coefficienti delle riserve obbligatorie o depositi obbligatori in conto bloccato, oppure mediante riduzioni delle quote di sconto delle banche. Anche in Germania sono state adottate misure di questo tipo, al fine di controbilanciare l'effetto esercitato sulle riserve dal rimborso della sovrimposta anticongiunturale precedentemente bloccata presso la Bundesbank. In questi paesi, le operazioni di gestione del debito pubblico da parte del governo sono state analogamente orientate nel senso di moderare l'espansione della liquidità bancaria.

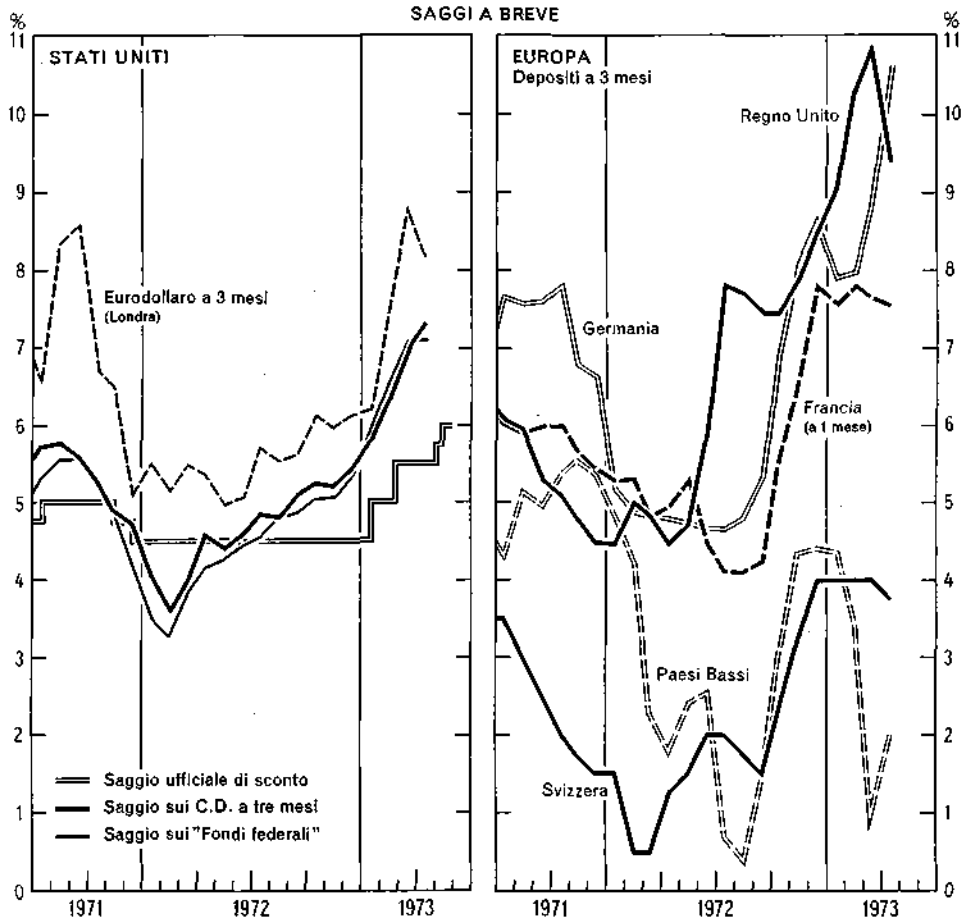
Verso l'autunno, l'accelerazione nel rialzo dei prezzi ed una diminuzione dei margini delle risorse inutilizzate hanno accresciuto l'esigenza di porre sotto controllo l'espansione monetaria. La stabilità del dollaro negli ultimi mesi dello scorso anno, congiunta ad un assai sensibile aumento dei saggi d'interesse SU a breve, hanno permesso alle autorità di altri paesi di esercitare un effettivo controllo sulle riserve bancarie, offrendo contemporaneamente ad esse maggiore libertà d'azione nelle loro politiche restrittive dei saggi d'interesse. Verso la fine di ottobre, nell'ambito della Comunità economica europea è stato raggiunto un accordo per il 1973 e 1974, in base al quale i paesi membri dovrebbero progressivamente ridurre l'espansione dell'offerta di moneta per adeguarla a quella del prodotto nazionale lordo reale maggiorata del 4%, quest'ultimo essendo il limite adottato per il rialzo dei prezzi al consumo.

Negli ultimi mesi del 1972 e nei primi del 1973, in quasi tutti questi paesi la politica monetaria ha assunto un indirizzo decisamente restrittivo. Tale mutamento si è tradotto in una serie di aumenti dei saggi sui crediti delle banche centrali, decisi tra ottobre e dicembre dello scorso anno in tutti i paesi CEE. Nel Regno Unito il saggio ufficiale di sconto, allora del 6%, è stato sostituito in ottobre da un saggio minimo per i crediti concessi dalla banca centrale, ancorato a quello dei Buoni del Tesoro; inizialmente esso è stato fissato al 7,25%, ma elevato al 9% verso la fine dell'anno. Prescindendo dal rafforzamento dei controlli valutari, ulteriori misure di contenimento della liquidità bancaria - quali l'elevamento dei coefficienti delle riserve obbligatorie, depositi obbligatori in conto bloccato o riduzioni delle facilitazioni di sconto - sono state introdotte in diversi paesi CEE, nonché in Svizzera e in Giappone.

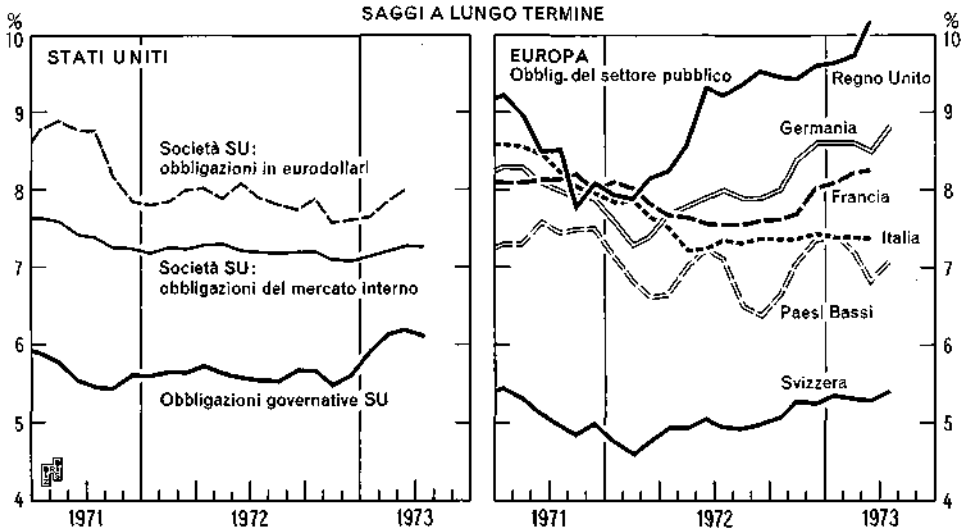
Limitazioni o direttive generali in materia di concessione di crediti bancari sono state introdotte in Francia e Giappone, mentre i preesistenti limiti massimi sono stati prorogati o rafforzati in Danimarca e Svizzera. In Belgio, Francia e Svizzera sono stati adottati provvedimenti selettivi per il contenimento dei crediti al consumo, mentre in Giappone sono state prese misure per limitare la concessione di crediti per il finanziamento di investimenti in titoli e beni immobili. Tra gennaio e maggio 1973, aumenti, talora cospicui, dei saggi di sconto delle banche centrali sono stati apportati in Belgio, Canada, Germania, Giappone, Svizzera e Stati Uniti. Nel maggio di quest'anno, le autorità SU hanno sospeso i massimali previsti dalla Disposizione Q per i saggi d'interesse da corrispondersi sui maggiori certificati di deposito ed hanno equiparato l'obbligo di riserva sull'indebitamento all'estero delle banche a quello sui prestiti contratti sul mercato interno sotto forma di certificati di deposito e carta

Saggi d'interesse.

SAGGI A BREVE



SAGGI A LUNGO TERMINE



commerciale di natura bancaria. La principale eccezione a questo assai diffuso inasprimento della politica monetaria è rappresentata dall'Italia, dove le autorità hanno continuato a dare la priorità a misure di incentivazione dell'economia ed in dicembre hanno offerto alle banche facilitazioni di credito in valuta a condizioni di favore al fine di incoraggiare il drenaggio di liquidità dall'estero. Anche in Svezia, ed in certa misura in Canada, la politica monetaria ha continuato ad essere improntata a relativa larghezza.

Nel secondo semestre del 1972, su entrambe le sponde dell'Atlantico i saggi d'interesse a breve sono saliti, e tale movimento ascendente è proseguito nei primi mesi del 1973. Negli Stati Uniti, i saggi sui Fondi federali sono aumentati ad un ritmo senza precedenti, raggiungendo talora il 10% nel corso del mese di marzo 1973, a fronte di un livello minimo del 3% registrato un anno prima. Gli altri saggi a breve sono tuttavia ascesi meno rapidamente e a maggio di quest'anno superavano generalmente di due punti e mezzo circa i livelli di un anno prima. Nel Regno Unito, i saggi d'interesse a breve sono bruscamente saliti durante la crisi della sterlina nell'estate 1972, ma in altri paesi dell'Europa occidentale i saggi sui mercati monetari si sono generalmente mantenuti alquanto stabili fino all'autunno, assestandosi su livelli mediamente inferiori a quelli prevalenti all'inizio dell'anno. In seguito, per effetto delle politiche di restrizione monetaria, essi hanno continuato ad aumentare, fino allo scoppio della nuova crisi valutaria all'inizio del 1973. Di conseguenza, in diversi paesi europei, e più particolarmente in Germania, sono aumentati i saggi d'interesse sui crediti concessi dalle banche commerciali nonché lo scarto in eccesso tra questi ultimi e i saggi sui crediti erogati dalle banche SU. In Giappone, i saggi sul denaro a vista hanno continuato a decrescere e solo in dicembre tale tendenza si è invertita. In Canada i saggi a breve sono alquanto saliti all'inizio del 1973, ma in primavera erano ancora nettamente inferiori rispetto ai corrispondenti saggi SU.

### **Sviluppi successivi all'accordo smithsoniano e crisi monetaria nel 1973.**

Gli avvenimenti verificatisi durante il 1972 e nei primi mesi dell'anno in corso nell'ambito di un sistema monetario internazionale alquanto travagliato possono essere classificati sotto la voce di "questioni rimaste in sospenso" dopo gli sconvolgimenti del 1971. In una prospettiva più ampia, essi hanno rappresentato un ulteriore svolgimento della crisi, più o meno permanente, in atto ormai dal 1967.

L'accordo di Washington, con cui si è cercato di creare una nuova e durevole struttura di tassi di cambio fissi, aveva due obiettivi, immediato il primo e di più lungo periodo il secondo. Il fine immediato era quello di ripristinare la fiducia nonché ordinate condizioni sui mercati dei cambi, in modo da avviare un'inversione nella precedente fuga di fondi dagli Stati Uniti. L'obiettivo di più lungo periodo, e nello stesso tempo più sostanziale, era quello di operare un aggiustamento degli squilibri di base dei pagamenti tra disavanzo degli Stati Uniti ed eccessivi avanzi nelle partite correnti di alcuni altri paesi. Nel caso specifico, l'obiettivo più immediato non è stato raggiunto, nè durante il 1972 si sono manifestati sintomi concreti di progresso verso un processo di aggiustamento di più lungo periodo. Di conseguenza, la situazione è nuovamente precipitata all'inizio del 1973 e il 13 febbraio il dollaro è stato ulteriormente svalutato. Tale evento, tuttavia, è stato ben presto seguito da un'altra ondata

di perturbamenti monetari, culminati in marzo nella forzata sospensione del sistema dei tassi di cambio fissi. Per comprendere come ciò abbia potuto accadere in poco più di un anno dall'accordo di Washington, è necessario esaminare gli eventi del 1972-73 con riferimento ad entrambi gli obiettivi del riallineamento del 1971, sia quello immediato che quello di più lungo periodo.

*Sviluppi sui mercati valutari.* La prima reazione seguita alla riapertura dei mercati dei cambi, all'indomani della conclusione dell'accordo smithsoniano, è stata un sensibile rafforzamento del dollaro. Esso fu subito quotato nettamente al di sopra dei nuovi tassi centrali o medi rispetto alle altre principali valute ed alcune di esse — quali la sterlina, il franco francese commerciale e la lira — scesero quasi ai loro limiti inferiori. Tale reazione, che rifletteva un alquanto naturale riflusso di fondi in direzione degli Stati Uniti, non durò tuttavia molto a lungo, e ciò per varie ragioni.

In primo luogo, nè la situazione dei saggi d'interesse, nè le condizioni sui mercati dei cambi favorivano a quell'epoca una prolungata inversione di tendenza nei movimenti di fondi. Negli Stati Uniti i saggi a breve erano inferiori a quelli prevalenti negli altri maggiori centri finanziari, ad eccezione della Svizzera, ed essendo le altre monete quotate nettamente al di sotto dei loro nuovi tassi centrali rispetto al dollaro, sussisteva una probabilità molto maggiore che il dollaro, nell'ambito del nuovo margine del 4,5 %, consentito per le fluttuazioni dei tassi di cambio, tendesse a perdere di valore anzichè ad acquistarne.

Più determinante è stata tuttavia la delicata circostanza che, in genere, il riallineamento non era riuscito di per sè a ripristinare nè la fiducia nel dollaro nè, a maggior ragione, nel sistema monetario. Data l'entità del problema rappresentato dalla bilancia dei pagamenti SU, a molti attenti osservatori del mercato la svalutazione del 7,9 % — anche considerata insieme alla rivalutazione di alcune altre valute — è apparsa "un peu juste", soprattutto in quanto era noto che le stesse autorità SU erano convinte della necessità di un più ampio aggiustamento. In relazione al problema dell'inconvertibilità del dollaro, la svalutazione è stata ovviamente inadeguata. Il fatto che il prezzo al quale il Tesoro SU non effettuava acquisti o vendite di oro si fosse spostato da \$35 a \$38 per oncia, non è parso aver sensibilmente modificato i termini della questione. Non si è neppure avuta la consolazione di un qualche riavvicinamento nel divario tra valore ufficiale e prezzo di mercato dell'oro, in quanto quest'ultimo è aumentato in breve tempo di \$3 ed anche più.

Un altro elemento di sfiducia è derivato dal fatto che la svalutazione del dollaro non è stata accompagnata da alcuna benchè minima manifestazione di una politica di restrizione monetaria e fiscale interna. Per quest'ultimo fatto vi erano ragioni perfettamente valide da un punto di vista economico interno: diversamente dai consueti casi di riallineamento monetario del genere, il dollaro è stato svalutato in un momento di eccesso di disoccupazione anzichè di eccesso di domanda. Al mercato, tuttavia, una svalutazione non accompagnata da restrizioni all'interno è apparsa incompleta come un edificio senza tetto.

Infine, ci si rendeva conto, e tale constatazione non tardò a venire, che sarebbe stato comunque necessario ancora molto tempo prima che la bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti potesse trarne qualche beneficio e che nel frattempo, a meno

di consistenti riflussi di valuta a breve, gli altri paesi avrebbero dovuto acquistare ulteriori ingenti importi di dollari inconvertibili.

L'effetto di tutto ciò fu un nuovo indebolimento del dollaro nel corso di gennaio e quindi, in febbraio e ai primi di marzo, una nuova ondata di perturbamenti monetari che fornì la prima verifica della nuova struttura dei tassi di cambio. La rinnovata fuga dal dollaro si concentrò sulle valute del Benelux, sul marco tedesco e sullo yen, esattamente cioè su quelle monete che erano state rivalutate alcune settimane prima. Sui mercati salirono tutte fino al loro nuovo limite massimo rispetto al dollaro o in prossimità di esso, costringendo sia la Bundesbank che la Banca del Giappone ad acquistare ciascuna dal mercato circa \$700 milioni nel mese di febbraio, mentre nello spazio di due giorni, ai primi di marzo, la Nederlandsche Bank dovette assorbire \$400 milioni di valuta. Oltre ad intervenire sui mercati, le autorità di questi paesi adottarono anche diverse misure per bloccare l'afflusso di fondi, di cui la più rilevante è stata l'applicazione dello schema "Bardepot" all'indebitamento con l'estero delle società tedesche. Poco dopo, nella seconda settimana di marzo, la riunione mensile dei governatori delle banche centrali presso la sede della BRI è servita a richiamare l'attenzione dei mercati sulla comune determinazione di aderire alla struttura dei tassi di cambio concordata a Washington.

Tali azioni sono riuscite a ripristinare la calma sui mercati, sicché la pressione sul dollaro è tornata ad attenuarsi. I tre successivi mesi, fino alla metà di giugno, sono stati improntati ad una relativa calma, cui hanno contribuito sia la svalutazione legale del dollaro in aprile, sia una certa convergenza tra i saggi a breve SU e quelli europei, con i primi in ascesa ed i secondi in diminuzione. E' anche vero che la maggior parte delle altre principali monete ha continuato a mantenersi nettamente al di sopra dei nuovi tassi centrali rispetto al dollaro, ma nessun sintomo evidente di ulteriori immediati perturbamenti si è peraltro manifestato.

Tuttavia, nella terza settimana di giugno si sono verificate ingenti vendite di sterline per cui il 23 giugno le autorità britanniche decidevano di lasciar fluttuare la loro moneta. Questa prima breccia nella struttura dei cambi concordata a Washington ha immediatamente palesato la fragilità della fiducia nel dollaro, essendosi verificata nello stesso momento una nuova fuga di fondi dagli Stati Uniti. Sussisteva il pericolo di altre variazioni dei tassi di cambio, soprattutto perchè da febbraio il disavanzo commerciale SU si era costantemente aggirato intorno a livelli annui di \$7-8 miliardi. La situazione era complicata dal fatto che, durante la settimana di crisi della sterlina, il sostegno ufficiale a tale valuta era stato effettuato nel contesto degli accordi del Mercato comune, in base ai quali il cambio a pronti tra le valute comunitarie doveva essere mantenuto entro il margine del 2,25% delle parità indirette. Il Regno Unito, pur non essendo ancora un paese membro della CEE, partecipava già a questi accordi; pertanto, era avvenuto che allo scoppio della crisi della sterlina, questa valuta era scesa quasi al 2,25% al di sotto della sua parità con il franco francese, a quell'epoca la più forte moneta CEE, mentre superava di poco il suo tasso centrale rispetto al dollaro SU. L'azione di intervento dei paesi CEE in monete comunitarie a sostegno della sterlina ebbe per effetto di frenare il calo della sterlina nei confronti del dollaro e di deprimere le più forti monete CEE rispetto ad esso. In effetti, il 22 giugno la sterlina era ancora nettamente al di sopra del suo limite inferiore rispetto al dollaro, nonostante un deflusso di \$2,6 miliardi da Londra, mentre il franco belga,

il franco francese e il marco tedesco erano inferiori rispettivamente dell'1,3, 1 e 0,9% alle quotazioni della settimana precedente nei confronti del dollaro. Di conseguenza, tali valute apparivano relativamente a buon mercato.

Non appena la sterlina cominciò a fluttuare, il franco commerciale belga e francese, il marco tedesco e il fiorino olandese salirono tutti al loro limite superiore rispetto al dollaro, mentre la quotazione del franco svizzero ad un certo momento superava del 3% la sua parità col dollaro. Ulteriori restrizioni all'afflusso di fondi furono pertanto annunciate in Germania, Giappone e Paesi Bassi, nonché in Svizzera, dove fu applicato un saggio d'interesse passivo del 2% al trimestre su ogni ulteriore incremento dei depositi in franchi svizzeri detenuti da non residenti presso banche in Svizzera. Nonostante tali provvedimenti, a metà luglio le riserve dei paesi del Gruppo dei dieci, esclusi gli Stati Uniti e il Regno Unito, erano aumentate di \$8,3 miliardi rispetto ai loro livelli di fine maggio, e di questo importo quasi \$5 miliardi andavano ascritti alla Germania e ben oltre \$1 miliardo alla Svizzera. Un raffronto tra tali cifre e la perdita di \$3 miliardi di riserve subita dal Regno Unito nei mesi di giugno-luglio, rivela un movimento speculativo sul dollaro di quasi \$5 miliardi nell'arco di tre settimane fino alla metà di luglio.

Oltre al fatto che il deprezzamento della sterlina agiva nel senso di indebolire l'effettiva svalutazione subita dal dollaro nel dicembre 1971, il clima di incertezza era aggravato dalle voci diffuse intorno alla possibilità che i Ministri della CEE, la cui riunione era fissata per il 17 e 18 luglio, potessero annunciare una fluttuazione congiunta delle loro monete nei confronti del dollaro. In quell'occasione, essi riaffermarono peraltro la loro determinazione di aderire all'esistente struttura dei cambi e tale decisione fu seguita, il 19 luglio, da quella del Sistema della Riserva federale di riprendere — per la prima volta dall'agosto 1971 — le operazioni di sostegno del dollaro. Contemporaneamente fu annunciato che la sospensione, in atto dall'agosto 1971, dell'applicazione del sistema di facilitazioni di riporto facente capo alla Riserva federale era stata annullata e che le autorità SU erano disposte ad utilizzarle in caso di necessità. Immediatamente la pressione sul dollaro tornò ad attenuarsi. Solo lo yen si mantenne costantemente al suo limite superiore fin quasi alla fine dell'anno, sicché per la rimanente parte del 1972 le riserve giapponesi si sono ulteriormente accresciute di \$2,5 miliardi. Per il resto, gli ultimi mesi del 1972 hanno coinciso con un periodo di stabilità del dollaro sui mercati dei cambi.

In parte, ciò fu senza dubbio una conseguenza diretta dei vari provvedimenti adottati in luglio. In particolare, la ripresa delle operazioni sui mercati dei cambi ad opera della Riserva federale — per quanto su scala ridotta — fu interpretata dagli operatori come un indizio che gli Stati Uniti erano disposti a svolgere la loro parte nel mantenimento dell'accordo smithsoniano. E tale impressione fu rafforzata dal positivo approccio del Segretario al Tesoro Shultz alla questione della riforma monetaria internazionale in occasione dell'Assemblea annuale del FMI in settembre. In termini più generali, durante gli ultimi mesi dell'anno si erano manifestati sintomi di un assai sensibile mutamento di opinioni circa le prospettive del dollaro. Gli sviluppi economici negli Stati Uniti sembravano promettenti, in quanto l'espansione economica procedeva molto più rapidamente che nell'Europa occidentale, mentre il saggio d'incremento dei prezzi al consumo era nettamente inferiore. Un altro elemento

favorevole era rappresentato dal fatto che i saggi SU a breve erano notevolmente aumentati dall'inizio del 1972; tra febbraio e luglio il saggio sui Buoni del Tesoro SU a tre mesi era salito da 3,2 a poco oltre il 4% e in dicembre superava leggermente il 5%.

Questi elementi propizi non esaurivano tuttavia il quadro generale. A partire dall'autunno 1972, in Europa i saggi d'interesse avevano cominciato a salire più rapidamente che negli Stati Uniti, in parte perchè le autorità di quei paesi vedevano nel rafforzamento del dollaro l'occasione per poter impiegare la politica monetaria in senso più vigorosamente antinflazionistico. Inoltre, sebbene le riserve dei paesi europei del Gruppo dei dieci fossero diminuite di quasi \$ 2 miliardi durante agosto-dicembre 1972, di nuovo non si verificò alcun ulteriore consistente riflusso di fondi verso gli Stati Uniti, nonostante che la remunerazione dei capitali investiti da non residenti in altre monete forti fosse generalmente inferiore. Ma, soprattutto, assai scarsi erano i progressi compiuti verso l'obiettivo fondamentale dell'accordo di Washington, e cioè un miglior equilibrio di base dei pagamenti internazionali. Pertanto, alla fine dell'anno la situazione era tale per cui, in un modo o nell'altro e prima o poi la situazione di base dei pagamenti nonché quella esistente sui mercati dei cambi avrebbero dovuto maggiormente convergere.

Tale evento si verificò prima anzichè poi. Il 22 gennaio 1973, l'Italia, al fine di contrastare al persistente, largo deflusso di capitali, intervenne riducendo le possibilità di sfasamento nel regolamento dei suoi debiti e crediti commerciali internazionali e creando un mercato valutario separato per le transazioni finanziarie con un corso di cambio fluttuante. Lo stesso giorno, il franco svizzero, che in parte a causa della stretta monetaria interna era già divenuto la più forte moneta europea, raggiunse il suo limite superiore rispetto al dollaro e le autorità, dopo essere state costrette, quello stesso giorno e il giorno successivo, ad acquistare un ingente volume di dollari sul mercato, decisero di lasciar fluttuare la loro moneta per non inondare il mercato di franchi svizzeri, ciò che sarebbe stato in contrasto con i loro obiettivi antinflazionistici. Alla fine di gennaio, il franco svizzero era ulteriormente salito del 3% rispetto al dollaro SU e il dollaro si era contemporaneamente indebolito rispetto a tutte le altre maggiori valute. Il 1° febbraio ha avuto inizio una nuova ondata speculativa nei confronti del dollaro, ben più grave di qualsiasi altra precedente. Tra le varie cause, hanno influito sia il recente annuncio dell'enorme disavanzo commerciale conseguito dagli Stati Uniti nel 1972, sia i timori di un minor successo nel contenimento dell'inflazione durante la Terza Fase. Ma soprattutto, le misure italiane e svizzere sono state interpretate come una ulteriore indicazione del grado in cui i vari paesi erano pronti a far ricorso ad una assai maggiore flessibilità dei tassi di cambio, perciò la possibilità di ulteriori iniziative in questa direzione ha dato l'avvio ad un rapido movimento di fondi. Durante i primi sette giorni lavorativi di febbraio, le autorità monetarie dei paesi del Gruppo dei dieci acquistarono circa \$ 8 miliardi sul mercato, di cui quasi \$ 6 miliardi furono introitati dalla Germania e metà del restante importo dal Giappone. Venerdì, 9 febbraio, la situazione era ormai divenuta insostenibile e all'inizio della settimana seguente la maggior parte dei mercati dei cambi venne chiusa. Dopo un rapido giro di consultazioni internazionali, il 13 febbraio fu annunciata una nuova svalutazione del dollaro del 10% ed il giorno successivo lo yen e la lira commerciale furono lasciate libere di fluttuare. Tale azione da parte degli Stati Uniti contrastava con l'irrealistica posizione di rifiuto mantenuta nei confronti di una sva-



lutazione del dollaro dopo il 15 agosto 1971, allorchè il dollaro era stato formalmente dichiarato inconvertibile.

Successivamente alla riapertura dei mercati, avvenuta il 14 febbraio, lo yen subì un rapido apprezzamento del 5% nei confronti del dollaro svalutato. Altrove, il dollaro si mantenne in un primo momento alquanto sostenuto e le autorità tedesche furono in grado di vendere quasi \$1 miliardo dei loro precedenti afflussi di fondi. Tuttavia, risultò ben presto chiaro che la crisi non era ancora superata. A partire dal 21 febbraio il dollaro cominciò nuovamente ad indebolirsi, e il 1° marzo aveva raggiunto il suo nuovo limite inferiore rispetto a quasi tutte le principali monete a cambio fisso. Tra le valute fluttuanti, il franco svizzero e lo yen denunciarono a quell'epoca apprezzamenti nei confronti del dollaro recentemente svalutato, rispettivamente del 12 e del 7,5%. Dopo gli ingenti acquisti ufficiali di dollari effettuati il 1° marzo, compresi \$2,7 miliardi da parte della Deutsche Bundesbank, i mercati valutari furono nuovamente chiusi e venne avviata una nuova serie di consultazioni ufficiali.

Questa volta, tuttavia, un ritorno a tassi di cambio fissi tra il dollaro SU e le altre principali monete fu ritenuto vano. Il mercato era a soqquadro, la svalutazione del 10% del dollaro veniva considerata sufficiente a provocare un adeguato aggiustamento delle posizioni dei pagamenti nel corso del tempo, e si considerava inattuabile nel frattempo il mantenimento dei nuovi tassi centrali attraverso maggiori interventi sul mercato, fintanto che gli squilibri di base degli scambi e dei pagamenti non avessero manifestato un sensibile miglioramento. In altre parole, una rinnovata fiducia doveva essere basata su realizzazioni durature.

Piuttosto che accettare le complicazioni di una fluttuazione globale nell'ambito comunitario, il 12 marzo sei fra i paesi CEE - Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania e Paesi Bassi - decisero di mantenere i corsi di cambio tra le loro rispettive monete entro un margine del 2,25% da entrambi i lati dei loro tassi nominali indiretti e contemporaneamente di lasciare che la posizione delle loro monete complessivamente nei confronti del dollaro fosse determinata dal mercato. Nello stesso tempo, il marco tedesco fu ulteriormente rivalutato del 3%. Il Regno Unito, insieme all'Irlanda, la cui moneta rimane alla pari con la sterlina, e l'Italia continuarono a lasciar fluttuare le loro monete separatamente, pur esprimendo l'intenzione di partecipare alla fluttuazione congiunta CEE non appena le circostanze lo avessero consentito. Anche il Canada, il Giappone e la Svizzera continuarono a mantenere tassi di cambio fluttuanti, mentre la Norvegia e la Svezia decisero successivamente di associarsi alla fluttuazione congiunta. Lo scellino venne rivalutato del 2,25% e le autorità proseguirono nella politica di mantenimento della sua stabilità media nei confronti delle monete dei paesi con i quali l'Austria intrattiene importanti relazioni commerciali.

Prima della riapertura dei mercati dei cambi il 19 marzo, alcuni paesi avevano annunciato un ulteriore rafforzamento dei loro controlli sugli afflussi di fondi. Nell'UEBL e nei Paesi Bassi i nuovi aumenti nei depositi bancari dei non residenti dovevano essere assoggettati ad un saggio di interesse passivo dello 0,25% su base settimanale, mentre in Francia venne abolita la corresponsione di interessi sui depositi in franchi francesi detenuti da non residenti. Nel corso di una riunione del Gruppo dei dieci, il 16 marzo, fu concordato che, se necessario, il sistema di fluttuazione

sarebbe stato regolato da interventi delle banche centrali, ai quali gli Stati Uniti avrebbero potuto partecipare.

Dopo il 19 marzo, per alcune settimane sui mercati dei cambi è prevalsa in genere la calma. Il dollaro si è rafforzato nei confronti della maggior parte delle altre monete e si è altresì verificato un certo movimento di fondi dal Giappone e dalla Germania in direzione degli Stati Uniti. Nello stesso tempo, le monete partecipanti alla fluttuazione congiunta europea si sono comodamente mantenute entro quello che sarebbe stato il loro margine consentito di fluttuazione nei confronti del dollaro qualora esse fossero tornate a tassi di cambio fissi, con le bande di oscillazione del 4,5 % applicate dopo l'accordo di Washington. Durante le prime tre settimane circa, il marco tedesco è stato la più debole delle monete fluttuanti congiuntamente, ricevendo talora sostegno da parte degli altri partecipanti, le cui monete, con l'eccezione del fiorino, hanno tutte detenuto in momenti diversi la posizione di valuta più forte. Alla fine di aprile, il margine di oscillazione delle monete a fluttuazione congiunta rispetto al dollaro era complessivamente inferiore di oltre l'1 % in confronto al margine esistente il 19 marzo. Il franco svizzero e lo yen sono invece rimasti sostenuti, registrando apprezzamenti rispettivamente del 6,5 e 5 % nei riguardi del dollaro al di sopra della svalutazione di febbraio.

La terza settimana di maggio ha tuttavia aperto con un improvviso cedimento del dollaro e nei successivi giorni tale moneta si è ulteriormente indebolita, registrando a fine maggio perdite del 3,25-4,75 % rispetto alla sua quotazione di un mese prima nei confronti delle monete partecipanti alla fluttuazione congiunta: tra queste la più forte è stata la corona svedese, con un apprezzamento pari a quasi il 5,5 % del suo tasso centrale nominale e la più debole il fiorino olandese apprezzatosi del 3,5 %. Anche il franco svizzero si è ulteriormente rafforzato del 4,25 % in maggio, mentre lo yen è salito meno dello 0,5 %. La sterlina è salita ad un livello entro il 2 % della sua parità smithsoniana e la lira si è rafforzata rispetto al dollaro, dopo due mesi di cedimenti. Il brusco deterioramento del dollaro è stato in parte attribuito agli sviluppi politici in atto negli Stati Uniti. Comunque tale episodio serve validamente a dimostrare la potenziale instabilità dei mercati dei cambi in un regime di fluttuazione, quando pressioni anche modeste possono provocare notevoli variazioni dei tassi.

*Il processo di aggiustamento.* L'obiettivo più sostanziale del riallineamento concordato a Washington era quello di correggere il lungo e persistente squilibrio nei pagamenti internazionali incentrato sul disavanzo degli Stati Uniti. Poichè la svalutazione del dollaro avrebbe reso meno care le merci SU sui mercati internazionali e la rivalutazione delle monete di altri paesi più costosi i prodotti di questi ultimi, tale spostamento di competitività aveva lo scopo di pareggiare in seguito i disavanzi e le eccedenze esistenti. Indubbiamente, il disavanzo SU nel conto regolamenti ufficiali aveva raggiunto nel 1971 la cifra astronomica di \$30 miliardi. Ma la maggior parte di esso andava ascritta alla fuga dal dollaro, a sua volta provocata dal deterioramento della bilancia commerciale SU nel corso dei precedenti tre anni. Se il riallineamento avesse effettivamente corretto la posizione negativa del conto merci — che in realtà era divenuto passivo per la prima volta nel 1971 dopo decenni — era ragionevole prevedere che gli squilibri dovuti ai flussi di moneta a breve si sarebbero aggiustati da soli. Si ammetteva peraltro che il processo di aggiustamento avrebbe

richiesto tempo e nessun miglioramento – per la verità un ulteriore peggioramento – dello squilibrio commerciale era atteso per l'anno 1972. Nondimeno, si prevedeva che alla fine dell'anno si sarebbero manifestati chiari sintomi di un incipiente capovolgimento nella situazione commerciale.

Tuttavia, gli avvenimenti nei mesi successivi all'accordo di Washington non incoraggiarono in alcun modo il convincimento che il necessario aggiustamento si sarebbe infine realizzato. In effetti, nel 1972 il disavanzo SU era sceso a \$10 miliardi – deficit comunque notevolissimo – non essendosi più verificate condizioni di panico sui mercati valutari con vendite precipitose di dollari. L'elemento critico consisteva tuttavia nel fatto che lo squilibrio commerciale, la cui eliminazione era stato il principale obiettivo dell'accordo di Washington, era aumentato molto più di quanto le più pessimistiche previsioni avessero pronosticato, mentre nel frattempo era mancato l'atteso consistente riflusso di fondi verso gli Stati Uniti.

**Paesi del Gruppo dei dieci: Saldi del commercio con l'estero.**

	1971			1972		
	1° semestre	2° semestre	anno	1° semestre	2° semestre	anno
<b>Gruppo dei dieci, esclusi gli SU</b>	miliardi di dollari SU, dati destagionalizzati					
Esportazioni . . . . .	85,1	92,1	177,2	102,0	108,4	210,4
Importazioni . . . . .	81,6	86,8	168,4	96,6	103,4	200,0
Saldo . . . . .	3,5	5,3	8,8	5,4	5,0	10,4
<b>Stati Uniti</b>						
Esportazioni . . . . .	22,2	21,4	43,6	23,5	25,8	49,3
Importazioni . . . . .	22,5	23,0	45,5	26,8	28,7	55,5
Saldo . . . . .	- 0,3	- 1,6	- 1,9	- 3,3	- 2,9	- 6,2

La tabella che precede illustra l'ulteriore deterioramento nella situazione di squilibrio degli scambi durante il 1972, con particolare riferimento agli Stati Uniti. Tra il 1971 e il 1972 il disavanzo commerciale SU, sulla base delle statistiche doganali, era salito da \$1,9 a 6,2 miliardi, mentre l'avanzo complessivo in conto merci del resto del Gruppo dei dieci era aumentato in misura minore, e cioè da \$8,8 a 10,4 miliardi. Anche tenendo conto dei fattori sfavorevoli peculiari del 1972, questo rimane un risultato che sorprende. Nè tale impressione muta sensibilmente ove si osservino le tendenze in atto nel corso dell'anno. Al più si può dire che nella seconda metà del 1972 si sono riscontrati sintomi di un superamento della punta massima nello squilibrio commerciale. Pertanto, tra la prima e la seconda metà dell'anno il disavanzo commerciale SU è sceso da \$3,3 a 2,9 miliardi e l'avanzo commerciale complessivo dei restanti paesi del Gruppo dei dieci da \$5,4 a 5 miliardi.

*Stati Uniti.* Il calo da \$30 a 10 miliardi nel disavanzo dei regolamenti ufficiali SU, tra il 1971 e il 1972, corrisponde quasi esattamente alla diminuzione nei deflussi netti di fondi a breve dagli Stati Uniti, da \$21 miliardi a un po' meno di 2 miliardi. Per di più, anche il deflusso netto di capitali a lungo termine si è notevolmente ri-

dotto, passando da \$6,5 a soli 1,3 miliardi. Tuttavia, il 1972 ha rappresentato l'ottavo anno consecutivo durante il quale le partite correnti della bilancia dei pagamenti sono peggiorate e precisamente, da un deficit di \$0,8 miliardi (esclusi i trasferimenti ufficiali a titolo di donazioni) si è passati ad uno di \$5,8 miliardi.

Circa l'80% di tale peggioramento va ascritto al conto merci, ed esso si è verificato nonostante un aumento del 14% nel totale delle esportazioni - il livello più alto raggiunto negli ultimi anni e sette volte superiore, in termini percentuali, all'incremento del 1971. Inoltre, la maggior parte di questo più rapido incremento delle esportazioni durante il 1972 si è verificato nel volume delle merci, in quanto il loro aumento in valore (3,3%) è rimasto uguale a quello dell'anno precedente. E' altresì vero che una parte non irrilevante dell'aumento delle esportazioni dello scorso anno può essere attribuita a fattori "speciali", piuttosto che all'influenza del riallineamento dei corsi di cambio. Da un lato, si è avuta una certa ripresa delle esportazioni, dopo che queste avevano risentito negativamente l'effetto degli scioperi portuali negli ultimi mesi del 1971; inoltre, i cattivi raccolti in diverse parti del mondo hanno contribuito ad aumentare le esportazioni SU di prodotti agricoli; ed anche alcuni acquisti esteri di merci SU sono stati probabilmente posticipati nel 1971, in attesa di più favorevoli rapporti di cambio. Qualunque sia l'esatta portata di questi fattori, rimane il fatto che il 1972 è stato un anno favorevole per le esportazioni SU. Che sia stato altresì un anno disastroso per il saldo commerciale va pertanto attribuito al rapido aumento nel valore in dollari delle importazioni americane.

Nel 1972, le importazioni SU sono aumentate di \$10 miliardi, cioè del 22%. Uno dei principali fattori che ha contribuito a tale espansione è stato indubbiamente l'effetto iniziale della svalutazione sui prezzi, nonché il generale rincaro delle materie prime; all'aumento dei prezzi va in effetti attribuito circa un terzo dell'incremento in valore delle importazioni. Inoltre, anche la rapida espansione dell'economia interna ha esercitato un forte stimolo alle importazioni. Gli acquisti di forniture e materiali industriali esteri, esclusi i combustibili, sono aumentati di \$2,2 miliardi, cioè il doppio rispetto al 1971, ed anche le importazioni di combustibili si sono notevolmente accresciute, registrando una maggiorazione del 30%.

L'aspetto veramente sensazionale nell'andamento delle importazioni è stato tuttavia l'aumento del 27%, pari a \$5,4 miliardi, negli acquisti di prodotti manufatti. Tale risultato segue il precedente incremento del 20% nel 1971, in cui certamente figurava una certa accelerazione nelle consegne, conseguente al fatto che le prospettive per il dollaro erano divenute incerte. Se si escludono le importazioni di autoveicoli dal Canada, rappresentanti in certo qual modo un caso speciale, l'accelerazione negli acquisti di prodotti manufatti è ancor più sorprendente, in quanto da un aumento del 17,5% nel 1971 si passa a oltre il 30% dello scorso anno, con un incremento pari ad una volta e mezzo rispetto a quello delle importazioni totali. Senza dubbio, è stato precisamente nell'ambito di queste merci che si è verificato gran parte del deterioramento nel saldo commerciale SU nel periodo dal 1964 al 1971, durante il quale le importazioni di prodotti manufatti sono aumentate ad un ritmo quasi doppio rispetto a quello delle importazioni complessive. Va inoltre detto che l'andamento nella seconda metà del 1972 è stato alquanto diverso rispetto al primo semestre dell'anno, in quanto gli acquisti di prodotti manufatti sono aumentati circa allo stesso ritmo delle importazioni complessive. Un'altra caratteristica dell'andamento delle

importazioni SU nel 1972 è rappresentata dal fatto che le merci provenienti dai paesi, nei confronti dei quali gli Stati Uniti si erano assicurati gran parte del vantaggio derivante dalla variazione dei tassi di cambio nel 1971, hanno mantenuto pressappoco la stessa quota percentuale delle importazioni totali in termini di dollari: il volume delle importazioni provenienti dal Giappone è in realtà leggermente aumentato, mentre quelle dai paesi dell'Europa occidentale, escluso il Regno Unito, non hanno mostrato variazioni fino all'ultimo trimestre dell'anno.

Come si è già detto, non era nelle previsioni che gli effetti positivi del riallineamento sul saldo commerciale si manifestassero entro il 1972, in quanto, è in genere necessario un certo tempo prima che nuove correnti di scambi si formino dopo una variazione nei livelli relativi dei prezzi. Tuttavia, a complicare ulteriormente la situazione, nel caso degli Stati Uniti, nessun aiuto sarebbe derivato da una contrazione della domanda interna; al contrario, la domanda era stata incoraggiata durante tutto il 1972 al fine di ridurre la disoccupazione. Considerati tutti questi aspetti, ed il fatto che il disavanzo commerciale continuava ad aggirarsi, mese dopo mese, ad un livello annuo di \$6 miliardi circa, divenne chiaro, a partire dall'autunno, che qualsiasi aggiustamento si fosse verificato nei prossimi uno o due anni, esso non sarebbe comunque bastato a dare agli Stati Uniti un sufficiente avanzo commerciale; in effetti la svalutazione del dollaro era stata troppo esigua.

Le variazioni dei tassi di cambio concordate a Washington, pur essendo frutto di un negoziato piuttosto che il risultato di meri calcoli, furono giudicate non troppo lontane a quell'epoca da quanto la situazione richiedeva. Tuttavia, essendo in pratica risultate non idonee a realizzare l'obiettivo prefissato, è chiaro che il mondo reale non si è conformato alle aspettative. Nel capitolo III i risultati del commercio SU nel 1972 vengono posti a confronto, in alcuni dettagli, con le previsioni formulate all'epoca del riallineamento.

Una delle ragioni per cui appariva improbabile che l'atteso aggiustamento si sarebbe realizzato, era che né i prezzi delle importazioni negli Stati Uniti né quelli all'estero delle esportazioni americane avevano reagito alla svalutazione nella misura prevista. Naturalmente è risaputo che in quasi tutti i casi di svalutazione i prezzi delle merci scambiate non riflettono pienamente la variazione percentuale intervenuta fra le valute; da un lato i fornitori esteri riducono parzialmente i margini per poter mantenere i loro mercati, dall'altro gli esportatori nazionali colgono l'occasione per poter aumentare i loro margini di profitto. Inoltre, tali effetti sui prezzi sono rafforzati da analoghi comportamenti da parte di grossisti e dettaglianti nell'ambito del processo distributivo. Ma dopo la svalutazione del dollaro le reazioni ora descritte sono state particolarmente pronunciate ed è probabile che le variazioni dei tassi di cambio abbiano influito sui prezzi in misura inferiore ai due terzi delle variazioni stesse. Inoltre, è evidente che un particolare sforzo è stato compiuto da parte di molti esportatori nei paesi rivalutanti per ridurre i costi, come dimostrano gli elevati aumenti di produttività in tali paesi. Simili reazioni indubbiamente si spiegano con la particolare importanza rivestita dal mercato SU per i prodotti industriali.

Inoltre, l'effetto che i più elevati prezzi delle importazioni solitamente esercitano nei confronti dei loro acquirenti è stato parzialmente annullato in due modi. In primo luogo, non poche categorie di importazioni SU sono state soggette a contingentamento, risultando quindi relativamente insensibili alle variazioni alquanto

esigie dei prezzi conseguenti alla svalutazione. In secondo luogo, gli acquirenti, prevedendo ulteriori aumenti per il futuro, non hanno in genere esitato affatto a pagare prezzi più elevati. In effetti, poichè il riallineamento non è stato convincente per gli operatori sul mercato, esso pare abbia indotto gli esportatori esteri e gli importatori nazionali ad intensificare i loro scambi prima che la situazione si deteriorasse.

Ma, soprattutto, il problema degli scambi SU era di un'entità tale per cui difficilmente avrebbe potuto essere risolto da una svalutazione piuttosto limitata. Durante i due precedenti decenni, l'eccezionale posizione degli Stati Uniti nell'ambito del commercio internazionale aveva subito una trasformazione maggiore di quanto non risultasse a prima vista: tale fenomeno era il risultato di un graduale progresso industriale da parte di paesi a salari più bassi, piuttosto che, ad esempio, di una cronica situazione inflazionistica interna. Pertanto, il problema non consisteva nell'effettuare variazioni marginali nelle varie categorie di esportazioni ed importazioni, bensì di portare tutto il complesso delle nuove industrie nuovamente nella posizione di poter validamente competere sia sui mercati interni che esteri. Il riconoscimento di ciò si ebbe con la svalutazione del 10% del dollaro nel febbraio 1973, che ha abbondantemente integrato la variazione effettiva del tasso di cambio SU conseguente all'accordo smithsoniano. In marzo, il disavanzo commerciale SU si è notevolmente ridotto e un saldo attivo è stato registrato in aprile. E' tuttavia troppo presto per poter valutare la portata nel più lungo periodo di tale andamento.

*Giappone.* Tra i paesi eccedentari da cui si attendeva un contributo al miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, il Giappone era il primo e il più importante. Rispetto agli altri paesi, il saldo attivo delle sue partite correnti era di gran lunga il più elevato, ammontando nel 1971 a \$5,8 miliardi, pari al 2,5% del prodotto nazionale lordo. Inoltre, dell'avanzo commerciale di \$7,8 miliardi conseguito quello stesso anno, \$3 miliardi provenivano dagli scambi con gli Stati Uniti. Per queste ragioni, anche l'apprezzamento effettivo dello yen nel dicembre 1971, valutato a circa l'11%, è stato il più forte fra tutte le monete coinvolte nell'accordo.

Lo scorso anno, l'aumento netto delle riserve giapponesi è stato in effetti molto inferiore rispetto al 1971 - \$2,9 miliardi a fronte di 10,3 miliardi - e va interamente ascritto alle variazioni in conto capitali. In pratica, tale risultato è stato in larga misura dovuto ai provvedimenti adottati dalle autorità giapponesi per contenere l'espansione delle loro riserve, al fine di arginare lo squilibrio fintanto che le attese variazioni in conto corrente si fossero verificate. Questa operazione di contenimento ha assunto prevalentemente la forma di collocamenti ufficiali di dollari presso banche commerciali giapponesi, sia attraverso operazioni di riporto che depositi; essenzialmente in conseguenza di tali collocamenti, nel 1972 si è verificato un deflusso di fondi di \$2 miliardi attraverso il sistema bancario, rispetto ad un afflusso di \$2,5 miliardi nel 1971. In aggiunta, le autorità hanno adottato varie misure per aumentare gli investimenti esteri a lungo termine del Giappone; in virtù di ciò e dei severi controlli sugli investimenti esteri in Giappone, si è verificato un aumento da \$1,1 a 4,5 miliardi nei deflussi netti di capitali a lungo termine.

Tutto ciò si è dimostrato peraltro vano. Se l'ampiezza dell'aumento nel disavanzo commerciale SU è stato il più sorprendente risultato dopo l'accordo smithsoniano, il maggiore evento mancato del 1972 è consistito nell'assenza di un qualsiasi

sintomo di contrazione nell'avanzo commerciale giapponese, malgrado l'ampia rivalutazione effettiva dello yen e la notevole ripresa dell'economia interna. In effetti, l'ecedenza è salita a \$9 miliardi e non è andata decrescendo neppure nel corso dell'anno.

Agli sviluppi SU dello scorso anno ha fatto riscontro un aumento dell'avanzo commerciale giapponese espresso in dollari, avvenuto nonostante il fatto che le importazioni, rimaste pressochè invariate nel 1971, siano salite del 10% in volume e del 19% in valore. Tuttavia, anche le esportazioni hanno avuto un aumento del 19% in valore in dollari, prevalentemente dovuto ai più elevati prezzi in dollari conseguenti al riallineamento monetario del 1971. Nondimeno, la contrazione da 17,5 a 5,5% nel loro aumento in termini di volume riflette indubbiamente una certa reazione da parte degli acquirenti al rialzo dei prezzi, sebbene parte del deceleramento registrato nel 1972 vada anche attribuito al rilancio della domanda interna in Giappone e al fatto che i dati relativi al 1971 erano gonfiati per effetto di notevoli operazioni anticipate. Una più precisa indicazione che il riallineamento monetario stava producendo un certo effetto si è avuta nel fatto che i paesi dell'Europa occidentale si sono sostituiti agli Stati Uniti quale principale area di espansione delle esportazioni giapponesi; le vendite a questo settore sono infatti aumentate del 40%.

Le ragioni dell'ulteriore aumento nell'avanzo commerciale giapponese comprendono elementi di cui si è già fatta menzione a proposito degli Stati Uniti. In particolare, il fatto che il riallineamento dei tassi di cambio non si sia riflesso sui prezzi nella misura prevista e che l'elasticità di questi ultimi sia risultata assai esigua lasciava supporre che qualsiasi aggiustamento si fosse infine realizzato, anche dopo un congruo intervallo di tempo, sarebbe stato comunque inadeguato. Senza dubbio, l'industria giapponese aveva compiuto notevoli sforzi per adattarsi alla nuova situazione, sia aumentando la produttività per contenere gli aumenti di prezzi, sia cercando nuovi mercati. Va tuttavia osservato che verso la fine dell'anno le vendite all'esportazione sono state probabilmente gonfiate dalla crescente aspettativa di un'ulteriore variazione dei tassi di cambio. Nei primi mesi del 1973, l'avanzo commerciale è stato in realtà notevolmente minore, ma tale contrazione va prevalentemente ascritta alle specifiche misure adottate e all'accelerazione dell'attività interna. Qualsiasi tardiva reazione al riallineamento smithsoniano è stata certamente sempre modesta.

*Germania.* Dopo lo yen, il marco tedesco è stato, insieme al franco svizzero, la moneta maggiormente rivalutata durante il 1971. Accanto al Giappone, la Germania era il paese da cui ci si aspettava il maggior contributo al processo di aggiustamento post-smithsoniano nonostante il fatto che nel 1971 il suo saldo attivo di parte corrente fosse stato trascurabile; l'avanzo commerciale di \$4,6 miliardi era stato infatti quasi integralmente annullato dal disavanzo nelle rimanenti partite correnti. Quando le autorità tedesche decisero di rivalutare il marco nel 1971, esse furono comunque dell'opinione che, nella presente circostanza — cioè dopo la rivalutazione del 1969 e il surriscaldamento interno del 1969-70 — l'esistenza di un avanzo esterno di parte corrente, anche se esiguo, era indizio di una costante solidità del marco tedesco.

In effetti il saldo attivo globale dei conti con l'estero della Germania è notevolmente aumentato tra il 1971 e il 1972, passando da \$3,8 ad oltre 5 miliardi. Gran

parte di tale incremento è derivato dall'afflusso di \$4,5 miliardi di capitali che, a differenza dall'esperienza giapponese, sono stati ancor più ampi che nel 1971. Lo schema "Bardepot" ha comportato un sensibile capovolgimento della situazione nel conto capitali a breve termine; ma tale effetto è stato più che compensato da un maggiore aumento nell'avanzo nel conto capitali a lungo termine, a sua volta associato a varie forme — particolarmente la vendita di titoli tedeschi a non residenti — in sostituzione dell'indebitamento a breve, bloccato dallo schema "Bardepot".

Nonostante tutto ciò, l'avanzo della bilancia corrente è comunque aumentato da \$0,2 a 0,5 miliardi. In realtà l'eccedenza commerciale ha registrato un incremento molto più ampio, salendo fino a \$6,3 miliardi ed acquistando slancio nel corso dell'anno. Le importazioni sono invero aumentate di circa il 9,5 % in volume e del 17,5 % in valore in dollari; ma le esportazioni sono anch'esse salite dell'8,5 % in volume e del 20 % in valore in dollari. Il fatto che il volume delle esportazioni tedesche abbia potuto aumentare a tal punto, nonostante l'aumento dei prezzi in dollari delle esportazioni, indica che la posizione competitiva tedesca ha continuato ad essere forte. Pertanto la fiducia manifestata dalle autorità tedesche nel 1971, rivalutando per la seconda volta la propria moneta nell'arco di due anni, è stata ampiamente confermata dagli eventi. Analogamente, la decisione di rivalutare ulteriormente il marco del 3 %, presa nel marzo 1973, a poco meno di un mese dalla seconda svalutazione del dollaro, prova che in questa occasione esse non sono state meno fiduciose di quanto lo fossero state in precedenza.

\* \* \*

Quali possono essere le prospettive attuali? Secondo l'opinione maggiormente condivisa, la nuova struttura dei tassi di cambio instauratasi nei primi mesi del 1973 è, dal punto di vista economico, adeguata. Senza dubbio, iniziali effetti negativi derivanti dalla nuova svalutazione del dollaro potrebbero mantenere in passivo il saldo commerciale SU nel periodo di transizione. Si prevede peraltro che, dopo un certo intervallo di tempo, la bilancia commerciale inizierà a dar segni di miglioramento e che, quando il processo di aggiustamento avrà avuto il tempo di completarsi, i conti con l'estero SU si avvicineranno al pareggio. In corrispondenza, aggiustamenti dovrebbero verificarsi nei paesi eccedentari. Condizione essenziale, tuttora necessaria, secondo tale ipotesi, è che il deflusso netto di capitali dagli Stati Uniti venga mantenuto sotto controllo.

Altri osservatori sono tuttavia meno ottimisti. Essi pongono in rilievo il fatto che negli Stati Uniti i saggi salariali permangono su livelli più elevati rispetto agli altri paesi industriali e pertanto dubitano che la maggiore produttività SU sia sufficientemente ampia da colmare il divario. Essi ritengono inoltre che il fabbisogno di importazioni degli Stati Uniti sia destinato ad aumentare costantemente, soprattutto nell'ambito delle materie prime, quali il petrolio. A parte tutto ciò, si aggiunge che numerosi sono i paesi il cui avanzo è troppo elevato per poter essere annullato dalle relative rivalutazioni verificatesi.

Difficilmente si può esser sicuri della propria tesi in questo campo. I dati riportati nella tabella che precede rivelano che negli ultimi due anni all'incirca le variazioni effettive dei tassi di cambio — vale a dire, le variazioni ponderate sulla base dell'anda-



Stime delle variazioni effettive dei saggi di cambio.

Valute	Dal 5 maggio 1971 al 20 dicembre 1971	Dal 20 dicembre 1971 a fine maggio 1973	Dal 5 maggio 1971 a fine maggio 1973
	variazioni percentuali effettive		
Yen giapponese . . . . .	+ 11	+ 12	+ 24½
Franco svizzero . . . . .	+ 5	+ 14½	+ 20
Marco tedesco . . . . .	+ 5	+ 9	+ 14½
Franco belga . . . . .	+ 2	+ 4	+ 6
Franco francese . . . . .	- 1	+ 6½	+ 5½
Fiorino olandese . . . . .	+ 1½	+ 3	+ 4½
Corona svedese . . . . .	- 1½	+ 3	+ 1½
Dollaro canadese . . . . .	- 3	- 2½	- 5½
Lira sterlina . . . . .	+ ½	- 11	- 10½
Lira italiana . . . . .	- 1½	- 10½	- 12
Dollaro SU . . . . .	- 9	- 9½	- 17½

Nota: 1) Si definisce variazione effettiva del tasso di cambio della moneta di un paese una variazione equivalente a quel mutamento unilaterale che si ritiene debba influire sulla bilancia commerciale del paese considerato in misura pari ai mutamenti multilaterali effettivamente intervenuti nei tassi di cambio.  
 2) Tassi usati - il 5 maggio 1971: tutte le parità ufficiali, fatta eccezione per il dollaro canadese per cui si è applicato il tasso di mercato;  
 - il 20 dicembre 1971: le parità centrali dell'accordo smithsoniano e i tassi medi, fatta eccezione per il dollaro canadese il cui tasso di cambio è \$ can. 1 = \$ SU 1.  
 - fine maggio 1973: tassi di mercato per tutte le monete.  
 3) Laddove è in vigore il doppio mercato, si sono applicati i tassi per le operazioni commerciali.

mento degli scambi - sono state assai notevoli per alcune monete. Inoltre, la globale svalutazione effettiva del dollaro ora in atto produrrà, per ogni punto percentuale, un aggiustamento assai più positivo di quanto il solo riallineamento smithsoniano avrebbe potuto ottenere. Ma l'esatta entità di tale miglioramento potrà esser conosciuta solo in seguito. L'esperienza insegna che la dinamica del mondo economico è in grado di variare la situazione di fondo entro la quale il processo di aggiustamento ha luogo e che non è possibile predire il risultato che si otterrà nei tre o quattro anni futuri. L'unico elemento di certezza è che gli sviluppi non possono essere abbandonati al caso e che tanto i paesi deficitari quanto quelli eccedentari debbono perseguire un'attiva politica di bilancia dei pagamenti.

**Riforma monetaria internazionale.**

Molto prima del crollo finale del sistema dei cambi fissi, erano state prese iniziative per avviare la discussione sul futuro del sistema monetario. In occasione dell'assemblea annuale del Fondo monetario internazionale nel 1971, il Consiglio dei Governatori aveva incaricato gli amministratori del Fondo di predisporre un rapporto sui "provvedimenti necessari od auspicabili per il miglioramento o la riforma del sistema monetario internazionale". Tale rapporto venne presentato nell'agosto 1972 e mise chiaramente in luce i diversi punti di vista dei membri del Fondo in materia, rilevando con maggior franchezza, rispetto a precedenti documenti ufficiali, talune divergenze. Peraltro, esso non si proponeva di emettere raccomandazioni previamente concordate su determinati aspetti della riforma.

Per la formulazione e la negoziazione di tali raccomandazioni, il Consiglio dei Governatori istituì un apposito Comitato dei venti cui venne dato ufficialmente il

nome di Comitato per la riforma del sistema monetario internazionale e questioni connesse. I venti membri corrispondono ai venti gruppi di paesi facenti capo agli amministratori del Fondo ed il Comitato è stato costituito sia a livello di Ministri che di Sostituti. Entrambi i gruppi hanno tenuto riunioni allo scopo di presentare una relazione all'assemblea del Fondo a Nairobi nel 1973.

Il rapporto degli amministratori pone in evidenza cinque aspetti del sistema a proposito dei quali dovrebbero essere esaminate possibili riforme. Il primo è il meccanismo dei tassi di cambio, che comprende sia le indicazioni circa il momento in cui occorre variare le parità valutarie, sia gli obblighi rispettivi dei paesi deficitari ed eccedentari circa la modificazione delle parità stesse. Il secondo concerne il ripristino della convertibilità e le forme di regolamento degli squilibri tra i vari paesi. Il terzo attiene al ruolo delle diverse attività di riserva nel sistema e, in particolare, all'importanza e alla funzione da attribuire alle riserve in valuta estera, all'oro e ai diritti speciali di prelievo. Il quarto riguarda il problema dei movimenti di capitali disequilibratori e le misure atte ad attenuare le intense pressioni che ad essi si accompagnano sui mercati. Infine, è prevista la possibilità di adottare nuove misure nell'ambito dell'azione svolta dal FMI per soddisfare alle particolari esigenze dei paesi in via di sviluppo.

Posto che l'obiettivo di questo studio di riforma sia di reintrodurre un sistema di parità valutarie con più efficaci incentivi all'aggiustamento, si può dire che il secondo punto, e cioè la convertibilità delle valute e i metodi di regolamento degli squilibri, ha costituito il tema prioritario del Comitato. La fine della concezione e delle norme di Bretton Woods venne senza dubbio sancita dalla decisione presa dagli Stati Uniti il 15 agosto 1971 di sospendere la convertibilità, senza neppure che il ripristino di quest'ultima fosse previsto nell'accordo smithsoniano. Tuttavia, dato l'enorme accumulo di riserve in dollari verificatosi negli ultimi quattro anni, si è concordi nel ritenere che il ritorno alla convertibilità del dollaro risulterà complicato e richiederà quanto meno un considerevole periodo di transizione. Pertanto, le discussioni si sono finora concentrate sul futuro sistema dei tassi di cambio, sul ruolo delle loro variazioni nel processo di aggiustamento e sull'assetto futuro dei diversi tipi di riserve.

In merito al primo di tali problemi, l'opinione generale è stata sin dall'inizio concorde nell'auspicare il mantenimento di un sistema di cambi fissi, ma più flessibili che in passato. In effetti, prima ancora che il Comitato dei venti tenesse la sua riunione inaugurale, i tassi di cambio avevano manifestato una flessibilità molto maggiore. Tra il novembre 1967 e l'inizio dei lavori del Comitato, le parità fisse dei paesi del Gruppo dei dieci hanno registrato undici adeguamenti: le svalutazioni della sterlina, del franco francese e del dollaro più rilevanti rispetto a quelle subite dalla lira e dalla corona svedese; inoltre, ad eccezione del dollaro canadese, tutte le altre monete di tale Gruppo di paesi si sono rivalutate, due volte nel caso del marco tedesco. Oltre a ciò, hanno fluttuato: il dollaro canadese dal giugno 1970; il marco tedesco e il fiorino da maggio a dicembre del 1971, tutte le monete del Gruppo dei dieci tra agosto e dicembre 1971, nonchè la sterlina da giugno 1972 in avanti. Tuttavia tale maggiore flessibilità non era frutto di un miglioramento apportato alle norme in vigore, nè aveva dato luogo ad una accorta manovra di attuazione degli aggiusta-

menti. Al contrario, i mutamenti dei tassi di cambio erano stati indebitamente rinviati ed i meccanismi di aggiustamento messi in moto dalla forza maggiore della crisi sui mercati.

In questa prospettiva, le recenti discussioni hanno riguardato meno il principio di una maggiore flessibilità quanto più la sua applicazione — cioè il perfezionamento e l'acceleramento del processo decisionale di un aggiustamento e, più precisamente, l'individuazione dei casi in cui è richiesta una modificazione dei tassi di cambio. La principale proposta è stata avanzata dagli Stati Uniti; secondo la stessa, variazioni "sproporzionate" nelle riserve monetarie ufficiali di un paese, che si verificano in un determinato periodo di tempo, costituirebbero un "indicatore obiettivo" dell'esistenza di uno squilibrio nei pagamenti, tale da richiedere un'azione correttiva. Una simile azione non implica necessariamente una variazione del tasso di cambio se l'effetto correttivo può essere assicurato con altri strumenti.

La proposta è in linea con alcuni obiettivi della riforma del sistema monetario, abbastanza generalmente accettati negli ultimi anni. Secondo uno di essi, il sistema dovrebbe consentire a tutte le monete, compreso il dollaro, di mantenere la loro convertibilità negli strumenti fondamentali di riserva, quali l'oro e i DSP, garantendo il successivo ripianamento delle perdite di riserve. Altro obiettivo è quello di impedire abnormi incrementi di riserve in valuta estera. Infine, nel futuro l'aumento delle riserve ufficiali dovrebbe avvenire in gran parte mediante nuove assegnazioni di DSP, i quali dovrebbero parimenti essere sottoposti ad un controllo internazionale ed emessi nei limiti del fabbisogno complessivo del sistema. Si tratta quindi di un sistema che richiede l'osservanza, sia da parte dei paesi deficitari che eccedentari, di una disciplina che consenta di contenere le variazioni delle riserve entro limiti prestabiliti o di effettuare prontamente i necessari aggiustamenti per invertire i movimenti in eccesso.

Nel sistema di Bretton Woods è apparso evidente che quando persistenti perdite di valuta non potevano essere corrette con misure di politica economica interna, esse prima o poi conducevano inevitabilmente alla svalutazione della moneta; indebiti ritardi nell'effettuare svalutazioni sono stati resi possibili dalle eccessive concessioni di crediti ufficiali e dai massicci accumuli di dollari da parte dei paesi eccedentari (pure da annoverare in certo senso tra i paesi concedenti credito). Al fine di rendere il sistema più simmetrico, la soluzione proposta prevede per i paesi in avanzo l'obbligo analogo di frenare il loro saldo attivo con misure di aggiustamento interno o mediante la rivalutazione della propria moneta — in quanto è chiaro che all'eccedenza di un paese corrisponde il disavanzo di un altro paese.

Alla proposta degli Stati Uniti, esaminata seriamente e ritenuta logica nel suo schema, sono state tuttavia mosse obiezioni alquanto energiche, sulla base dell'argomentazione che una perdita o un aumento di riserve non sempre è sintomo di squilibrio fondamentale; infatti, esso può derivare da sviluppi ciclici, da eccesso o insufficienza di domanda, da divari nei saggi di interesse, ovvero da flussi speculativi di capitali. Per di più, le riserve di un paese possono subire gli effetti di errori commessi da un altro paese. Si è pertanto suggerito che un migliore indicatore obiettivo potrebbe essere l'avanzo o il disavanzo della bilancia dei pagamenti di base rettificata se-

condo la posizione del paese nei confronti del ciclo economico. All'impiego delle riserve come principale indicatore è stato ulteriormente obiettato, da parte di vari paesi, che in tal modo si addosserebbe l'onere dell'intervento ai paesi eccedentari, che si creerebbe un incentivo ad impiegare il tasso di cambio come principale strumento di aggiustamento ed inoltre che ciò ostacolerebbe i paesi nel conseguimento dei loro obiettivi di bilancia dei pagamenti.

Dall'esperienza passata si evince che ai fini del soddisfacente funzionamento di un sistema di cambi fissi occorre stabilire nel modo più concreto possibile il concetto di squilibrio fondamentale. D'altra parte, neppure assumendo criteri realmente obiettivi è probabile che situazioni del genere possano essere identificate semplicemente in modo meccanico. In genere, sembra sia necessaria una valutazione caso per caso, basata sull'analisi accurata di tutti i fattori di rilievo, diversi ovviamente da caso a caso. E dato che in alcune circostanze, in particolare quelle coinvolgenti il dollaro, si sono verificati sia perdite che incrementi di riserve, non è possibile evitare la formulazione di un giudizio al fine di stabilire a quali paesi compete la responsabilità di adottare provvedimenti correttivi.

Il recente crollo del sistema dei cambi fissi ha inevitabilmente spostato l'intera discussione sul regime dei tassi di cambio in un contesto alquanto diverso. Dopo tale traumatizzante esperienza, è stato espresso l'avviso che sarebbe preferibile non tornare affatto ai cambi fissi. Il Comitato dei venti, riunitosi a livello ministeriale poco dopo la riapertura dei mercati dei cambi il 19 marzo, ha approvato in proposito la mozione seguente: "I membri del Comitato riconoscono che i tassi di cambio debbono costituire oggetto di interesse e di consultazione internazionale ed inoltre che la riforma del sistema deve contemplare un regime di tassi di cambio che resti basato su parità valutarie stabili ma flessibili. Riconoscono altresì che i tassi fluttuanti possono costituire, in situazioni particolari, un'utile tecnica. Concordano unanimemente sulla necessità che il mercato dei cambi si mantenga stabile e sull'importanza che riveste la sorveglianza del Fondo sulle politiche dei tassi di cambio". Nell'insieme, tale mozione sembra difficilmente costituire una inequivocabile difesa di un sistema di cambi fissi, da variarsi solamente in casi di squilibrio fondamentale.

Nel complesso, comunque, l'opinione ufficiale rimane largamente favorevole al principio del sistema dei cambi fissi, per le medesime ragioni addotte in passato. Da un lato si considera utile che, nel governo degli affari economici, le autorità siano tenute alla disciplina della bilancia dei pagamenti, ciò che costituisce un freno alle forze inflazionistiche interne. Si ritiene, inoltre, che un sistema di cambi fissi renda più facile sul piano politico di limitare i controlli diretti sul commercio e sui pagamenti, la cui imposizione in un regime di tassi fluttuanti potrebbe essere viceversa necessaria al fine di evitare scosse alla struttura del settore esterno. Peraltro, l'idea di mantenere una fluttuazione dei cambi per la durata di qualche anno trova molti fautori. La principale ragione di tale preferenza sta nella riluttanza delle autorità ad accettare che nell'ambito di un sistema di cambi fissi le loro riserve esterne e le loro politiche monetarie interne siano loro malgrado influenzate da squilibri esterni di fondo che potrebbero protrarsi anche dopo il riallineamento. Dato l'enorme effetto potenziale degli sfasamenti nei termini di pagamento e degli altri flussi di fondi liquidi privati, una tale evenienza potrebbe verificarsi in momenti in cui, persistendo una

scarsa fiducia sui mercati, i nuovi cambi fissi finirebbero semplicemente per offrire un bersaglio alla speculazione. Ciò potrebbe altresì avvenire in conseguenza dell'inerzia con cui la bilancia corrente reagisce alle variazioni dei tassi di cambio, ma il verificarsi di tali ritardi costituisce nello stesso tempo un forte elemento a sfavore della tesi di una fluttuazione completamente libera, in quanto non sarebbero soddisfatte le condizioni necessarie alla stabilità. Infine taluni ritengono che un nuovo sistema di cambi fissi non può esser instaurato sulla base di un dollaro inconvertibile.

Quanto poi al secondo problema sopra esposto, attinente al futuro delle diverse attività di riserva, molti sostengono la necessità di un controllo sugli incrementi futuri delle riserve, per far sì che gli aumenti stessi possano corrispondere al fabbisogno globale. Ciò presuppone naturalmente un sistema di cambi fissi, perchè senza di esso non vi sarebbe o quasi occorrenza di riserve. Tale tesi poggia sull'assunto che un aumento eccessivo di riserve favorisce l'inflazione e costituisce nello stesso tempo un chiaro segno di una inadeguata politica di aggiustamento.

In recenti dibattiti si è quasi generalmente riconosciuto che in futuro i DSP dovrebbero rappresentare il principale strumento di espansione delle riserve e contribuire in parte — sebbene non interamente — al governo delle riserve globali. Che la tesi abbia peraltro implicazioni più vaste del suo semplice accoglimento e dell'assegnazione di DSP, è risultato chiaro nei primi tre anni di impiego dei DSP. Si tratta di implicazioni connesse con la natura dei DSP, col futuro delle altre attività di riserva, col processo di aggiustamento e certamente anche con la possibilità di mantenere cambi fissi come condizione normale nei rapporti fra le monete.

Per quanto concerne la natura dei DSP, questa tesi implica innanzitutto la necessità che essi assicurino una remunerazione che ne renda attraente il possesso. Tale aspetto interessa in particolar modo i paesi le cui riserve sono ora costituite principalmente da valute estere, data l'importanza che essi attribuiscono al reddito che possono ricavarne. Inoltre, i DSP dovrebbero diventare un'attività di riserva più indipendente e ciò comporta la sostituzione del vincolo con l'oro mediante un'altra forma di garanzia, nonchè la modifica delle norme attualmente regolanti il loro impiego, per quanto concerne i limiti al loro possesso e la loro ricostituzione.

Per quanto riguarda gli altri tipi di riserve, l'attenzione si è ovviamente concentrata sul controllo degli incrementi di riserve in valuta estera, data la convinzione che ogni ulteriore aumento debba esser limitato al massimo. Anche ammettendo che in futuro il processo di aggiustamento sia più efficace e più rapido, la proposta in esame appare prematura. La sua adozione richiederebbe un processo di superaggiustamento, nel quale le variazioni dei tassi di cambio avrebbero effetti destabilizzatori sugli scambi e nei confronti di molte economie interne, in altri termini, un rimedio peggiore del male stesso. Ogni gestione delle riserve globali deve consentire, all'interno del sistema, una certa libertà di manovra — e precisamente un aumento delle riserve non regolamentato; diversamente, la necessità di adeguare le parità potrebbe divenire così frequente da compromettere la fiducia nel cambio fisso. Non sarebbe in ogni caso facile raggiungere un accordo sulla limitazione delle riserve in valute, nè sarebbe difficile aggirare in un modo o nell'altro tali limiti ove questi esistessero.

Il problema del ruolo dell'oro nel sistema monetario riformato è naturalmente del tutto diverso da quello delle riserve valutarie. L'oro non comporta il rischio di

un eccessivo aumento di riserve. Tuttavia le riserve auree sono praticamente congelate poichè nessuna banca centrale è disposta a cedere oro all'attuale prezzo ufficiale, mentre il prezzo di mercato continua a salire molto al di sopra di quello ufficiale. E' inoltre probabile che, ove tale situazione permanga invariata, i paesi si mostrino restii ad utilizzare i loro crediti con garanzia aurea presso il FMI, comprendenti attualmente i DSP. A parte ciò, l'enorme divario tra prezzo di mercato dell'oro (oltre \$100) e suo valore ufficiale nominale (\$42) rappresenta un ostacolo per un ritorno alla fiducia nel dollaro e per il ripristino della sua convertibilità.

Circa il futuro dell'oro nel nuovo sistema monetario, l'unico punto d'intesa sembra il riconoscimento della tendenza al declino della quota in oro e all'aumento di quella in DSP rispetto al totale delle riserve. Quanto al resto, esiste un'intera gamma di opinioni. Alcuni ritengono che l'oro debba essere "progressivamente eliminato" dal sistema, senza peraltro indicare in che modo ciò debba avvenire; di contro, molti paesi reputano che l'oro debba esser mantenuto tra le componenti del sistema e perfino che i DSP debbano rimanere ancorati all'oro. Del pari, le opinioni sono divise tra il mantenimento dell'attuale valore ufficiale dell'oro ed il suo innalzamento ad un livello più realistico rispetto al prezzo di mercato. Secondo un punto di vista espresso di recente, il valore fisso ufficiale dovrebbe essere abolito o ignorato, lasciando liberi i paesi, ove lo desiderino, di utilizzare l'oro nei regolamenti ufficiali al prezzo di mercato o in prossimità di esso. Si sostiene inoltre che l'intesa raggiunta a Washington nel marzo 1968 dovrebbe avere cessazione in modo da permettere alle autorità monetarie di cedere oro al mercato, come consentono gli Statuti del Fondo, o perfino di effettuare liberamente acquisti e vendite. Tuttavia, qualunque possa essere il risultato di queste proposte, l'intento ad esse sottostante è semplicemente lo scongelamento dell'oro, non il suo rientro tra le componenti positive dell'aumento di riserve.

E' a questo riguardo che il sistema ha già subito un profondo cambiamento. Precedentemente, l'afflusso di nuovo oro nel sistema serviva non solo ad incrementare le riserve globali, ma anche a finanziare le eccedenze nette dei pagamenti dell'intero sistema, in quanto per i paesi produttori di oro esso rappresentava una voce delle partite correnti in esportazione, mentre per coloro che lo ricevevano costituiva uno strumento per il regolamento di saldi della bilancia dei pagamenti. L'oro quindi, consentendo una certa manovra nel processo di aggiustamento, ha contribuito alla stabilità dei tassi di cambio. Le assegnazioni di DSP, d'altro canto, non permettono di finanziare in modo analogo i saldi attivi dei pagamenti internazionali. Essi creano piuttosto degli avanzi - e ciò solo se non si tiene conto delle implicite passività - mentre lasciano che i saldi attivi veri e propri vengano finanziati in altro modo. Un sistema basato sui DSP richiede quindi più rapidi ed efficaci aggiustamenti nei saldi attivi e passivi dei pagamenti, a meno di non consentire continui trasferimenti ed effettuare assegnazioni di DSP sufficientemente ampie.

Riguardo agli ampi movimenti di fondi che hanno turbato i mercati dei cambi, fino ad oggi non è emerso molto in fatto di idee concrete, a parte la definizione ad essi data di destabilizzanti. Invero, la destabilizzazione è in gran parte derivata dalla riluttanza a variare parità divenute chiaramente irrealistiche, ovvero dal fatto di aver perseguito strenuamente una politica monetaria interna sulla base di un'economia

chiusa. Sembra potersi prevedere che il processo di aggiustamento funzionerà meglio in futuro, sebbene l'anno scorso siano stati acquistati molti miliardi di dollari, prima che le autorità abbandonassero i tassi di cambio smithsoniani. Quanto alle limitazioni nel ruolo della politica monetaria, non risulta che il problema figuri molto nelle considerazioni ufficiali. Quindi l'attenzione sarà probabilmente accentrata sui controlli, pur se questi non si sono rivelati molto efficaci, neppure nel caso delle misure estreme adottate dalle autorità giapponesi.

L'idea che il sistema riformato debba prevedere norme particolari a favore dei paesi in via di sviluppo è stata finora intesa nel senso che si dovrebbe procedere, attraverso una qualche tecnica, ad assegnazioni di DSP più ampie di quelle ad essi spettanti in proporzione alle loro quote nel FMI. A tale proposta è stato dato il nome di "legame" tra DSP e aiuto per lo sviluppo. Non è ancora chiaro che cosa potrebbe farsi in proposito, ma una forte pressione politica opera in questo senso. Dal punto di vista strettamente monetario, tale legame comporta alcune complesse questioni. Come risulta dalle clausole concernenti la ricostituzione delle posizioni debitorie in DSP, questi non sono stati creati per finanziare persistenti disavanzi ma piuttosto oscillazioni nei pagamenti. Permane quindi nella nozione dei DSP in certo qual modo la caratteristica di una facilitazione creditizia. E se i paesi in via di sviluppo dovessero tendere a diventare i principali debitori nel sistema dei DSP, non è verosimile che la fiducia riposta in questi ultimi possa essere conservata, specie se la quota assegnata a tali paesi sarà stata molto rilevante rispetto all'assegnazione totale. Il modo in cui detto legame possa ripercuotersi su altre forme di aiuto è un altro aspetto del problema da esaminare.

Sembra pertanto che le questioni da risolvere presentino molte difficoltà; per di più esse richiedono una soluzione le cui diverse componenti dovranno essere congegnate in modo da costituire un sistema funzionante. E' perciò probabile che debba passare ancora molto tempo prima che si raggiunga un accordo.

## II. ANDAMENTI E POLITICHE IN CAMPO ECONOMICO E MONETARIO NEI SINGOLI PAESI.

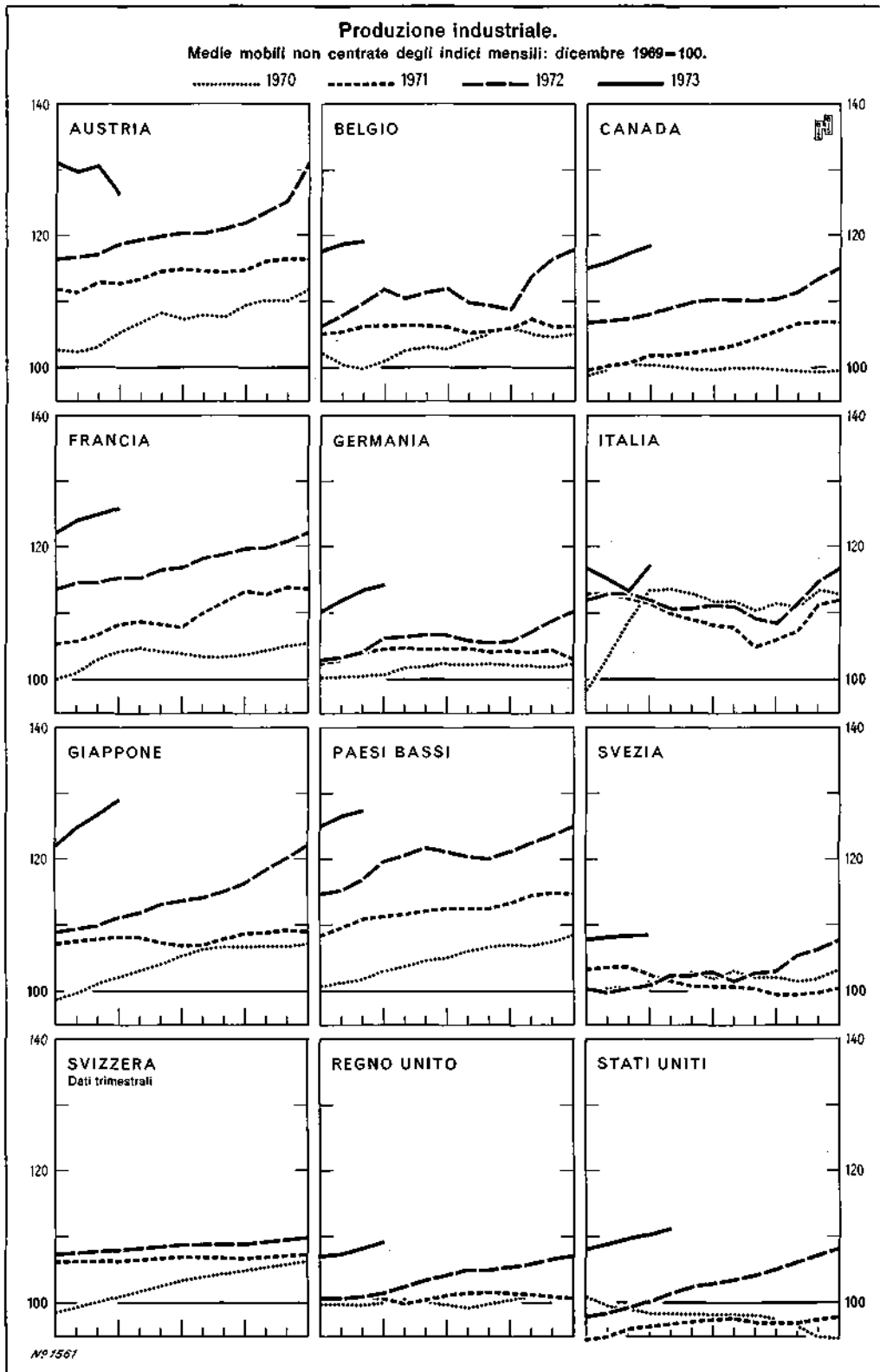
Il ristagno economico del 1970-71, che era stato il prodotto di determinati indirizzi di politica economica, ha lasciato il posto lo scorso anno ad una vigorosa espansione dovuta a nuovi indirizzi di tale politica. Dopo avere conseguito scarso successo nei loro sforzi per contenere l'inflazione dei prezzi e dei salari attraverso restrizioni della domanda, le autorità dei vari paesi hanno avvertito ben presto la necessità di ritornare ad obiettivi di espansione economica e di pieno impiego. I primi a muoversi in tale direzione sono stati gli Stati Uniti, seguiti a breve distanza dal Giappone. Nell'Europa occidentale, dove il rallentamento delle attività era avvenuto più tardi e in forma generalmente piuttosto moderata, una brusca accelerazione, occorsa a partire dall'ultima parte del 1972, ha permesso di riguadagnare rapidamente il terreno perduto. Così nella prospettiva della storia economica del dopoguerra, la primavera del 1973 ha presentato il fenomeno inconsueto di una convergenza di andamenti congiunturali sul piano internazionale. E' sembrato, infatti, che l'economia mondiale si sia avviata verso una fase di generalizzata pressione della domanda, non più riscontrata dalla metà degli anni cinquanta.

Nei mesi recenti il ritorno all'espansione ha presentato una forte tendenza che si va intensificando per forza propria. La dilatazione della domanda, avviata in gran parte dalla crescita dei consumi individuali, delle spese del settore pubblico e dell'edilizia residenziale, è stata l'anno scorso stimolata in misura crescente dallo sviluppo del commercio mondiale, con la multilateralità di effetti reciproci che esso comporta. Più recentemente, hanno mostrato segni di rafforzamento gli investimenti industriali, particolarmente nei maggiori paesi industrializzati.

Nel dopoguerra, in occasione di ogni successiva ripresa economica si sono registrati saggi d'incremento dei salari e dei prezzi più rapidi di quelli riscontrati in quella precedente, e l'attuale fase di ripresa non costituisce un'eccezione a tale andamento, sebbene negli Stati Uniti un coraggioso esperimento di politica dei redditi e dei prezzi abbia finora fornito buoni risultati. In gran parte dei paesi dell'Europa occidentale gli aumenti dei saggi salariali o delle remunerazioni sono rimasti l'anno scorso entro una fascia di circa il 10-15 %, mentre i rialzi dei prezzi al consumo si sono generalmente concentrati attorno al 6-8 %. Come già descritto nel capitolo I, un aspetto nuovo dell'inflazione sono stati i livelli elevatissimi raggiunti dai prezzi delle merci a mercato mondiale. Inoltre aspettative inflazionistiche si sono profondamente radicate.

Negli ultimi due anni si è avuta un'espansione dell'offerta di moneta certamente molto ampia: in gran parte dei paesi industrializzati il rapporto tra il suo incremento medio e la crescita del prodotto nazionale lordo a prezzi correnti è stato pari a 1,2-1,9. In termini di incremento del prodotto nazionale lordo reale questi rapporti sono risultati in generale dell'ordine di 2,5-3,5 circa, ma hanno perfino raggiunto il livello di 8. In tal modo le autorità dei diversi paesi si sono viste spingere lontano dai loro consueti obiettivi di crescita monetaria.





All'origine di una così forte dilatazione del credito bancario e delle attività liquide stanno parecchi importanti fattori. Uno di questi è rappresentato dal fatto che il consueto bisogno di ricostituire i livelli di liquidità dopo un periodo di restrizione creditizia ha cominciato ben presto a fondersi col desiderio di proteggersi contro la possibilità incombente di una nuova restrizione. Ha inoltre influito il fatto che i saggi d'interesse reali sono rimasti quasi ovunque su livelli molto bassi o negativi e che poteva altresì attendersi un rialzo dei rendimenti a lungo termine. Infine, in molti paesi la capacità di espansione monetaria è stata notevolmente accresciuta per effetto degli ingenti flussi internazionali di capitali, prodotti dalle tensioni sui mercati dei cambi.

In considerazione di questi andamenti generali, a partire dallo scorso autunno, le autorità monetarie degli Stati Uniti, del Giappone e di diversi paesi dell'Europa occidentale, hanno progressivamente orientato in senso restrittivo le loro politiche, al fine di moderare il ritmo di sviluppo dell'attività economica.

Nell'Europa orientale si è avuto nel 1972 uno sviluppo globale che è risultato ancora pari a circa il 7%. Peraltro, nell'Unione Sovietica il saggio di sviluppo è sceso dal 6% del 1971 a circa il 4% per effetto delle avverse condizioni atmosferiche che hanno inciso sui risultati dell'agricoltura. Negli altri paesi dell'Europa orientale si sono registrati aumenti del reddito nazionale prodotto che vanno dal 5-6% per i paesi più industrializzati fino al 10% per quelli in fase di rapida industrializzazione. Peraltro, in alcuni paesi la produzione industriale è cresciuta alquanto più lentamente lo scorso anno a causa della scarsità delle forze lavorative o dei minori incrementi di produttività.

La parte che segue descrive particolareggiatamente questa evoluzione di problemi e politiche nei singoli paesi.

\* \*  
\*

*Stati Uniti.* Nella primavera del 1973 la ripresa congiunturale stava progredendo da ormai oltre diciotto mesi: la produzione industriale e il prodotto nazionale lordo reale andavano aumentando al saggio annuo di circa, rispettivamente, il 10 e l'8%. I fattori dinamici della domanda erano le spese per i consumi, in particolare quelle per automobili e beni di consumo durevoli, gli investimenti delle aziende in impianti ed attrezzature e, a ritmo crescente, le esportazioni. L'edilizia residenziale continuava ad espandersi, anche se non rapidamente come per l'innanzi; le costruzioni iniziate erano ammontate nel 1972 a 2,4 milioni, rispetto a 1,3-1,6 milioni annui nel corso degli anni sessanta. L'accumulazione di scorte era fortemente salita dopo la metà del 1972, ma i rapporti scorte/vendite hanno continuato a scendere e nei primi mesi del 1973 si trovavano ad un livello relativamente modesto.

La politica di bilancio del governo federale ha svolto un ruolo dinamico. Sulla base dei conti nazionali, il deficit si è solo leggermente ristretto da \$21,7 miliardi nel 1971 a \$18,1 miliardi. La spesa per beni e servizi è tornata ad aumentare moderatamente, avendo il declino delle spese belliche accompagnatosi con il disimpegno dal Vietnam toccato il fondo; si è anche verificato un forte aumento delle erogazioni

di carattere sociale a persone e dei sussidi ai governi statali e locali. Inoltre, sono stati introdotti per legge numerosi incentivi fiscali: riduzioni di imposte personali dall'inizio del 1972, l'abrogazione dell'imposta di consumo sugli autoveicoli, un credito d'imposta retroattivo del 7% sugli investimenti aziendali e più ampie esenzioni fiscali sugli accantonamenti per ammortamenti.

Comunque, per quanto riguarda l'intero settore pubblico, il deficit sulla base dei conti nazionali è caduto da \$16,9 miliardi nel 1971 a \$5,9 miliardi. Tale fenomeno rispecchia un forte miglioramento nella posizione degli stati e delle amministrazioni locali; sebbene le loro spese abbiano continuato ad accrescersi come prima, l'incremento del gettito fiscale e i sussidi federali hanno portato il loro avanzo globale di bilancio da \$4,8 miliardi nel 1971 a \$12,6 miliardi.

Considerando la forza e l'ampiezza della ripresa, non sorprende che le importazioni siano fortemente aumentate. Nell'intero 1972 il volume delle merci e dei servizi importati è stato superiore al 1971 di quasi il 12%. Dopo essersi attenuato intorno alla metà dell'anno, esso ha nuovamente preso a crescere rapidamente durante l'autunno e sino ai primi mesi del 1973.

Sul mercato del lavoro il tasso di disoccupazione è rimasto all'incirca del 6% sino alla tarda primavera del 1972, in parte a causa di apprezzabili guadagni di produttività caratteristici dei primi stadi di ogni ripresa economica ed in parte a causa di un incremento della manodopera disponibile. Peraltro, da giugno in avanti, la disoccupazione è diminuita attestandosi sul 5% ad aprile 1973. Relativamente agli uomini in età di 20 anni ed oltre il saggio in discorso era soltanto del 3,4%. Altri indicatori, quale l'allungamento dei periodi di consegna, hanno anch'essi lasciato vedere che il margine delle risorse inutilizzate sta diminuendo.

I controlli ufficiali su salari e prezzi sono rimasti in vigore durante tutto il 1972 nel quadro della Seconda Fase della politica dei redditi dell'Amministrazione. L'influenza della Commissione per le retribuzioni, in coincidenza con un mercato del lavoro non soggetto a pressioni e con un numero relativamente esiguo di contratti salariali venuti a scadenza, ha contribuito a limitare gli aumenti retributivi. Una volta effettuati, nella prima parte del 1972, numerosi adeguamenti successivi al blocco, i guadagni orari sono aumentati ad un saggio annuo inferiore al 6%, nonostante il vigore della ripresa economica: nell'anno terminato ad agosto 1971, prima dell'introduzione del blocco, il saggio medesimo era stato superiore al 7%. Inoltre, tralasciando gli effetti delle maggiori prestazioni per lavoro straordinario e la crescita nel coefficiente di manodopera impiegata nelle industrie a più elevati salari, il diretto aumento dei saggi salariali contrattuali è stato assai modesto. Un significativo rallentamento si è anche manifestato nei prezzi industriali ingrosso e nei prezzi al consumo.

Verso la fine del 1972 l'inflazione ha peraltro preso ad aumentare ancora una volta rapidamente provenendo ora da un settore insolito. A causa soprattutto di un esplosivo incremento dei prezzi dei prodotti base e specialmente di quelli agricoli, i prezzi ingrosso sono aumentati in dicembre sino a raggiungere un livello superiore del 6,5% a quello di un anno prima. Successivamente, nel solo primo quadrimestre del 1973, i prezzi ingrosso sono balzati in avanti del 6,3% e quelli al consumo del 2,7%. In certa misura ciò va attribuito all'effetto transitorio, ed in parte di natura psicologica,

del passaggio avvenuto in gennaio, da un sistema di prezzi e di redditi regolati per legge ad un sistema volontario (Terza Fase) in cui i controlli sui prezzi sono stati mantenuti soltanto nei settori delle costruzioni, sanitario e della trasformazione e distribuzione dei prodotti alimentari. Il Comitato per le retribuzioni e la Commissione per i prezzi sono stati aboliti e la sorveglianza sulle norme indicative e sui rimanenti controlli su salari e prezzi è stata affidata alla Commissione per il costo della vita, assistita nel suo compito da un nuovo Comitato consultivo in materia di salari e da rapporti trimestrali delle 800 più importanti aziende sui propri costi e prezzi. La Commissione ha successivamente dichiarato che la norma indicativa riguardante le decisioni per aumenti salariali sarà mantenuta al livello attuale del 3,5% più un 1% per benefici accessori. L'Amministrazione ha affermato il suo intendimento di ridurre il saggio dell'inflazione al 2,5%, o anche a meno entro la fine del 1973. Il Comitato sugli interessi e dividendi aveva in precedenza confermato il limite del 4% sugli aumenti dei dividendi per tutta la durata del 1973. Il Presidente ha altresì ottenuto una proroga sino all'aprile 1974 della legge sulla stabilizzazione economica, con il potere di reintrodurre controlli obbligatori su prezzi e redditi.

Nel primo trimestre del 1973 sono state prese varie misure per contenere la spinta al rialzo dei prezzi dei generi alimentari. La sospensione delle restrizioni quantitative sulle importazioni di carni, introdotta per la prima volta nel giugno 1972, è stata prorogata a fine 1973. Inoltre, le erogazioni a sostegno dell'agricoltura sono state modificate al fine di potenziare la produzione di cereali e bestiame, mentre i sussidi alle esportazioni e gli aiuti al finanziamento delle scorte di cereali sono stati aboliti. A fine marzo è stato imposto un limite massimo al prezzo della carne di manzo, di maiale e di agnello.

Il volume del credito è rapidamente cresciuto nel corso della ripresa economica e ha dimostrato una certa tendenza ad accelerare. Il totale dei fondi raccolti sui mercati creditizi dai settori non finanziari, ivi comprese le emissioni azionarie, è salito nel 1972 a \$ 171 miliardi, e cioè \$ 14 miliardi in più rispetto alla già ampia cifra del 1971, la quale era risultata gonfiata in connessione con la speculazione sul dollaro. Nel secondo semestre del 1972 i flussi finanziari hanno raggiunto un livello rapportato ad anno di \$ 189 miliardi, rapidamente aumentato a \$ 215 miliardi nell'ultimo trimestre. Come appare dalla tabella, l'incremento del 1972 va attribuito alle maggiori concessioni di credito da parte delle banche commerciali e degli altri istituti finanziari, principalmente istituti di risparmio e credito edilizio, sotto forma di prestiti commerciali, crediti al consumo e mutui ipotecari. Le emissioni mobiliari, per contro, sono state inferiori rispetto al 1971, rispecchiando una flessione dell'indebitamento a lungo termine da parte delle società e il minor fabbisogno di cassa del settore pubblico. I collocamenti azionari sono scesi solo leggermente tra il 1971 e il 1972 da \$ 13,5 a 12,4 miliardi, ma le emissioni di obbligazioni societarie ed estere sono cadute da \$ 20,3 a 13,6 miliardi. Le amministrazioni statali e locali, in una situazione di eccezionale avanzo dei loro bilanci, hanno raccolto \$ 14,5 rispetto a 20,2 miliardi, soprattutto per consolidare le proprie posizioni finanziarie ed ampliare la propria liquidità. Le emissioni nette di titoli del governo federale (ivi comprese quelle degli istituti di credito patrocinati dal governo) sono diminuite lo scorso anno a \$ 23,6 da 29,4 miliardi nel 1971. Peraltro, laddove nel 1971 il settore estero (soprattutto le istituzioni ufficiali) aveva assorbito titoli governativi per un ammontare

equivalente al 90% di tali emissioni nette, nel 1972 questa percentuale è caduta al 36% circa, ma solo per risalire al 100% nel primo trimestre del 1973. Da dicembre 1969 a febbraio 1973 i titoli del governo SU di pertinenza estera sono saliti da \$11,4 a 61,1 miliardi, mentre quelli detenuti da investitori privati nazionali sono scesi da \$210,6 a 204,0 miliardi.

**Stati Uniti: Fonti e utilizzi dei fondi del mercato creditizio.<sup>1</sup>**

Voci	1970	1971		1972		1973
		1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre	1° trimestre
saggi annuali rettificati, in miliardi di dollari						
<b>Domanda di fondi:</b>						
Titoli del governo SU <sup>2</sup> . . . . .	12,8	22,3	28,7	11,5	23,2	21,9
Obbligazioni societarie ed estere . . . . .	21,1	23,2	17,4	13,8	13,4	8,9
Titoli di stati e governi locali . . . . .	13,8	22,1	18,5	14,0	15,0	3,4
Ipoteche . . . . .	25,8	39,3	54,6	59,4	71,4	64,8
Crediti al consumo . . . . .	4,3	6,5	13,6	15,6	22,4	25,3
Prestiti bancari . . . . .	5,0	7,9	18,0	15,9	25,8	71,8
Altri . . . . .	11,9	8,9	3,9	7,8	7,0	— 2,0
<b>Totale<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>94,7</b>	<b>130,2</b>	<b>154,7</b>	<b>138,0</b>	<b>178,2</b>	<b>194,1</b>
<b>Forniti direttamente da:</b>						
Governo federale . . . . .	2,8	4,4	2,0	1,6	3,1	0,2
Riserva federale . . . . .	5,0	8,4	9,3	4,8	— 3,9	22,2
Banche commerciali . . . . .	31,6	49,4	50,0	54,8	79,1	92,6
Altre istituzioni finanziarie . . . . .	38,7	56,5	55,3	70,7	78,2	77,6
Settore privato non finanziario . . . . .	6,3	—15,2	11,9	0,7	10,2	—33,3
Settore estero . . . . .	10,3	26,7	26,2	5,4	11,5	34,8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>94,7</b>	<b>130,2</b>	<b>154,7</b>	<b>138,0</b>	<b>178,2</b>	<b>194,1</b>
<b>Corrispondenti variazioni nelle attività finanziarie:</b>						
Moneta (M) . . . . .	7,7	17,9	10,7	13,2	18,4	12,7
Depositi vincolati e a risparmio . . . . .	56,2	92,4	70,2	92,3	84,9	120,8
Titoli del mercato creditizio . . . . .	30,8	19,9	73,8	32,5	74,9	60,6
<b>Totale . . . . .</b>	<b>94,7</b>	<b>130,2</b>	<b>154,7</b>	<b>138,0</b>	<b>178,2</b>	<b>194,1</b>

<sup>1</sup> Non sono comprese le emissioni azionarie di imprese non finanziarie che ammontano a: 6,8 12,7 14,2 13,1 11,8 9,8

Flussi totali netti, comprese le azioni . . . . . 101,5 142,9 168,9 151,1 190,0 203,9

Totale, come percentuale del PNL . . . . . 10,4 13,8 15,8 13,4 16,1 16,5

<sup>2</sup> Esclusi i fondi raccolti, per essere reimpiegati, dagli istituti di credito controllati dal governo SU.

Nei primi mesi del 1972, prima che il vigore della ripresa fosse manifesto, la politica di mercato aperto era stata fortemente espansionistica. Successivamente, fu adottato un atteggiamento meno attivo, ed i debiti delle banche partecipanti nei confronti della Riserva federale sono gradualmente aumentati. Sebbene il saggio di sconto non sia stato elevato, la politica monetaria nell'ultimo trimestre del 1972 ha compiuto un deciso mutamento di rotta verso posizioni restrittive. L'offerta di moneta — definita in senso lato, che esclude comunque i certificati di deposito di grandi denominazioni — è cresciuta del 10,8% nel 1972, leggermente meno che nel 1971; definita in senso stretto essa è salita dell'8,3% rispetto al 6,6% del 1971. L'aumento

nel volume globale dei prestiti e degli investimenti bancari si è ragguagliato al 14,1%, rispetto all'11,4% del 1971.

L'andamento dei saggi di interesse ha rispecchiato quello della domanda di credito, nonchè la concentrazione degli acquisti ufficiali di mercato aperto sulla carta a più lungo termine. I saggi obbligazionari si sono mantenuti stabili durante tutto l'anno: il rendimento dei titoli governativi a medio termine è stato del 6% circa e quello delle obbligazioni di società di prima categoria di poco superiore al 7%. I saggi a breve hanno peraltro cominciato a salire dopo il primo trimestre. Il saggio sui Fondi federali è balzato da un minimo appena superiore al 3% ai primi di marzo, al 4% nel corso dello stesso mese ed è quindi salito più gradualmente sino a raggiungere quasi il 5,5% alla fine dell'anno. I saggi sui crediti bancari di prim'ordine sono stati progressivamente innalzati dal 4,5 al 6% durante l'autunno, ma gli aumenti hanno dato luogo a richiami da parte della Commissione sugli interessi e i dividendi, la quale ha inoltre persuaso le principali banche a modificare, ed eventualmente sospendere, la prassi di utilizzare un saggio di prim'ordine fluttuante, automaticamente collegato con i saggi del mercato. Non sono ancora apparsi segni di disintermediazione finanziaria, ed è proseguito durante l'anno il vasto afflusso di fondi alle istituzioni raccogliatrici di risparmio, favorendo così il soddisfacimento della forte domanda di credito ipotecario.

L'espansione dei prestiti bancari agli operatori commerciali ed industriali si è fortemente accelerata durante l'inverno, crescendo poi durante il primo trimestre del 1973 ad un saggio calcolato su base annuale del 30% circa. Con i saggi di interesse del mercato continuamente crescenti, il saggio di sconto della Riserva federale è stato aumentato in quattro fasi dal 4,5 al 6% tra gennaio e metà maggio. La posizione di riserva delle banche è divenuta tesa, e il loro indebitamento nei confronti della Riserva federale è cresciuto fino a raggiungere \$2,4 miliardi alla fine di maggio. Il saggio sui Fondi federali a maggio è risultato in media pari a 7,75% mentre quello di prim'ordine è stato elevato ai primi di giugno al 7,5% per le maggiori imprese e ad un livello più basso per quelle piccole, per i prestiti personali e per quelli ipotecari; l'introduzione di tali saggi differenziali ha avuto origine dalle continue pressioni del Comitato sugli interessi e i dividendi volte a rallentare l'aumento dei costi del credito. I saggi a più lungo termine hanno cominciato a salire per la prima volta sin dall'inizio dell'espansione economica; ma si sono nuovamente stabilizzati nel corso della primavera.

Anche la politica fiscale è stata improntata a criteri più restrittivi. Le stime di bilancio rivedute per il 1972-73 indicano spese per \$249,8 miliardi, superiori di soli \$3,5 miliardi a quelle originariamente previste, nonostante il rigetto da parte del Congresso della proposta avanzata dall'Amministrazione di stabilire per legge un limite massimo di \$250 miliardi. In presenza di un gettito fiscale rapidamente crescente grazie allo sviluppo dell'attività economica, si prevede che il deficit federale sulla base dei conti nazionali scenda in prossimità di \$12 miliardi per l'anno solare 1973. Le stime per il 1973-74, basate su una espansione programmata del prodotto nazionale lordo nel 1973 di quasi il 10% in termini nominali e del 6,75% in termini reali, portano il bilancio quasi in pareggio su una base di pieno impiego. L'esiguità della crescita delle uscite preventivate ha rispecchiato un taglio apportato agli esborsi per alcuni programmi sociali e per i sussidi agli agricoltori.

Mentre l'Amministrazione ha ritenuto importante contenere lo sviluppo della pubblica spesa come alternativa all'aumento delle imposizioni fiscali, la misura globale delle restrizioni indotte da tale politica è risultata modesta. Lo scopo non era di determinare una forte decelerazione della ripresa economica, bensì di guidare l'economia lungo la sua potenziale traiettoria di sviluppo di lungo periodo. La forza della domanda è peraltro tale che una situazione di eccessive pressioni sulle risorse potrebbe rapidamente prender corpo. Gli investimenti fissi delle aziende, secondo le previsioni, dovrebbero aumentare del 15% o anche più nel 1973, mentre la spesa per i consumi, stimolata dai crescenti redditi personali e da ampi ristorni fiscali all'inizio della primavera, è stata sinora assai vivace. In questa atmosfera la possibilità di più severi controlli su salari e prezzi e di nuove misure fiscali è stata al centro di crescenti dibattiti pubblici.

Nelle ultime settimane si è assistito a nuovi importanti sviluppi in materia di prezzi e di politica monetaria. Agli inizi di maggio, in un rafforzamento dei controlli previsti dalla Terza Fase, è stato stabilito che le maggiori società devono notificare in anticipo i progettati aumenti dei loro prezzi medi quando questi superino dell'1,5% i livelli in essere all'inizio di gennaio. Nel settore monetario i saggi d'incremento annuo della quantità di moneta, nella sua definizione più ristretta ed in quella più estesa, sono scesi ad aprile rispettivamente al 6,3 e al 9,0%. D'altro canto, la variabile "proxy" del credito bancario opportunamente rettificata, che rappresenta una più completa misura delle risorse bancarie disponibili per il credito, segna un aumento del 12,8%. A metà maggio il Consiglio del Sistema della Riserva federale ha sospeso completamente i massimali previsti dalla Disposizione Q per i saggi d'interesse pagabili sui maggiori certificati di deposito e ha elevato dal 5 all'8% il coefficiente di riserva obbligatoria su ogni aumento delle risorse bancarie derivante dall'emissione di tali certificati o di carta commerciale di natura bancaria. Contemporaneamente è stato diminuito dal 20 all'8% l'obbligo di riserva sui prestiti contratti all'estero dalle banche. Oltre a provocare un'immediata spinta al rialzo sui saggi d'interesse a breve all'interno e a rimuovere un'eventuale limitazione al loro futuro aumento, queste misure favoriscono una maggiore perequazione tra gli incentivi che le banche hanno a raccogliere fondi all'interno o all'estero.

*Canada.* Sebbene le politiche monetarie e fiscali siano state improntate a finalità di incentivazione, l'espansione della domanda globale ha perduto alquanto forza durante un certo periodo dello scorso anno. Sino all'autunno le esportazioni hanno manifestato la tendenza a diminuire e la ripresa degli investimenti aziendali si è sviluppata lentamente. I consumi personali e le spese del governo sono andati crescendo e l'attività edilizia ha fornito un forte incentivo prima di attenuarsi verso la fine dell'anno. Peraltro, in misura insolitamente ampia, l'espansione della domanda globale è stata soddisfatta dalle importazioni. La produzione agricola è caduta in conseguenza di avverse condizioni atmosferiche ed anche l'attività industriale ed edilizia sono state ritardate da grandi scioperi specialmente nel terzo trimestre. In contrasto con l'andamento in altri paesi, lo scorso anno la crescita della produttività del lavoro si è mantenuta soltanto intorno alla sua media di lungo periodo. Peraltro il ritmo dell'espansione produttiva è stato insufficiente ad assorbire le rapidamente crescenti forze di lavoro del Canada, sicché il saggio rettificato di disoccupazione è salito in settembre al 6,9%. In tale quadro l'accelerazione nel rialzo dei prezzi al consumo è

stata motivo di disappunto. Mentre il principale nuovo fattore è stato il costo crescente dei generi alimentari, i guadagni salariali nell'industria hanno continuato ad aumentare ad un saggio annuo prossimo al 9%.

Il bilancio del governo per il 1972-73, per quanto leggermente meno orientato all'incentivazione che nell'anno precedente, conteneva proposte per riattivare gli investimenti mediante, tra l'altro, più rapidi ammortamenti di quelli industriali e una riduzione delle imposte sulle società. Peraltro l'approvazione parlamentare di tali proposte è mancata.

La politica monetaria, dal canto suo, è stata volta a favorire un elevato tasso di espansione del credito in modo da aiutare l'economia a raggiungere più elevati livelli operativi. Nel contempo tale politica ha contribuito a moderare le pressioni al rialzo sul tasso di cambio dovute all'afflusso di fondi, particolarmente in primavera, derivanti soprattutto da vendite all'estero di obbligazioni di nuova emissione. Peraltro, al fine di tener conto degli effetti ritardati dell'espansione monetaria, le autorità hanno cercato di contenere lo sviluppo delle riserve bancarie. Successivamente allo svilupparsi in primavera di una aggressiva concorrenza tra le banche per l'accaparramento dei depositi, si è verificata una notevole accelerazione nell'espansione della quasi moneta ed un ravvivarsi del movimento ascendente dei saggi di interesse a breve. In tale situazione le autorità, pur facilitando temporaneamente la liquidità bancaria, hanno patrocinato la conclusione di un accordo interbancario che prevede un massimale sui saggi di interesse corrisposti sui maggiori depositi vincolati con scadenza fino ad un anno.

Come risultato di queste misure i depositi presso le banche commerciali hanno presentato un aumento del 15% nel 1972, rispetto al 18% del 1971. Poichè durante l'anno gli averi bancari in attività liquide e titoli governativi non hanno registrato praticamente alcun incremento netto, il volume globale dei prestiti e degli altri investimenti in titoli delle banche è salito del 23%, con un ritmo di crescita ancor più elevato nel caso dei prestiti a termine alle imprese e dei mutui ipotecari.

Canada: Fondi raccolti sui mercati creditizi.

Voci	1969	1970	1971	1972
	miliardi di dollari canadesi			
Imprese non finanziarie . . . . .	4,2	3,2	5,3	4,5
Consumatori . . . . .	1,3	0,7	1,4	2,1
Debitori ipotecari . . . . .	1,7	1,5	2,5	3,8
Province e municipalità . . . . .	2,2	2,3	2,9	3,3
<b>Totale . . . . .</b>	<b>9,4</b>	<b>7,7</b>	<b>12,1</b>	<b>13,7</b>
Governo del Canada . . . . .	0,3	2,0	3,0	1,6
<b>Totale generale . . . . .</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>15,1</b>	<b>15,3</b>

L'insieme dei fondi raccolti dai mutuatari interni ha lievemente superato l'alto livello già raggiunto nel 1971; ulteriori notevoli aumenti dei prestiti al consumo ed ipotecari hanno più che compensato una modesta attenuazione dell'indebitamento da parte delle aziende non finanziarie. Il fabbisogno di credito del Governo, pari a \$can. 1,6 miliardi, è stato circa identico a quello dell'anno precedente, semprechè venga



escluso il finanziamento dell'espansione delle riserve valutarie estere che, considerevole nel 1971, è stato peraltro trascurabile nel 1972. Per quanto riguarda il mercato dei capitali, le vendite di valori mobiliari, in parte a causa di una flessione delle emissioni governative, sono state alquanto inferiori rispetto al 1971.

Questa forte domanda di credito è stata soddisfatta senza che si manifestasse un sostenuto rialzo dei saggi di interesse. Tanto quelli a lungo che a breve termine sono saliti al principio dell'anno sino a livelli superiori rispetto ai corrispondenti saggi del mercato SU mantenendovisi per tutta l'estate, ma tornando successivamente a valori più bassi. A fine anno i divari tra i rendimenti obbligazionari nel Canada e negli Stati Uniti si erano considerevolmente ristretti e i saggi canadesi a breve si trovavano ben al di sotto degli alti livelli cui erano pervenuti i tassi del mercato monetario a breve negli Stati Uniti.

All'inizio del 1973 è sembrato che si stesse avviando una più ampia ripresa economica, guidata dalle crescenti esportazioni dell'ultimo trimestre 1972. Nel primo trimestre 1973, quando i saggi di interesse a breve SU erano ulteriormente saliti al di sopra di quelli canadesi, i prestiti bancari sono cresciuti ad un saggio annuale rettificato di oltre il 25%. In tali circostanze il saggio ufficiale è stato elevato in due fasi, ad aprile ed a maggio, dal 4,75% in vigore dall'ottobre 1971 al 5,75% mentre le banche commerciali hanno elevato il loro tasso attivo minimo dal 6 al 7%. Inoltre queste ultime sono state invitate a non soddisfare inconsuete richieste di credito avanzate da società estere o di proprietà estera, ma a dare piuttosto priorità alle richieste delle piccole imprese nazionali e alle regioni in via di sviluppo. L'obiettivo principale delle autorità è stato comunque ancora quello di incoraggiare un più ampio utilizzo delle risorse produttive. Il governo ha nuovamente presentato al Parlamento proposte riguardanti le riduzioni dell'imposta sulle società e maggiori esenzioni fiscali sugli ammortamenti. Inoltre, i preventivi di bilancio per l'anno fiscale che terminerà a marzo 1974 comportano riduzioni dell'imposta personale sul reddito, aumenti delle pensioni e diminuzioni selettive dell'imposta sulle vendite e dei diritti doganali. Il bilancio dovrebbe pertanto passare dalla prevista approssimativa parità del 1972-73 ad un deficit di quasi \$can. 1 miliardo.

*Giappone.* All'inizio del 1972 la recessione economica datava ormai in Giappone da quasi un anno e mezzo: la più lunga depressione congiunturale del periodo post-bellico. Nel corso del 1971 erano state portate avanti politiche di tipo espansivo, ma la ripresa era stata ritardata da incertezze relative al futuro assetto del tasso di cambio dello yen. Una svolta effettiva ha avuto luogo solo intorno al volgere del 1971 ed ha gradualmente preso slancio sino a produrre un aumento annuo del prodotto nazionale lordo reale pari al 9,2% e quindi superiore di circa 3 punti a quello del 1971.

La ripresa non è stata guidata, come nei cicli precedenti, dalle esportazioni e dagli investimenti industriali ma dalle spese del governo, dall'edilizia residenziale e dai consumi personali. Il 7,5% di espansione nelle esportazioni di beni e servizi è certamente notevole, ma appare del tutto modesto se paragonato ai livelli del passato, mentre gli investimenti industriali sono effettivamente diminuiti. Il governo invece, ha aumentato la sua spesa in termini reali del 17% circa, facendo particolare assegnamento sui lavori pubblici: non solo il bilancio 1972-73 è stato fin dall'inizio orientato

a forte incentivazione, ma sono state anche adottate misure per dare corso a certe spese nel più breve tempo possibile. Il programma di prestiti e di investimenti del Tesoro è stato riveduto in aumento tre volte ed in novembre si è provveduto a varare un bilancio supplementare per la parte corrente.

Per quanto riguarda le altre componenti della domanda, l'attività dell'edilizia abitativa privata è stata altresì molto vivace, assistita da agevoli condizioni di finanziamento mentre gli investimenti fissi delle industrie non manifatturiere sono fortemente aumentati. L'accumulazione di scorte è stata inferiore rispetto al 1971 ma si è considerevolmente accelerata durante l'anno. I consumi personali, beneficiando di redditi crescenti e di maggiori erogazioni di carattere sociale, sono cresciuti del 9,3% rispetto al 7,1% dell'anno precedente.

Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Settore delle società	Settore personale	Governò	Imprese pubbliche e autorità locali	Sistema bancario	Altri istituti finanziari	Resto del mondo <sup>1</sup>
Avanzo o disavanzo (—) finanziario . . . . .	1970	— 4.510	5.750	1.050	—1.580			— 710
	1971	— 4.130	7.530	830	—2.230			—2.000
	1972	— 6.170	10.580	720	—3.080			—2.050
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie<sup>2</sup></i>								
Moneta e depositi vincolati	1970	3.670	6.715	—1.400	210	— 5.685	—3.510	
	1971	6.220	8.165	—1.820	255	—10.755	—4.085	
	1972	7.440	13.905	—2.630	275	—12.830	—6.160	
Crediti assicurativi e fiduciari . . . . .	1970	185	2.175	— 360	10	25	—2.035	
	1971	375	2.590	— 475	10	5	—2.505	
	1972	665	3.160	— 610	6	10	—3.230	
Titoli (al netto) . . . . .	1970	— 855	1.405	175	— 810	110	— 65	275
	1971	— 635	1.705	395	—1.370	— 840	815	380
	1972	— 625	1.240	—1.040	—1.525	330	2.210	210
Prestiti . . . . .	1970	— 9.420	—3.240	2.115	— 965	5.700	5.810	
	1971	—13.620	—3.825	2.490	—1.130	9.530	6.555	
	1972	—16.180	—5.375	3.010	—1.745	11.035	9.255	
Riserve ufficiali . . . . .	1970							— 280
	1971							—3.775
	1972							— 915
Altri crediti esteri (al netto) . . . . .	1970	15	—	165	5	235	10	— 705
	1971	— 740	20	175	5	— 760	25	1.395
	1972	20	50	190	5	800	85	—1.345
Transazioni varie <sup>2</sup> . . . . .	1970	1.895	—1.305	355	— 30	— 385	— 210	
	1971	2.270	—1.145	75	—	2.820	— 805	
	1972	2.510	—2.400	1.800	— 95	655	—2.160	

<sup>1</sup> Un segno negativo indica un aumento dei crediti del Giappone (o una diminuzione delle sue passività) nei confronti del resto del mondo. <sup>2</sup> Compresi credito al commercio e sfasamenti.  
Fonte: Banca del Giappone.

L'espansione economica si è rispecchiata in una flessione della disoccupazione da un massimo dell'1,8% delle forze di lavoro in marzo all'1,2% in dicembre. L'aumento dei salari ha acquistato una certa velocità, ma l'incremento del 15,6% delle

remunerazioni mensili è risultato pressochè in linea con corrispondenti passate esperienze congiunturali. Data la produttività crescente, anch'essa in accordo con la congiuntura, il ritmo medio dell'inflazione dei prezzi nell'anno è stato quasi uguale al 1971 ed il deflatore del PNL ha registrato un incremento del 5%. Relativamente alle importazioni, la rivalutazione dello yen nel 1971 non ha sortito il previsto grado di pressione al ribasso sui prezzi, in parte a causa della rapida inflazione all'estero ed in parte a seguito del fatto che i fornitori esteri e i distributori interni hanno assorbito congiuntamente una notevole quota del potenziale beneficio.

La politica monetaria ha continuato nel 1972 ad essere improntata a criteri permissivi. Il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto di mezzo punto in giugno, al 4,25%, il valore più basso da molti anni, e fra giugno ed agosto la Banca del Giappone ha acquistato un volume considerevole di titoli governativi dalle banche e di tratte commerciali dal mercato, concedendo inoltre al sistema bancario risconti suppletivi e facilitazioni di credito. La moneta e la quasi moneta sono cresciute di quasi il 25%, ovvero circa allo stesso saggio dei precedenti dodici mesi, ma contrariamente al 1971 una parte di gran lunga inferiore di tale aumento va attribuita ad un'espansione delle attività sull'estero; il credito interno al settore privato ha contribuito alla crescita per quasi il 90%.

L'incremento del volume globale del credito, secondo i dati riguardanti il flusso di fondi, si è ragguagliato nel 1972 a quasi yen 30.000 miliardi, ovvero al 33,1% del prodotto nazionale lordo nominale, rispetto al 29,7 e al 23,8% rispettivamente nel 1971 e 1970. L'avanzo finanziario del settore personale è ancora cresciuto considerevolmente. Nel medesimo tempo, indebitandosi in misura assai maggiore per finanziare le nuove costruzioni di case e le spese in beni di consumo durevoli, il settore personale ha anch'esso manifestato preferenza per la liquidità notevolmente maggiore. I suoi averi di attività liquide finanziarie sono notevolmente aumentati, ma esso ha acquistato meno titoli che nel 1971. Tuttavia il più ampio deficit del settore pubblico ha richiesto nel 1972 addizionali finanziamenti obbligazionari, e ciò è stato reso possibile da un'ulteriore significativa espansione dell'intermediazione finanziaria: le banche e le altre istituzioni creditizie hanno finanziato l'indebitamento del settore pubblico e contemporaneamente concesso anticipazioni alle imprese commerciali. Nel settore delle imprese, nonostante l'ammontare del risparmio sia cresciuto in rapporto all'investimento in nuove attività, si è registrato un disavanzo finanziario notevolmente maggiore di quello dell'anno precedente per effetto dei considerevoli acquisti di terreni dal settore dei privati.

Verso la fine del 1972 era evidente che le pressioni inflazionistiche stavano assumendo proporzioni maggiori. Peraltro, la politica fiscale era volta a promuovere modifiche strutturali. Essendo ancora il principale obiettivo della politica quello di consentire un maggiore assorbimento interno delle risorse disponibili, il bilancio per il 1973-74 è rimasto orientato in senso espansivo. Rispetto al bilancio di previsione per il 1972-73, la spesa ordinaria doveva aumentare del 25% circa e gli investimenti e i prestiti del Tesoro del 28%. La politica monetaria subiva, inoltre, le limitazioni derivanti dall'avanzo verso l'estero. Le banche sono state invitate a limitare i prestiti per finanziare acquisti di beni immobili e di azioni, e il biennale andamento al ribasso dei saggi di interesse è stato arrestato, ma si è ritenuto che qualsiasi mercato irrigidi-

mento della politica monetaria avrebbe rappresentato un incentivo ad ulteriori indesiderati afflussi di fondi dall'estero.

I provvedimenti adottati in passato per ridurre l'avanzo dei conti con l'estero, ed in particolare quelli del giugno 1971 e maggio 1972, avevano ottenuto scarsi risultati. Ulteriori speranze vennero riposte in una terza serie di misure già annunciate in ottobre, ma gli afflussi di fondi dall'estero non solo sono continuati ma persino aumentati. Nel gennaio 1973 le riserve obbligatorie delle banche commerciali sono state innalzate al fine di assorbire la liquidità eccessiva e sono stati imposti nuovi obblighi di riserva sulle obbligazioni e sul denaro ricevuto in deposito fiduciario. In febbraio le banche sono state invitate a ridurre l'aumento dei crediti alle principali società giapponesi per il primo trimestre 1973 alla metà dell'aumento registratosi nel trimestre precedente. La fluttuazione dello yen in febbraio ha fatto sperare di poter contribuire ad un miglior controllo dell'espansione monetaria. Le riserve obbligatorie sono state ulteriormente aumentate e, dall'inizio di aprile, il saggio ufficiale di sconto è stato innalzato al 5%. A tali provvedimenti hanno fatto seguito un'azione intesa a produrre un più generale aumento dei saggi di interesse e inoltre la fissazione di un massimale sui nuovi prestiti concessi dalle banche nel secondo trimestre.

Questo passaggio ad una politica monetaria restrittiva non ha impedito all'inflazione di acquistare ancora forza durante i primi mesi del 1973. Una crescente pressione dovuta alla domanda si era venuta ad aggiungere a quelle originate dai costi. All'inizio della primavera i prezzi tanto ingrosso quanto al consumo si trovavano ad un livello superiore del 10% a quello rispettivo di dodici mesi prima. In aprile il governo ha proposto un programma antinflazionistico in sette punti il quale contempla tra l'altro un uso più flessibile della politica monetaria e di quella fiscale nonché un'azione volta a liberalizzare i contingentamenti alle importazioni e a ridurre o stabilizzare i prezzi dei prodotti importati. Alla fine di maggio si è avuto un ulteriore irrigidimento della politica monetaria, allorché la Banca del Giappone ha aumentato il saggio di sconto al 5,5% e ha annunciato un altro rialzo dell'obbligo di riserva delle banche.

*Regno Unito.* Fino ai primi mesi del 1972 le politiche economiche di tipo reflazionistico poste in essere avevano ottenuto magri risultati nel loro intento di risollevarne l'attività economica dal basso livello a cui essa si trovava. Nel precedente triennio la produzione era salita in media ad un tasso inferiore al 2%, creando una considerevole capacità produttiva inutilizzata e portando il tasso di disoccupazione a quasi il 4% della popolazione lavorativa. Nonostante questo, e nonostante il solenne impegno assunto da duecento grandi imprese di limitare l'aumento dei prezzi al 5% su base annua, le paghe concordate nell'industria privata continuavano a segnare aumenti superiori al 10%. Le maggiorazioni concesse al settore pubblico si erano generalmente mantenute al livello inferiore del 7-8% sino a quando il lungo sciopero nell'industria nazionalizzata del carbone dei mesi di gennaio-febbraio ebbe a terminare con un aumento del 16% su base annua. Ancora una volta la spirale salariale stava erodendo la competitività internazionale del Regno Unito. Il primo trimestre del 1972 ha fatto registrare un brusco deterioramento della bilancia commerciale, attribuibile soltanto in parte alla disorganizzazione conseguente agli scioperi.

In tale situazione, nonostante il rischio di peggiorare il corso dell'inflazione e i conti con l'estero, il governo, nel bilancio presentato in marzo, ha dato priorità alla domanda e all'impiego interni. Ampie riduzioni di imposte dirette ed indirette, insieme ad un più elevato volume di pubblica spesa, sono stati calcolati in modo da innalzare il fabbisogno di indebitamento del settore pubblico a £3.358 milioni nel 1972-73, con un incremento di £2.000 milioni rispetto ai risultati dell'anno precedente. Si è previsto che la produzione interna lorda reale aumenti ad un saggio annuo del 5% tra la seconda metà del 1971 e la prima del 1973.

Durante i mesi primaverili, quando l'economia fu nuovamente libera di operare senza agitazioni della manodopera, il peggioramento di fondo della bilancia dei pagamenti ebbe conferma dal fatto che l'avanzo delle partite correnti registrò solo una modesta ripresa. A metà giugno, alla preoccupazione per l'andamento dei costi e dei prezzi si è aggiunta una crescente inquietudine per il futuro andamento della bilancia dei pagamenti; mentre a scuotere la fiducia sopravveniva anche la possibilità di uno sciopero dei lavoratori portuali. La sterlina è stata presto sottoposta a pesanti pressioni sul mercato dei cambi. Mentre la subitaneità del movimento ha chiaramente rispecchiato i timori relativi ai tassi di cambio, si deve anche dire che le condizioni monetarie del Regno Unito erano state relativamente agevoli nei precedenti sei mesi. Di fronte alla prospettiva di un ampio drenaggio di riserve, le autorità decisero di lasciare che il tasso di cambio fluttuasse liberamente.

Nel frattempo la spesa per i consumi aveva cominciato ad espandersi rapidamente, rispecchiando l'ampio aumento dei redditi disponibili reso possibile dagli sgravi fiscali e dal ritardo con cui i prezzi erano aumentati dopo i miglioramenti salariali. I consumi privati reali nel secondo semestre del 1972 sono stati superiori del 7% rispetto al corrispondente periodo del 1971; gran parte dell'aumento ha riguardato le automobili ed i beni di consumo durevoli. L'edilizia residenziale ha altresì continuato la ripresa cominciata in precedenza, dovuta all'ampia disponibilità di crediti ipotecari. Le spese di parte corrente delle pubbliche autorità sono cresciute in misura molto vicina al saggio del 4% previsto nel bilancio del 1972. D'altro canto, gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale sono rimasti deboli: in particolare l'industria manifatturiera ha considerevolmente ridotto le proprie spese tanto per capitali fissi quanto per la costituzione di scorte, e ciò per il secondo anno consecutivo. In complesso l'ammontare totale della spesa finale al netto dei consumi privati e delle esportazioni è diminuito dello 0,6% tra il secondo semestre 1971 ed il secondo semestre 1972.

Nel medesimo tempo, la svalutazione della sterlina aveva avuto modesti effetti immediati sul volume del commercio con l'estero. Le esportazioni di beni e servizi non hanno praticamente fatto registrare alcun incremento in termini reali, in parte a causa della lenta crescita durante l'anno delle importazioni nel mondo (specialmente in alcuni importanti paesi d'oltremare appartenenti all'area della sterlina), ma anche in conseguenza dell'insufficiente grado di competitività (almeno fino alla svalutazione di giugno), delle ricorrenti controversie nel settore industriale e della rapida espansione della domanda di beni di consumo la quale ha incanalato la produzione verso il mercato interno. Questi ultimi tre fattori hanno altresì fatto gonfiare le importazioni, il cui volume è cresciuto tre volte più rapidamente della spesa globale finale.

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

Voci	Anni	Settore pubblico	Settore estero <sup>1</sup>	Privati	Società industriali e commerciali	Banche	Altri istituti finanziari
Risparmio più trasferimenti netti di capitali . . . . .	1970	4.967		2.506	3.306		360
	1971	4.171		3.063	3.962		393
	1972	3.134		3.602	4.449		718
Formazione di capitali lordi interni (—) . . . . .	1970	— 4.173		— 1.445	— 4.436		— 564
	1971	— 4.661		— 1.903	— 3.930		— 533
	1972	— 4.802		— 2.403	— 3.931		— 564
Avanzo o disavanzo (—) finanziario . . . . .	1970	794	— 688 <sup>2</sup>	1.061	— 1.130		— 204
	1971	— 490	— 1.051 <sup>2</sup>	1.160	32		— 140
	1972	— 1.668	— 18 <sup>2</sup>	1.199	518		154
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie<sup>3</sup></i>							
Prestiti bancari . . . . .	1970	— 402	— 2.595	— 59	— 1.125	4.262	— 81
	1971	442	— 2.228	— 576	— 730	3.511	— 419
	1972	— 589	— 7.489	— 1.927	— 2.988	14.025	— 1.032
Biglietti e monete e depositi bancari . . . . .	1970	— 187	3.384	942	322	— 4.739	278
	1971	— 204	3.359	1.118	1.028	— 5.482	181
	1972	— 498	7.501	2.013	2.273	— 12.222	933
Totale flusso monetario . . . . .	1970	1.287	— 1.287				
	1971	3.228	— 3.228				
	1972	— 1.265	1.265				
Prestiti e investimenti all'estero . . . . .	1970	266	— 191		— 35		— 40
	1971	303	19		— 290		— 32
	1972	473	— 565		101		— 9
Debito negoziabile del governo . . . . .	1970	— 280	44	— 227	9	140	314
	1971	— 3.700	473	466	— 1	1.383	1.379
	1972	982	353	— 23	— 21	— 1.713	422
Debito non negoziabile del governo . . . . .	1970	326	— 32	— 50	— 231	— 21	8
	1971	— 171	— 28	395	— 184	— 16	4
	1972	— 359	—	464	— 76	— 21	— 8
Indebitamento delle autorità locali . . . . .	1970	— 538	— 38	— 75	— 119	483	287
	1971	— 654	83	— 235	25	772	9
	1972	— 423	149	— 82	126	31	199
Crediti verso altri istituti finanziari <sup>4</sup> . . . . .	1970		51	3.417	— 10		— 3.458
	1971		54	4.174	47		— 4.275
	1972		— 112	4.726	68		— 4.682
Azioni e titoli <sup>5</sup> . . . . .	1970	6	— 76	— 780	116	67	667
	1971	79	97	— 1.239	— 45	184	924
	1972	35	— 550	— 771	— 138	115	1.309
Altri prestiti Interni <sup>6</sup> . . . . .	1970	201		— 1.351	— 316	39	1.427
	1971	98		— 2.007	— 53	89	1.873
	1972	124		— 2.937	— 29	350	2.492
Transazioni non identificate . . . . .	1970	115	52	— 756	259		163
	1971	89	348	— 936	235		— 225
	1972	— 148	— 570	— 264	1.202		— 35

<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> Afflusso netto alle compagnie di assicurazione sulla vita ed agli enti pensionistici e depositi presso altri istituti finanziari. <sup>5</sup> Comprende le transazioni su parti di fondi d'investimento. <sup>6</sup> Soprattutto prestiti per l'acquisto di abitazioni.  
Fonte: Banca d'Inghilterra.

Sui mercati creditizi i saggi d'interesse si sono rafforzati, quelli a lungo termine pressochè continuamente lungo tutto il 1972 e quelli a breve da giugno in avanti, quando si è verificato un brusco balzo dei rendimenti accompagnatosi con la fuga dalla sterlina e il saggio ufficiale di sconto è stato elevato dal 5 al 6%. Il deflusso di valuta ha determinato un'eccezionale stretta del mercato monetario e la Banca d'Inghilterra ha fornito speciale assistenza alle banche sotto forma di facilitazioni di vendita e di riacquisto di azioni di prim'ordine a breve termine al saggio del 6,5%. Il volume del credito, liberato da controlli quantitativi sino dal settembre 1971, ha continuato la sua rapida espansione. Nel 1972 la quantità di moneta, definita in senso lato, è aumentata al saggio annuale del 25%; definita in senso stretto, essa è aumentata del 14%, mentre la produzione interna lorda a prezzi correnti è cresciuta approssimativamente del 10%. Il corrispondente incremento dei prestiti bancari non si è strettamente accompagnato con l'espansione dell'attività economica reale. La maggior parte di tali prestiti sono andati al settore personale e alle compagnie finanziarie ed immobiliari, le quali sono state anche le principali prenditrici private di prestiti sul mercato dei capitali. Dato che le banche tendevano nel complesso a disfarsi del debito pubblico, il fabbisogno finanziario del settore pubblico (per quanto inferiore al previsto) è stato soddisfatto fino al termine dell'anno mediante sterline affluenti dal disavanzo con l'estero ed attraverso vendite di titoli del debito pubblico a investitori non bancari.

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

Voci	1968	1969	1970	1971	1972
	milioni di sterline				
Fabbisogno finanziario del settore pubblico <sup>1</sup> . . . . .	1.315	— 475	—	1.375	2.065
Vendite nette di titoli del settore pubblico al settore privato non bancario (—) . . . . .	— 25	— 345	— 115	—2.100	— 995
Credito bancario al settore privato <sup>2</sup> . . . . .	575	510	1.125	1.580	5.720
Credito bancario in sterline all'estero . . . . .	140	150	25	295	135
<b>Espansione del credito interno . . . . .</b>	<b>2.005</b>	<b>— 160</b>	<b>1.035</b>	<b>1.150</b>	<b>6.925</b>

<sup>1</sup> La differenza tra il disavanzo finanziario del settore pubblico (vedasi la tabella precedente) e il suo fabbisogno finanziario netto è dovuta a prestiti di varia natura, al rifinanziamento di crediti all'esportazione e, fino al 1971, ad operazioni relative a depositi per importazioni. <sup>2</sup> Esclusi i prestiti in valute straniere per investimenti all'estero.

Secondo le aspettative, la domanda interna di fondi da parte del settore pubblico e dell'industria manifatturiera avrebbe dovuto dilatarsi e le autorità si preoccupavano ch'essa venisse soddisfatta senza che ciò producesse un aumento abnorme del credito complessivo. In agosto le banche sono state invitate a tenere un atteggiamento riflessivo nella concessione di prestiti destinati all'acquisto di beni e ad altre transazioni non collegate con l'espansione industriale. Poichè gli interessi a breve termine erano in costante ascesa, in ottobre è stato introdotto un nuovo sistema per la determinazione del saggio attivo minimo applicato dalla Banca d'Inghilterra al mercato monetario. In seguito il saggio stesso doveva essere fissato ogni venerdì in base al tasso medio di sconto sui Buoni del Tesoro fissato all'asta di quel giorno, più 0,5%, con arrotondamento al quarto di punto superiore. Mediante tale formula il precedente saggio ufficiale di sconto del 6% venne sostituito da un tasso attivo minimo del 7,25%. Una più decisa misura restrittiva di politica monetaria si è avuta

in novembre e dicembre quando, in due riprese, le banche sono state chiamate dalla Banca d'Inghilterra a costituire speciali depositi che, nella misura complessiva del 3 %, hanno assorbito liquidità per £ 700 milioni. Il saggio dei Buoni del Tesoro è salito verso la fine di dicembre all'8,5 % circa — praticamente il doppio rispetto ad aprile — e gli altri saggi di mercato si sono spostati nel medesimo senso. La liquidità bancaria è stata nuovamente oggetto di pressioni nei primi mesi del 1973 ed in febbraio le banche hanno elevato il saggio creditizio di base al 9,5 %. Il rendimento di alcuni titoli statali a lungo termine si è innalzato fino al 10 % in marzo. In seguito, il fenomeno si è esaurito. A maggio le banche hanno potuto ridurre i loro tassi attivi minimi all'8,5 %, mentre il saggio d'interesse sui Buoni del Tesoro è sceso al di sotto del 7,5 %. Nel primo quadrimestre del 1973 si è avuto un rallentamento dell'espansione della quantità di moneta, definita in senso stretto, che ha presentato un saggio d'incremento rettificato su base annua, di circa l'11,5 %. Il medesimo saggio d'incremento per l'offerta di moneta, nella sua definizione più ampia, è stato pari al 24 % che, peraltro, risente dell'espansione particolarmente rapida avvenuta agli inizi dell'anno soprattutto per effetto degli allettanti rendimenti dei certificati di deposito in sterline e degli altri depositi vincolati. Successivamente, peraltro, sono avvenute ingenti vendite di certificati di deposito in previsione dell'eliminazione di una scappatoia fiscale nel periodo di preparazione del bilancio; inoltre, una caduta dei saggi d'interesse a breve è servita a rendere meno allettanti i conti di depositi.

Le autorità hanno inoltre attuato con legge una politica dei prezzi e dei redditi a partire da novembre in avanti, e ciò in seguito ad un'ulteriore accelerazione degli aumenti salariali ed al fallimento delle trattative tripartite che avrebbero dovuto pervenire ad un sistema volontario di contenimento. I saggi dei salari sono stati congelati fino al 1° aprile e i prezzi (esclusi quelli delle derrate e delle merci di importazione) fino a circa un mese dopo, in modo da inglobare l'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto. La Seconda Fase di tali misure è entrata poi in azione; e con essa in primo luogo il limite massimo degli aumenti salariali, fissato all'8 % circa inclusi i benefici accessori ma non gli aumenti per promozioni, o per l'applicazione progressiva di paghe uguali per uguali prestazioni, della settimana di 40 ore lavorative o delle tre settimane di ferie annuali; i dividendi a loro volta non devono incrementarsi più del 5 %. In secondo luogo è stato introdotto il blocco dei prezzi salvi gli aumenti derivanti da maggiori costi ammessi all'eccezione — quali i prezzi di merci importate, le imposte indirette, i servizi compresi nel prezzo e un'aliquota di ciascun aumento del costo della manodopera generalmente nella misura del 50 %, ma con tolleranze per le industrie con forte impiego di mano d'opera per unità di prodotto. I profitti misurati in rapporto percentuale al volume degli affari non possono superare la media dei profitti calcolata sui due anni più favorevoli dell'ultimo quinquennio, altrimenti possono venire ordinate riduzioni dei prezzi. Sono ammesse eccezioni qualora ulteriori aumenti nei prezzi siano considerati essenziali all'ottenimento di utili tali da attrarre capitali per nuovi investimenti e se, prima dell'inizio del blocco dei prezzi, era stato assorbito in misura eccezionale l'aumento dei costi. Un Comitato dei salari ed una Commissione prezzi hanno avuto il compito di sovrintendere alla Seconda Fase.

L'imposizione di un limite massimo agli incrementi salariali ha provocato immediatamente controversie sindacali, soprattutto nel settore pubblico; tuttavia la



maggior parte di esse è stata composta verso la metà di aprile senza che il predetto limite venisse trasgredito; nel medesimo tempo, sono migliorate le prospettive di una certa riduzione nel saggio di inflazione del Regno Unito rispetto a quello di altri paesi industriali. Il problema sarà di evitare una nuova accelerazione degli aumenti salariali quando la Terza Fase subentrerà alla Seconda nel corso di quest'anno.

Per quanto riguarda la struttura della domanda, la spesa per i consumi è rimasta assai vivace nel primo trimestre del 1973, presentando un incremento del 2,3% rispetto al trimestre precedente e dell'8,5% rispetto ad un anno prima. Da un raffronto tra i livelli raggiunti a marzo 1973 e marzo 1972 emerge che il volume delle vendite al minuto era cresciuto di circa il 12% e quello delle esportazioni di merci del 15% rispetto al trimestre gennaio-marzo 1972. Ciò nonostante il saldo della bilancia delle partite correnti si è ulteriormente deteriorato, in parte a causa dei termini di pagamento divenuti sfavorevoli per effetto della fortissima lievitazione mondiale dei prezzi delle merci nonché della svalutazione della sterlina. L'incentivo alle esportazioni future è stato rafforzato dalle variazioni monetarie intervenute nel primo trimestre, le quali hanno lasciato la sterlina con un piccolo margine addizionale di deprezzamento rispetto alla media ponderata delle altre principali valute, e dall'esenzione dei guadagni per esportazioni dalle restrizioni sui margini di profitto imposti dalla Seconda Fase di politica economica. L'espansione della produzione si è accelerata, e precisamente quella industriale è cresciuta ad un saggio annuo del 6% durante i mesi invernali. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, la disoccupazione ha registrato una flessione assai più rapida che non in precedenti periodi di ripresa. A maggio 1973 essa era caduta al di sotto di 625.000 unità, ovvero al 2,7% delle forze di lavoro, dall'apice di oltre 910.000 unità (circa il 3,9%) toccato a marzo 1972.

Il bilancio per il 1973, presentato ai primi di marzo allo scopo di dare comunicazione tempestiva del tasso (10%) al quale l'imposta sul valore aggiunto avrebbe rimpiazzato l'imposta sugli acquisti e l'imposta selettiva sul livello dell'occupazione a partire dal 1° aprile, è stato strutturato in modo tale da conservare all'economia il saggio di espansione del 5% annuo, che secondo i calcoli era stato raggiunto a quel momento. Il fabbisogno di credito del settore pubblico per il 1973-74 è stato stimato in £4.423 milioni, rispetto a £2.855 milioni secondo il consuntivo per il 1972-73; £800 milioni di tale aumento rispecchiano minori introiti fiscali durante un anno nella fase di transizione all'imposta sul valore aggiunto. Per assicurare il finanziamento del deficit da fonti non bancarie sono state preannunziate misure comprendenti migliori condizioni da offrire al risparmio nazionale, incentivi al pagamento anticipato delle imposte da parte delle società, l'emissione di due nuove serie di titoli di prim'ordine, destinate nell'un caso agli investitori istituzionali e nell'altro ai contribuenti compresi nelle classi ad alto reddito e, infine, la reintroduzione di facilitazioni di copertura sui cambi (abolite nel marzo 1972) per i debiti accesi all'estero da enti appartenenti al settore pubblico. In aprile il Consiglio britannico per l'elettricità ha annunciato un programma per la raccolta sul mercato internazionale dei capitali di \$SU1 miliardo in varie tranches. Il prestito dovrebbe avere un saggio di interesse fluttuante ed una scadenza media appena inferiore ad otto anni.

Il deficit di bilancio e l'incremento nei saggi d'interesse hanno contribuito a creare un certo squilibrio nell'espansione, sebbene siano cominciati ad apparire alcuni segni di un più equilibrato andamento. I consumi privati, pur rappresentando ancora

l'elemento trainante della domanda, hanno subito un certo rallentamento dopo l'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto; sembra inoltre che sia in corso una ripresa degli investimenti industriali, inclusi quelli relativi all'accumulazione di scorte, benchè nel breve periodo ciò potrebbe rappresentare un motivo di tensione esterna. Le esportazioni e le relative commesse hanno recentemente mostrato un incoraggiante rafforzamento, in seguito alla brusca e diffusa accelerazione dell'attività economica all'estero; peraltro si richiederà in futuro un'attenta manovra dei conti con l'estero, soprattutto perchè una flessione del tasso di cambio tenderebbe ad aggravare la spirale salari-prezzi. Inoltre, in presenza nel primo trimestre del 1973 di un forte rialzo della produzione industriale, resta da vedere per quanto tempo un saggio di crescita globale del 5% possa essere mantenuto senza incorrere in considerevoli carenze di manodopera. Il governo, al fine di favorire la realizzazione di questo obiettivo di crescita, ha annunciato a fine maggio riduzioni nella spesa pubblica stimate in £100 milioni per il corrente anno fiscale e in £500 milioni per il 1974-75.

*Germania.* Dopo un'incipiente ripresa nei primi mesi del 1972, la domanda globale nella Repubblica federale ha mostrato pochi segni di rapida espansione sino all'ultima parte dell'anno. Mentre le commesse per l'esportazione e gli investimenti interni hanno ripreso a svilupparsi, i consumi privati e l'attività edilizia sono aumentati più lentamente che in passato. La produzione industriale, seguendo l'irregolare movimento delle esportazioni e della domanda interna, ha avuto una breve vampata espansionistica nel primo trimestre, per poi attenuarsi alquanto. In media, sino all'autunno, essa è stata soltanto del 2% superiore al livello del precedente anno. L'andamento del mercato del lavoro ha presentato un ulteriore piccolo rallentamento e il saggio di disoccupazione rettificato su base stagionale è cresciuto dall'1% all'inizio dell'anno (rispetto allo 0,7% nella primavera 1971) all'1,3% nel terzo trimestre. Salari e stipendi sono stati circa del 9% superiori a quelli dell'anno precedente - un notevole contenimento rispetto all'incremento del 13-14% registrato durante il boom del 1970-71 - e l'aumento dei prezzi ingrosso, ad un saggio annuo del 2,8% sino all'autunno, è stato pressochè uguale a metà di quello registrato durante il boom. I prezzi al consumo comunque hanno segnato una graduale accelerazione raggiungendo un saggio d'incremento annuo superiore al 6%.

Già all'inizio della primavera, essendosi schiarito l'orizzonte economico ed attenuato il pessimismo nel mondo degli affari, le autorità si sono preoccupate che la ripresa potesse acquistare eccessivo slancio. Un fattore di disturbo è derivato dalla spinta impressa all'espansione monetaria dall'afflusso di capitali indotto principalmente dall'atmosfera di incertezza creatasi attorno alla struttura dei tassi di cambio definita nell'accordo smithsoniano. Al fine di contenere tali afflussi e di assorbire la liquidità bancaria che ne derivava, la Bundesbank ha adottato alcuni provvedimenti verso la fine di febbraio. Mentre il saggio di sconto calava dal 4 al 3%, le quote di risconto per le banche venivano ridotte del 10% e le riserve obbligatorie riferentisi agli aumenti delle loro passività verso l'estero elevate dal 30 al 40%. Inoltre, dal 1° marzo è stato reso operativo lo schema "Bardepot" (deposito in contante) sui prestiti ottenuti all'estero da imprese tedesche, con l'obbligo di depositare il 40% dei prestiti stessi eccedenti DM 2 milioni in conti infruttiferi presso la Bundesbank. Alla fine di maggio è stato annunciato un ulteriore taglio del 10% alle quote di riscon-

to, con effetto dal 1° luglio, unitamente ad un aumento dell'8% delle riserve obbligatorie sulle passività verso l'interno. Ciò è stato fatto per compensare gli incrementi di liquidità bancaria provenienti da un'altra fonte, e cioè dal programmato rimborso, a partire da giugno, della sovrimposta anticongiunturale sul reddito del governo federale pari a DM 5,9 miliardi. Come risultato di questo rimborso il deficit consolidato di cassa del governo federale e dei Länder è risultato considerevolmente più ampio nel 1972 (DM 17 miliardi) che nel precedente anno (DM 11,8 miliardi). All'inizio del 1972 è stato posto in discussione il progetto di attivare i bilanci straordinari delle autorità pubbliche, a scopo di ulteriore incentivo fiscale, ma la proposta è stata accantonata al principio di marzo, quando l'attività economica è sembrata in fase di ripresa.

Prima che i provvedimenti di drenaggio della liquidità producessero i loro effetti, le autorità hanno dovuto fronteggiare una seconda ondata di afflussi di capitali connessi con la fuga dalla sterlina e le relative conseguenze. In ordine a ciò, verso la fine di giugno la percentuale di incremento delle riserve obbligatorie è stata elevata al 20%, invece del previsto 8%, con l'aggiunta di un ulteriore 10% in luglio da applicarsi a partire dal 1° agosto; i coefficienti minimi di riserva sulle passività verso l'estero sono stati elevati al 40% per i depositi a vista, al 35% per i depositi vincolati e al 30% per i depositi a risparmio, mentre l'obbligo addizionale di riserva sull'incremento delle passività verso l'estero è stato elevato al 60%; infine, le quote di sconto a loro volta sono state ridotte di un ulteriore 10% a partire dal 1° agosto. Inoltre si è reso più rigido il sistema "Bardepot", riducendo da DM 2 milioni a DM 0,5 milioni l'ammontare dei prestiti contratti all'estero da imprese esenti dall'obbligo "Bardepot", nonché aumentando il coefficiente di deposito dal 40 al 50%. Sebbene questi provvedimenti siano stati sufficienti a controbilanciare l'impatto degli afflussi di capitale sulla liquidità bancaria, essi tuttavia non ne hanno neutralizzato l'effetto primario sull'offerta di moneta. A parte ciò, si è provveduto anche a disciplinare le cessioni a non residenti di crediti verso residenti e gli acquisti da parte di non residenti di titoli a reddito fisso nazionali. Per effetto di tale complesso di misure e dell'aumento dei saggi d'interesse in altri paesi, all'afflusso di capitali è succeduto in autunno un deflusso netto di fondi.

Il fenomeno è risultato doppiamente gradito alle autorità dato il repentino cambiamento che si stava verificando nella situazione commerciale. Le commesse dall'estero hanno subito un balzo in avanti durante l'estate e l'autunno. Verso la fine dell'anno esse erano aumentate del 40% circa rispetto al dicembre 1971. Le ordinazioni interne di impianti e di attrezzature hanno avuto, dopo un breve sfasamento, andamento simile, sebbene meno accentuato e poichè anche le altre componenti della domanda, in particolare l'edilizia abitativa, si sono espanse vigorosamente, l'attività è progredita. La produzione industriale tra il quarto trimestre del 1972 ed il primo del 1973 è cresciuta ad un saggio annuo rettificato del 16% circa. I prezzi e i salari hanno dato inizio ad una nuova ascesa. La media degli adeguamenti salariali dei primi mesi del 1973 è stata pari all'8,5% ma i guadagni effettivi denotano un aumento di oltre il 10% rispetto ad un anno prima. I prezzi ingrosso dei prodotti industriali sono cresciuti del 5,5% e quelli al consumo del 6,8%.

In questa situazione ed essendo in atto misure aventi lo scopo di arginare gli afflussi di capitali, le autorità hanno ritenuto fosse giunto il momento per impri-

**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 . . . . .	1970	50,85	6,40	30,60	29,45	.	5,15	0,40
	1971	56,35	8,40	21,85	28,25	.	6,30	0,65
	1972	65,70	5,30	25,50	22,65	.	6,70	0,65
Investimenti netti (—) . . . . .	1970	.	-26,20	-67,30	-25,85	.	-1,55	-0,75
	1971	.	-32,10	-61,75	-27,00	.	-1,65	-0,90
	1972	.	-39,80	-58,35	-25,60	.	-1,75	-0,95
Avanzo o deficit finanziario . . . . .	1970	50,85	-19,80	-36,70	3,60	-1,20 <sup>4</sup>	3,60	-0,35
	1971	56,35	-23,70	-40,10	1,25	1,75 <sup>4</sup>	4,65 <sup>5</sup>	-0,25
	1972	65,70	-34,50	-32,85	2,95	0,05 <sup>4</sup>	4,95	-0,30
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie*</i>								
Moneta, depositi vincolati e a risparmio . . . . .	1970	30,05	0,25	13,90	7,45	11,05	-64,55	1,85
	1971	38,25	0,25	18,65	8,95	3,55	-73,75	4,15
	1972	44,60	0,30	28,25	6,00	1,80	-84,75	3,80
Crediti verso Istituti finanziari non bancari . . . . .	1970	12,85	—	1,15	0,15	0,05	0,15	-14,30
	1971	15,20	—	2,05	0,15	0,05	0,10	-17,60
	1972	18,40	—	2,70	0,20	0,10	0,10	-21,50
Titoli del mercato monetario . . . . .	1970	—	—	0,30	1,85	1,40	-3,50	—
	1971	—	—	0,55	-0,55	-0,50	0,50	—
	1972	—	—	-0,55	-0,20	0,15	0,60	—
Obbligazioni ed azioni: Acquisti . . . . .	1970	11,20	—	3,55	0,70	1,00	3,40	2,20
	1971	8,70	—	2,80	2,65	3,00	6,80	3,40
	1972	10,85	—	1,65	2,05	9,00	8,15	4,35
Vendite . . . . .	1970	—	-0,05	-4,70	-0,75	-3,55	-12,80	-0,20
	1971	—	-0,05	-8,45	-1,95	-0,60	-16,15	-0,10
	1972	—	-0,05	-6,30	-4,60	2,80	-27,65	-0,20
Credito bancario . . . . .	1970	-3,00	-11,05	-30,85	-8,15	-4,10	57,60	-0,45
	1971	-5,25	-16,15	-36,60	-10,60	-0,30	71,30	-0,45
	1972	-7,40	-24,40	-48,90	-10,35	-1,10	92,60	-0,55
Altri prestiti . . . . .	1970	-0,35	-8,15	-1,55	-0,55	—	—	10,60
	1971	-0,45	-6,75	-2,65	-0,55	—	—	10,35
	1972	-0,60	-9,05	-3,30	-0,80	—	—	13,75
Altri crediti e passività . . . . .	1970	0,05	-0,75	-18,45	2,95	16,25	—	—
	1971	-0,10	-1,00	-14,50	3,20	12,40	—	—
	1972	-0,20	-1,25	-6,50	4,80	3,10	—	—
Oro e valute estere . . . . .	1970	—	—	—	—	-23,30	23,30	—
	1971	—	—	—	—	-15,80	15,80	—
	1972	—	—	—	—	-15,80	15,80	—

<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) esclusi gli aggiustamenti per la rivalutazione del 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.

mere un'energica stretta monetaria. Tra ottobre e gennaio il saggio di sconto della Bundesbank è stato elevato in quattro riprese al 5%, il saggio sulle anticipazioni garantite è stato portato al 7%, mentre agli inizi del 1973 le quote di risconto sono

state ridotte due volte, e del 10% ciascuna. Inoltre, le norme riguardanti l'obbligo "Bardepot" e gli acquisti da parte dell'estero di obbligazioni nazionali sono divenute più restrittive. Data la vertiginosa ascesa della domanda di credito bancario da parte del settore privato, le aziende di credito hanno lasciato che il loro rapporto di liquidità toccasse il livello minimo senza precedenti del 4,5% all'inizio del 1973. La quantità di moneta e quasi moneta ha presentato nel corso dell'intero anno un aumento del 17% circa rispetto a quelli del 14,5% e del 10,5% registrati rispettivamente nel 1971 e nel 1970. I saggi di interesse a breve termine, fermi ad un livello basso fino a estate inoltrata, si sono bruscamente innalzati nel quarto trimestre. Il rendimento delle emissioni obbligazionarie del settore pubblico è salito invece con maggior gradualità, partendo dal 7,25% in febbraio 1972 per giungere ad oltre l'8,5% alla fine dell'anno.

Il totale dei crediti ottenuti dagli operatori non finanziari nazionali è ammontato a DM 126,7 miliardi, pari al 15,3% del prodotto nazionale lordo, contro il 14,2% nel 1971 e il 13,1% nel 1970. Per effetto dei minori investimenti netti e dei maggiori profitti rispetto al 1971, il disavanzo finanziario del settore delle imprese, lo scorso anno, è diminuito. Peraltro, indotte dallo schema "Bardepot" a rimborsare i prestiti diretti a breve termine ottenuti dall'estero, le imprese hanno aumentato il loro ricorso al credito bancario interno, continuando peraltro a beneficiare dello sfasamento nei termini di pagamento nelle transazioni commerciali con l'estero; nello stesso tempo esse hanno rapidamente accelerato l'accumulazione di attività liquide. L'alto saggio di formazione di depositi del settore privato ha permesso di sostenere l'espansione del credito bancario e ha favorito il brusco incremento dell'afflusso di fondi al settore edilizio. D'altro canto, il settore pubblico nel suo complesso, nel passare in lieve disavanzo, ha finanziato il suo maggiore fabbisogno soprattutto ricorrendo ad emissioni obbligazionarie.

Quanto all'aspetto fiscale, il bilancio presentato a febbraio prevede una spesa di DM 120,4 miliardi - con un incremento del 9,7% rispetto al consuntivo 1972. Sono stati introdotti inasprimenti nelle imposte, con decorrenza dalla metà dell'anno, che prevedono una sovrimposta del 10% per la durata di un anno sulle società e sul reddito, limitatamente alle più elevate categorie di contribuenti, e l'aumento dell'imposta sui combustibili. Il metodo di ammortamento accelerato dei fabbricati è stato abolito e gli speciali contributi per investimenti sono stati ridotti dal 10 al 7,5%. Il governo, inoltre, ha deciso di emettere un prestito di stabilizzazione suddiviso in tranches, di DM 4 miliardi, il cui introito verrà sterilizzato dalla Bundesbank. La prima tranche di DM 1,5 miliardi è stata messa in vendita a marzo. A parte ciò, a partire dal 1974 la detrazione degli interessi passivi non sarà più ammessa nel calcolo dell'imponibile ai fini dell'imposta sul reddito personale.

A febbraio e all'inizio di marzo la liquidità bancaria è stata nuovamente gonfiata da un ingente afflusso di capitali - in tutto circa DM 24 miliardi - sicché è stata introdotta un'altra serie di provvedimenti. In primo luogo, sono stati rafforzati i controlli sugli investimenti diretti e di portafoglio in Germania da parte di non residenti e sui crediti ottenuti all'estero da parte di residenti. Quindi, il 7 febbraio, la Bundesbank ha annunciato che non era consentito alle banche di impiegare più del 60% delle quote di sconto in essere. Contemporaneamente le banche hanno cominciato a trasferire sui depositi dei non residenti l'alto costo amministrativo degli obblighi di riserva, imponendo praticamente un interesse negativo sui conti di stranieri.

Infine, il 1° marzo le riserve minime sulle passività all'interno sono state elevate del 15 % per i depositi a vista e vincolati, e del 7,5 % per i depositi a risparmio. Questi provvedimenti, unitamente all'obbligo di riserva sui nuovi depositi di non residenti pari a circa il 100 %, sono stati sufficienti a compensare l'effetto sulle riserve bancarie degli acquisti di valuta straniera da parte della Bundesbank, ma non l'effetto primario sull'offerta di moneta. Alla fine di marzo il rapporto di liquidità bancaria è sceso alla punta minima del 2,4 %.

La decisione di rivalutare ulteriormente il marco tedesco del 3 % e di consentirne poi la fluttuazione congiuntamente alle altre monete europee ha reso più facile l'applicazione di misure di contenimento monetario. In realtà, in aprile, il mercato monetario era divenuto molto teso, sicchè per un breve periodo la Bundesbank ha operato in senso distensivo accettando effetti dalle banche per un periodo di dieci giorni e ad un saggio di interesse annuo del 12 %. Tuttavia, mentre le esportazioni e gli investimenti industriali aumentavano rapidamente e la liquidità delle imprese risultava elevata, le risorse produttive subivano una forte pressione dal lato della domanda e così i prezzi al consumo raggiungevano un livello superiore del 7,5 % a quello di un anno prima. La politica monetaria è stata mantenuta su orientamenti restrittivi e agli inizi di maggio la Bundesbank ha elevato il saggio di sconto al 6 %. Poco dopo il governo ha annunciato un programma antinflazionistico che rafforzava notevolmente quello proposto nel bilancio. I provvedimenti più importanti previsti da questo piano comprendono l'estensione alle categorie medie di reddito della sovrimposta del 10 %, un'imposta con un saggio dell'11 % sulle spese in conto capitale delle imprese i cui proventi saranno sterilizzati, e la revoca temporanea degli ammortamenti accelerati ammessi all'esenzione fiscale e per gli investimenti in impianti ed attrezzature e un taglio sui benefici fiscali per la costruzione di nuove abitazioni destinate ad essere occupate dai proprietari. Nel settore pubblico è stato stabilito il differimento sino al 1974 delle spese per opere pubbliche nella misura di DM 1 miliardo ed una riduzione del 5 % su tutte le spese non stabilite per legge. Le maggiori entrate fiscali, che includono anche introiti inattesi, saranno usate in misura pari a DM 5,5 miliardi per ridurre i prestiti autorizzati contratti dal settore pubblico, mentre la restante parte verrà sterilizzata. Si stima, quindi, che dopo questi emendamenti il programma antinflazionistico determinerà complessivamente una riduzione, diretta e indiretta, della domanda aggregata pari all'elevato ammontare di DM 15 miliardi. Il 1° giugno la Bundesbank ha elevato il saggio di sconto al 7 % ed ha stabilito in via di principio che per il momento non avrebbe concesso alle banche alcuna nuova anticipazione. I rendimenti sulle obbligazioni di Stato sono saliti al 10 %.

*Francia.* Nella primavera del 1972, dopo un breve cedimento del tasso di sviluppo, l'espansione, sollecitata dal miglioramento della domanda interna ed estera, è tornata al livello primitivo. Nel corso dell'estate, tuttavia, l'accelerazione dei prezzi ha dato luogo a crescenti preoccupazioni. La politica monetaria, orientata all'inizio ad una relativa larghezza, è stata alquanto inasprita ed il governo, nel dare priorità assoluta al contenimento dell'inflazione, ha adottato misure per ridurre le proprie spese e nello stesso tempo è intervenuto direttamente nel settore dei prezzi.

All'inizio del 1972 il governo ha cominciato ad accelerare il programma di investimenti pubblici, pur continuando a perseguire il pareggio del bilancio per l'in-

tero anno. Per qualche tempo è parso che la prosecuzione della politica monetaria permissiva adottata nel 1971 rispondesse sia alle esigenze interne che a quelle esterne. I saggi di interesse applicati dalla Banca di Francia ai crediti concessi alle banche per il tramite del mercato monetario sono stati gradatamente ridotti, grosso modo in linea con le tendenze del mercato dell'eurodollaro, e in marzo le percentuali delle riserve obbligatorie sui depositi di residenti presso le banche hanno subito una riduzione. In seguito alla crisi della sterlina, in giugno i saggi di intervento sul mercato monetario sono stati di nuovo fortemente ribassati e fino a settembre sono rimasti generalmente al di sotto dei saggi dell'eurodollaro. Tuttavia, poichè si era avuta un'accelerazione del credito bancario interno, in giugno il coefficiente di riserva obbligatoria a fronte dell'incremento dei crediti concessi è stato portato dal 2 al 4%. Per di più, in luglio le riserve obbligatorie attinenti alle passività delle banche sia nei confronti dei residenti che dei non residenti sono state aumentate nella misura unica di 2 punti percentuali, al fine di compensare le conseguenze sulla liquidità bancaria del recente afflusso di fondi.

Durante l'anno gli investimenti produttivi privati si sono dilatati più lentamente rispetto alla media degli ultimi anni, mentre gli investimenti pubblici e l'edilizia residenziale hanno avuto un'espansione più rapida. Un aumento sostanziale nella spesa per beni di consumo durevoli, provocato dal rapido incremento dei salari, ha contribuito al sostegno dell'espansione. Oltre a ciò le esportazioni si sono ampliate in modo deciso, sollecitate dalla tendenza ascendente dell'attività nei paesi esteri e dalla maggiore competitività dei prezzi derivata dal riallineamento delle valute nel 1971.

La spinta verso l'alto è stata accompagnata da un più marcato aumento delle importazioni e dalla crescente penuria di manodopera specializzata, quantunque il livello complessivo di disoccupazione sia rimasto per ragioni strutturali piuttosto elevato. I rialzi dei prezzi dei manufatti sono stati contenuti per effetto dei contratti stipulati dal governo con diversi settori industriali. In aprile questi ultimi sono stati prorogati per un altro anno solo con modeste concessioni. In agosto il governo ha reso noto che l'insieme delle misure sarebbe stato applicato con più rigore ed ha imposto infatti il congelamento dei prezzi del settore pubblico fino alla fine di marzo 1973. Questi sforzi sono stati peraltro ostacolati da aumenti nei salari e nei costi delle materie prime. I prezzi al consumo dei manufatti hanno continuato a crescere quasi alla stessa velocità del 1971, mentre i rialzi dei prezzi dei generi alimentari e dei servizi si sono dimostrati assai più rapidi.

La stretta monetaria costituiva il baluardo della politica antinflazionistica perseguita dall'autunno in avanti. In settembre, approfittando dei più elevati tassi d'interesse esteri e di un momentaneo rafforzamento del dollaro sui mercati dei cambi, la Banca di Francia ha cominciato a rialzare i saggi dei prestiti sul mercato monetario. Dopo un aumento molto forte, il tasso medio giornaliero, che in agosto era solamente del 3,52% e in gennaio del 5,17%, si è attestato sul 6,73% in dicembre. A sua volta il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 6 al 5,75% in aprile e lasciato a tale quota, di gran lunga superiore al saggio applicato durante l'estate sui crediti del mercato monetario ufficiale, e quindi elevato in due riprese, a novembre, al livello del 7,5%. Per di più i coefficienti di riserva obbligatoria a fronte dell'incremento creditizio sono stati notevolmente aumentati: per quanto concerne i rialzi dall'aprile 1972,

la percentuale è stata ragguagliata al 15 % in settembre ed è salita al 33 % in novembre. Ciò assicurava che anche nel caso di una brusca contrazione dell'aumento del credito totale, pari a quel momento al 23 % annuo, le attività di riserve obbligatorie delle banche e di conseguenza il loro ricorso al credito della Banca di Francia si sarebbero dilatati velocemente. Le banche sono state altresì invitate a limitare le concessioni di prestiti personali e di crediti ipotecari, che si erano entrambi notevolmente incrementati.

Nel 1972 la moneta e la quasi moneta hanno segnato un'espansione del 18,5 % rispetto al 17,7 % del 1971. Anche per effetto del ribasso verificatosi all'inizio dell'anno nei saggi d'interesse di alcuni tipi di depositi a risparmio e vincolati, in linea con i saggi del mercato monetario, la quasi moneta è aumentata più lentamente che nel 1971, mentre la crescita dei mezzi di pagamento propriamente detti si è accelerata. Il maggior ricorso al credito da parte dell'economia ha in pratica assorbito l'intero incremento di liquidità. L'anno scorso l'aumento netto delle attività estere del sistema bancario è stato sostanzialmente minore rispetto al 1971 e le operazioni del Tesoro hanno esercitato un'influenza netta in senso restrittivo. Con una crescita delle uscite ordinarie solamente dell'8 % circa, superata dall'incremento nelle entrate, il governo ha chiuso il bilancio con un avanzo di fr. fr. 4,4 miliardi, rispetto al disavanzo di fr. fr. 3,5 miliardi del 1971. In queste circostanze, il Tesoro è ricorso in misura minore al credito degli istituti di risparmio, ha rimborsato alle banche commerciali prestiti a breve termine e alla fine dell'anno ha rafforzato il saldo del proprio conto corrente presso la Banca di Francia.

Con tendenza analoga a quella dei saggi del mercato monetario, sia pure entro limiti molto più ristretti, i tassi attivi bancari a breve termine si sono ridotti a marzo di mezzo punto, per risalire poi di punti 1,3 % in quattro stadi tra settembre ed aprile 1973. I saggi sui crediti ipotecari mobilizzabili sono aumentati nettamente, dopo l'abolizione dei controlli in novembre, mentre i rendimenti del mercato obbligazionario si sono assottigliati all'inizio dell'anno per poi rimanere pressochè stabili fino a novembre. Essendo il mercato assai ricettivo, gli importi delle nuove emissioni hanno sorpassato nel 1972 il già alto livello dell'anno precedente; l'incremento più rilevante è stato realizzato dall'emissione di titoli da parte di aziende nazionalizzate.

In dicembre le autorità hanno varato una nuova serie di provvedimenti antinflazionistici. Uno di essi consisteva nell'imposizione di coefficienti supplementari di riserva alle istituzioni creditizie che nell'espansione dei crediti concessi avessero superato i limiti del 19 % per i dodici mesi scadenti ad aprile e del 17 % per i dodici mesi terminanti a luglio 1973. Con questi provvedimenti le autorità si propongono di ridurre l'espansione dell'offerta di moneta al 15-16 % nel 1973.

Altre misure essenziali sono state la riduzione dell'aliquota generale dell'imposta sul valore aggiunto dal 23 al 20 % a partire dal gennaio 1973 e l'esenzione per il primo semestre 1973 dell'imposta stessa sulla carne di bue, soggetta in precedenza al 7,5 %. Le imprese sono state invitate a far beneficiare i consumatori di tali agevolazioni fiscali e ad evitare aumenti nei prezzi durante il trimestre successivo. Il governo ha fissato inoltre norme per gli aumenti salariali: ove l'incremento dei prezzi resti inferiore al 4 %, l'accrescimento delle paghe nominali non deve superare il 6 %, salvo



il caso dei salari minimi. La considerazione sottintesa sembra essere stata la difficoltà di conseguire un rallentamento nei salari senza imbrigliare anzitutto l'aumento dei prezzi. Le autorità hanno pure rialzato i saggi di interesse sui conti di risparmio ed i premi corrisposti ai depositanti che mantengono una certa giacenza durante l'anno.

**Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1971.**

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>	
22 gennaio 1970 . . . . .	5	3 dicembre 1970 . . . . .	6	15 aprile 1970 . . . . .	7
28 novembre 1972 . . . . .	5½	1° aprile 1971 . . . . .	5	1° aprile 1971 . . . . .	6
		14 ottobre 1971 . . . . .	4½	2 settembre 1971 . . . . .	5
		23 dicembre 1971 . . . . .	4	22 giugno 1972 . . . . .	6
<b>Belgio</b>		25 febbraio 1972 . . . . .	3	16 ottobre 1972 . . . . .	7½
10 dicembre 1970 . . . . .	6½	9 ottobre 1972 . . . . .	3½	30 ottobre 1972 . . . . .	7½
25 marzo 1971 . . . . .	6	3 novembre 1972 . . . . .	4	4 dicembre 1972 . . . . .	7½
23 settembre 1971 . . . . .	5½	1° dicembre 1972 . . . . .	4½	11 dicembre 1972 . . . . .	8
6 gennaio 1972 . . . . .	5	12 gennaio 1973 . . . . .	5	27 dicembre 1972 . . . . .	9
3 febbraio 1972 . . . . .	4½	4 maggio 1973 . . . . .	6	22 gennaio 1973 . . . . .	8½
2 marzo 1972 . . . . .	4	1° giugno 1973 . . . . .	7	26 marzo 1973 . . . . .	8½
23 novembre 1972 . . . . .	4½			16 aprile 1973 . . . . .	8
21 dicembre 1972 . . . . .	5	<b>Giappone</b>		24 aprile 1973 . . . . .	8½
10 maggio 1973 . . . . .	5½	28 ottobre 1970 . . . . .	6	14 maggio 1973 . . . . .	8
		20 gennaio 1971 . . . . .	5½	21 maggio 1973 . . . . .	7½
		8 maggio 1971 . . . . .	5½		
<b>Canada</b>		28 luglio 1971 . . . . .	5½	<b>Spagna</b>	
12 novembre 1970 . . . . .	6	29 dicembre 1971 . . . . .	4½	23 marzo 1970 . . . . .	6½
15 febbraio 1971 . . . . .	5½	24 giugno 1972 . . . . .	4½	22 gennaio 1971 . . . . .	6½
24 febbraio 1971 . . . . .	5½	2 aprile 1973 . . . . .	5	5 aprile 1971 . . . . .	6
25 ottobre 1971 . . . . .	4½	30 maggio 1973 . . . . .	5½	22 ottobre 1971 . . . . .	5
9 aprile 1973 . . . . .	5½				
14 maggio 1973 . . . . .	5½			<b>Stati Uniti</b>	
		<b>Grecia</b>		4 dicembre 1970 . . . . .	5½
		15 settembre 1969 . . . . .	6½	8 gennaio 1971 . . . . .	5½
		10 maggio 1973 . . . . .	7	22 gennaio 1971 . . . . .	5
				19 febbraio 1971 . . . . .	4½
<b>Danimarca</b>				16 luglio 1971 . . . . .	5
12 maggio 1969 . . . . .	9	<b>Italia</b>		19 novembre 1971 . . . . .	4½
20 gennaio 1971 . . . . .	8	9 marzo 1970 . . . . .	5½	17 dicembre 1971 . . . . .	4½
15 aprile 1971 . . . . .	7½	5 aprile 1971 . . . . .	5	15 gennaio 1973 . . . . .	5
10 gennaio 1972 . . . . .	7	14 ottobre 1971 . . . . .	4½	26 febbraio 1973 . . . . .	5½
28 giugno 1972 . . . . .	8	7 aprile 1972 . . . . .	4	4 maggio 1973 . . . . .	5½
3 ottobre 1972 . . . . .	7			11 maggio 1973 . . . . .	6
		<b>Paesi Bassi</b>		<b>Sud Africa</b>	
<b>Finlandia</b>		4 agosto 1969 . . . . .	6	27 agosto 1968 . . . . .	5½
28 aprile 1962 . . . . .	7	5 aprile 1971 . . . . .	5½	31 marzo 1971 . . . . .	6½
1° giugno 1971 . . . . .	8½	15 settembre 1971 . . . . .	5	10 agosto 1972 . . . . .	6
1° gennaio 1972 . . . . .	7½	6 gennaio 1972 . . . . .	4½	28 marzo 1973 . . . . .	5½
		2 marzo 1972 . . . . .	4		
		8 settembre 1972 . . . . .	3	<b>Svezia</b>	
<b>Francia</b>		6 novembre 1972 . . . . .	4	11 luglio 1969 . . . . .	7
20 ottobre 1970 . . . . .	7	4 giugno 1973 . . . . .	4½	19 marzo 1971 . . . . .	6½
8 gennaio 1971 . . . . .	6½			23 aprile 1971 . . . . .	6
13 maggio 1971 . . . . .	8½	<b>Portogallo</b>		10 settembre 1971 . . . . .	5½
28 ottobre 1971 . . . . .	6½	25 aprile 1970 . . . . .	3½	12 novembre 1971 . . . . .	5
13 gennaio 1972 . . . . .	6	6 febbraio 1971 . . . . .	3½		
6 aprile 1972 . . . . .	5½	18 dicembre 1972 . . . . .	4	<b>Svizzera</b>	
2 novembre 1972 . . . . .	6½			15 settembre 1969 . . . . .	3½
30 novembre 1972 . . . . .	7½			22 gennaio 1973 . . . . .	4½

\* Dal 13 ottobre 1972 il saggio minimo d'interesse sui crediti concessi dalla Banca d'Inghilterra è stato fissato, come norma, ad un livello superiore di mezzo punto percentuale al saggio medio d'interesse registrato, ogni venerdì, alla presentazione delle offerte per i Buoni del Tesoro, e viene arrotondato per eccesso ad ¼ di punto.

Secondo le proposte del governo il bilancio statale per il 1973 dovrebbe chiudersi in pareggio consentendo alle spese di accrescersi senza peraltro superare l'aumento previsto per il prodotto nazionale lordo nominale. Al fine di compensare il minor gettito fiscale conseguente alla riduzione dell'imposta sul valore aggiunto, nel gennaio 1973 il governo ha lanciato un prestito a lungo termine di fr.fr. 6,5 miliardi, fruttifero di un interesse del 7%; tanto il saggio che l'ammontare del prestito stesso sono stati indicizzati sulla base dell'unità di conto europea. Poichè tale emissione ha pure lo scopo di assorbire liquidità, gli introiti sono stati congelati fino a quando risulterà necessario.

I tagli sull'imposta sul valore aggiunto hanno causato un effetto immediato sui prezzi al consumo, rimasti più o meno stabili nel corso dei primi mesi del 1973. Come ulteriore contributo alla lotta contro le aspettative inflazionistiche, le autorità hanno fatto assegnamento soprattutto sulle restrizioni monetarie integrate da un rafforzamento delle misure dirette a scoraggiare gli afflussi di fondi. L'attività economica ha continuato ad espandersi intensamente, ma si è avuta una pausa nella crescita della moneta e del credito, parzialmente dovuta alle ampie emissioni di titoli di stato, e i saggi d'interesse hanno proseguito nella loro ascesa. Alla fine di marzo sono stati prorogati i controlli sui prezzi dei servizi ed i limiti sui margini di profitto nel settore del commercio e sono stati conclusi col settore industriale nuovi contratti riguardanti i prezzi della durata di dodici mesi. Secondo i medesimi il limite generale agli aumenti di prezzo dei manufatti è stato lievemente elevato al 3,6%, dando peraltro, come alternativa, la possibilità di un aumento del 3% a cui può aggiungersi l'aumento del costo delle materie prime. Alle stesse regole sono stati sottoposti gli aumenti nel settore pubblico. Si è continuato inoltre a perseguire una politica di restrizione monetaria: nel periodo di dodici mesi terminante a ottobre il limite posto all'espansione autorizzata del credito bancario è stato abbassato al 15%.

*Italia.* Dopo la fase di quasi ristagno del 1971, l'attività economica ha manifestato lo scorso anno una certa ripresa, senza raggiungere livelli soddisfacenti: la produzione industriale è aumentata appena del 2,5% e la crescita del prodotto nazionale lordo in termini reali è stata ancora inferiore a quella del potenziale produttivo. Le esportazioni, con un incremento dell'11,2%, hanno continuato a svolgere il ruolo di componente più dinamica della domanda. Ad un rapido espandersi dei consumi individuali ha fatto riscontro un aumento degli investimenti lordi del 2% appena, come diretta conseguenza di una evidente accelerazione nell'accumulazione di scorte, dopo una loro brusca contrazione nel 1971, attribuibile in parte a fattori di natura fiscale. In diminuzione gli investimenti in abitazioni ed attrezzature, a fronte di una riduzione di oltre il 9% della spesa per opere pubbliche, sulla quale d'altronde poggiavano largamente le speranze di una ripresa. Alla luce della perdurante incompleta utilizzazione delle risorse produttive e avuto riguardo al considerevole avanzo delle partite correnti nei conti con l'estero, sembra paradossale che i programmi per estendere il volume degli investimenti di natura strutturale del settore pubblico abbiano incontrato tante difficoltà e che, nonostante l'ingigantirsi dei deflussi di capitali, si sia fatto così ampio ricorso alla politica monetaria per stimolare l'economia.

Il disavanzo di parte corrente della pubblica amministrazione (esclusi i trasferimenti in conto capitale) ha raggiunto lire 1.885 miliardi lo scorso anno, contro lire

820 miliardi nel 1971 ed un avanzo di lire 750 miliardi nel 1970; tale variazione è stata in gran parte determinata dall'emergere di un considerevole disavanzo nel bilancio degli enti previdenziali, mentre è rimasto pressochè immutato, rispetto al 1971, il disavanzo globale dell'amministrazione centrale e degli enti locali, pari a lire 1.100 miliardi. Sono andate deluse, inoltre, le aspettative di ampi aumenti nelle spese pubbliche *in conto capitale* per il mancato impiego di una notevole parte dei fondi stanziati; peraltro, le spese pubbliche di parte corrente sono cresciute considerevolmente. Per effetto degli aumenti avvenuti precedentemente nell'ammontare del reddito nominale disponibile e nella quota del reddito nazionale rappresentata da stipendi e salari, le entrate derivanti da imposizione diretta hanno segnato una rapida ascesa, mentre quelle da imposizione indiretta sono salite molto lentamente non solo per il fiacco andamento dell'attività economica, ma anche a causa delle esenzioni fiscali concesse a metà dell'anno al fine di scoraggiare il differimento degli investimenti privati, causato dall'attesa dell'entrata in vigore dell'imposta sul valore aggiunto. A questo ordine di fattori si aggiunge anche la precedente riduzione dell'imposta sui carburanti.

Il disavanzo finanziario complessivo del settore pubblico ha raggiunto lire 6.005 miliardi a fronte di lire 4.550 miliardi nel 1971 e lire 2.275 miliardi nel 1970. L'aumento del deficit è stato finanziato in larga misura non tanto attraverso emissioni nette sul mercato di obbligazioni pubbliche a lungo termine, che infatti non presentano alcuna variazione, quanto, principalmente, attingendo fondi dal sistema postale e in misura più ampia direttamente dal sistema creditizio. In particolare, il solo indebitamento diretto verso la Banca d'Italia è salito da lire 1.040 miliardi nel 1971 a lire 1.550 miliardi.

In rapporto al prodotto nazionale lordo, il risparmio lordo delle imprese private (ivi incluso quello del settore edilizio) è sceso nel biennio 1970-72 dal 10,3 all'8,4%, mentre gli investimenti lordi del settore sono scesi dal 15,5 all'11,9%. Sulla base dello stesso raffronto, un leggero incremento dal 6,8 al 7,9% è stato registrato negli investimenti del settore pubblico e delle imprese a partecipazione statale.

E' mediante il finanziamento del disavanzo del Tesoro che le autorità hanno messo in atto un'ulteriore abbondante espansione della base monetaria. Inoltre, in considerazione della perdita di liquidità causata dal deflusso di capitali in seguito alla crisi della sterlina, è stato concesso alle banche di assumere una posizione debitoria netta sull'estero. Nel mese di aprile, in coincidenza con l'abbassamento del saggio ufficiale di sconto dal 4,5 al 4%, sono state prese misure per scoraggiare le banche a detenere depositi liberi presso la Banca d'Italia.

In presenza di queste misure, l'offerta di moneta ha continuato a crescere, seguendo l'andamento già delineatosi dalla fine del 1970. L'aumento di moneta, definita in senso lato (al netto delle distorsioni prodotte in dicembre dagli scioperi dei dipendenti bancari) è risultato pari al 18,6 contro il 17,6% del 1971. Gli impieghi bancari sull'interno sono cresciuti a un ritmo più sostenuto nella seconda metà dell'anno, presentando nei dodici mesi terminanti a novembre 1972 un aumento di lire 5.250 miliardi (lire 2.995 miliardi nel corrispondente periodo terminante a novembre 1971). Sebbene le banche abbiano anche accresciuto in misura considerevole i loro investimenti in titoli obbligazionari, la loro liquidità è rimasta soddisfacente: il rap-

**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>
Risparmio (compresi i trasferimenti di capitali) . . . . .	1971	-2.535	675	5.870	9.300	600	- 975
	1972	-3.685	690	5.780	11.315	630	- 830
Formazione di capitali interni lordi (-) . . . . .	1971	-2.015	-2.680	-7.960	—	280	—
	1972	-2.320	-3.100	-8.185	—	300	—
Avanzo o disavanzo (-) finanziario . . . . .	1971	-4.550	-2.005	-2.090	9.300	320	- 975
	1972	-6.005	-2.410	-2.405	11.315	330	- 830
<i>Variazioni corrispondenti nelle:</i>							
<i>Attività finanziarie</i>							
Attività liquide . . . . .	1971	755	30	2.415	6.335	1.795	- 40
	1972	250	390	3.205	8.195	665	5
Obbligazioni, azioni e partecipazioni . . . . .	1971	820	120	520	1.840	2.570	395
	1972	755	140	560	2.350	3.045	395
Altri prestiti netti . . . . .	1971	215	20	220	1.265	8.205	2.045
	1972	660	55	-1.235	1.270	12.960	4.700
<i>Passività finanziarie (-)<sup>3</sup></i>							
Passività a breve <sup>4</sup> . . . . .	1971	-3.690	- 830	-1.040	- 140	- 9.785	-2.325
	1972	-4.945	- 735	-2.555	- 500	-14.220	-4.380
Passività a lungo termine							
Interne . . . . .	1971	-1.085	- 320	-3.355	—	540	- 740
	1972	-1.040	- 720	-2.775	—	420	- 975
Estere . . . . .	1971	- 75	- 145	- 365	—	255	—
	1972	- 70	30	- 145	—	425	—
Obbligazioni, azioni e partecipazioni . . . . .	1971	-1.530	-1.165	- 790	—	- 1.655	- 390
	1972	-1.495	-1.455	-1.080	—	- 1.445	- 580
Scarti statistici . . . . .	1971	40	5	305	—	15	—
	1972	380	5	870	—	170	15

<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 delle passività finanziarie di "Altre imprese ed edilizia residenziale" corrisponde all'aumento complessivo delle passività delle imprese, meno l'incremento nel debito delle imprese pubbliche, più l'ammontare stimato dei prestiti ottenuti dalle famiglie per investimenti in abitazioni.  
<sup>4</sup> Comprende gli acquisti della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi di titoli a lungo termine emessi dal settore pubblico.

porto liquidità/depositi era del 4,0% a novembre, appena inferiore quindi a quello registrato un anno prima.

Le emissioni nette sul mercato dei capitali sono salite a lire 7.225 miliardi, con un aumento di lire 1.215 miliardi rispetto al 1971, anno in cui l'incremento era stato di lire 2.405 miliardi. La quota maggiore è ancora rappresentata dalle emissioni del settore pubblico e delle imprese pubbliche, per la maggior parte assorbite dalle banche, mentre risultano diminuite quelle degli istituti di credito fondiario. Gli istituti speciali di credito hanno fatto ricorso al mercato per lire 2.445 miliardi, con un incremento di soli 220 miliardi rispetto al 1971. A lire 1.240 miliardi ammontano le emissioni

azionarie del 1972 (lire 975 miliardi nel 1971). In presenza di una politica monetaria espansiva, i rendimenti dei titoli hanno fatto segnare una certa flessione nella prima parte dell'anno, risalendo peraltro nell'ultimo trimestre, nonostante gli acquisti effettuati dalle autorità monetarie. Nell'ultimo trimestre del 1972, al diffondersi delle aspettative di una prossima ripresa dei profitti delle imprese ha corrisposto un certo rialzo dei corsi azionari dopo parecchi anni di continui cedimenti.

Se durante l'anno si è avuta l'approvazione di un limitato numero di provvedimenti di bilancio per il rilancio dell'attività produttiva, tuttavia proposte più consistenti per stimolare gli investimenti privati sono state accantonate. Si è rimandata al 1974 la riforma del sistema di imposizione diretta, mentre a gennaio del 1973 si è infine introdotto il sistema di imposizione sul valore aggiunto, fissandone il relativo saggio base al 12%. Contemporaneamente sono state concesse agevolazioni fiscali al fine precipuo di moderate il rialzo dei prezzi al consumo, e sono stati attuati interventi diretti per contenere gli aumenti dei prezzi di alcuni generi alimentari, dell'energia elettrica e dei prodotti farmaceutici.

Nonostante il rapido ingrossarsi dei deflussi di capitale nell'ultima parte dell'anno e all'inizio del 1973, è stata mantenuta una politica monetaria espansiva. A dicembre le autorità monetarie hanno incoraggiato le banche ad indebitarsi all'estero e quindi a cedere loro la valuta con operazioni di riporto; per considerazioni prevalentemente connesse con la posizione verso l'estero, la Banca d'Italia ha elevato dal 3½ al 5½% il saggio base di interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa su titoli. Tuttavia, dopo l'adozione nel gennaio del 1973 del doppio mercato dei cambi e la fluttuazione nel febbraio dei tassi di cambio in entrambi i mercati, le condizioni monetarie sono tornate più agevoli.

Nell'ultima parte del 1972 e al principio del 1973 si è raggiunto l'accordo per il rinnovo dei contratti che interessano metà dei lavoratori dipendenti. I nuovi contratti prevedono fortissimi aumenti dei salari effettivi ed altre onerose concessioni relativamente alle condizioni di lavoro; sicchè, a fine febbraio 1973, i saggi salariali sono risultati superiori del 17% a quelli in essere un anno prima. Il passaggio al sistema di tassazione sul valore aggiunto, il brusco rialzo dei prezzi dei prodotti base e il deprezzamento della lira sui mercati dei cambi hanno anche contribuito ad accrescere agli inizi del 1973 le spinte inflazionistiche. Ad aprile i prezzi al consumo presentavano un rialzo del 10,5% rispetto ad un anno prima e al principio di maggio i salari hanno ricevuto un'ulteriore forte spinta al rialzo per effetto di un aggiustamento trimestrale al costo della vita, in misura senza precedenti, dovuto al meccanismo della scala mobile.

*Belgio.* All'inizio del 1972, il governo ha reagito al rallentamento in atto nell'attività economica adottando un vigoroso programma di spesa pubblica ed aumentando i sussidi all'edilizia residenziale e le agevolazioni fiscali agli investimenti produttivi privati e alle esportazioni. Inoltre, nel corso del primo trimestre la Banca Nazionale ha abbassato il saggio di sconto dal 5,5 al 4% in tre successive fasi e in maggio sono state facilitate le condizioni regolanti gli acquisti rateali.

La ripresa dell'attività economica, iniziata nel primo trimestre del 1972, è rimasta esitante fino all'ultimo trimestre dell'anno quando il suo ritmo è accelerato in

concomitanza con un forte incremento delle esportazioni. Sia la spesa pubblica che i consumi personali sono fortemente aumentati, gli investimenti industriali sono invece diminuiti, mentre l'edilizia residenziale si è ripresa solo gradualmente. Di fronte al rapido incremento di produttività del lavoro, la disoccupazione è aumentata fino a novembre per poi diminuire, sebbene finora non siano emersi sintomi di tensioni sul mercato del lavoro. Con il procedere della ripresa economica, i salari hanno cominciato a salire più rapidamente, ma i guadagni di produttività hanno contribuito a frenare l'aumento dei costi unitari del lavoro. Riflettendo in larga misura i crescenti costi delle importazioni, i prezzi ingrosso sono aumentati dell'8,3 % durante il 1972. Quelli al consumo, in più rapida ascesa a partire dalla metà dell'anno, sono saliti del 6,4 %, rispetto al 5,6 % registrato nel 1971.

Nuovi provvedimenti monetari sono stati adottati a partire da luglio per compensare gran parte dell'effetto sulla liquidità bancaria dei fondi affluiti durante la crisi della sterlina. Le autorità hanno negoziato un accordo per il congelamento di circa fr.belgi 10 miliardi di fondi bancari in conti infruttiferi presso la Banca Nazionale. Il meccanismo per la costituzione del deposito contemplava un coefficiente di riserva obbligatoria del 100 % sull'espansione delle passività bancarie in franchi belgi commerciali verso non residenti. L'accordo in questione è stato integrato dalla riduzione di un nono delle quote di sconto delle banche e rafforzato da provvedimenti atti a garantire che le banche continuino ad espandere il loro portafoglio in titoli del settore pubblico.

In novembre, l'accordo sui depositi obbligatori in conto bloccato è stato sostituito da un sistema di riserve obbligatorie da applicarsi alle banche commerciali, alle casse di risparmio e agli istituti di credito pubblico ed inteso a ridurre la creazione di liquidità di provenienza sia interna che estera. In base a tale schema, agli istituti finanziari è fatto obbligo di depositare presso la Banca Nazionale un importo pari al 70 % su 1) il 25 % del livello base delle passività nette in franchi belgi commerciali verso non residenti e il 100 % dell'aumento netto di tali passività; e 2) il 4 % di altri depositi a vista in valuta nazionale e l'1,5 o lo 0,5 % di altri depositi vincolati e a risparmio in franchi belgi, secondo la loro scadenza.

All'inizio dell'anno, le autorità hanno incoraggiato una flessione dei saggi di interesse sul mercato monetario, ma, dopo un periodo di relativa stabilità, da ottobre in poi i saggi hanno ripreso a salire. Essendosi attenuate le pressioni esterne sulla politica monetaria e dato che un inasprimento era considerato opportuno da un punto di vista interno, la Banca Nazionale ha proceduto ad aumentare il saggio di sconto dal 4 al 5 % in due stadi tra novembre e dicembre.

Le spese del governo centrale (comprese le anticipazioni al Fondo autostrade) sono salite lo scorso anno quasi del 18 %, raffrontato al 13 % circa del 1971; pertanto le esigenze di finanziamento del Tesoro sono aumentate da fr.belgi 34 miliardi nel 1971 a quasi 64 miliardi nel 1972. Come nel 1971, il disavanzo è stato più che coperto dalle emissioni di titoli a lungo termine, anche se assorbite in gran parte dalle banche. Il saldo è stato impiegato per effettuare rimborsi netti di indebitamenti a breve verso la banca centrale ed anche di prestiti esteri.

L'indebitamento presso istituti finanziari da parte del settore privato è fortemente aumentato e una notevole parte dell'incremento è andata al finanziamento dei

consumi e dell'edilizia. Nello stesso tempo, prenditori non bancari hanno peraltro ridotto il loro indebitamento netto sull'estero e il ricorso alle emissioni di titoli è rimasto praticamente invariato rispetto al 1971. In connessione con un discreto aumento dei risparmi, con una crescente preferenza per la liquidità e con afflussi di fondi, i depositi a vista sono aumentati del 14% nel 1972, rispetto al 10% dell'anno prima. Essendosi verificata una flessione nei saggi di interesse sui depositi vincolati ordinari e nei rendimenti dei valori mobiliari nei primi mesi del 1972, poi rimasti pressochè invariati fino a novembre, l'espansione dei collocamenti a più lungo termine del settore privato si è contratta.

All'inizio del 1973, avendo l'attività economica raggiunto livelli più soddisfacenti, le autorità hanno intensificato i loro sforzi in senso antinflazionistico. In febbraio sono state ulteriormente ridotte le quote di sconto delle banche e l'accordo concernente le riserve obbligatorie è stato prolungato e rafforzato. Inoltre, le passività nette in valuta estera delle banche stesse verso il mercato regolato sono state assoggettate ad un coefficiente di riserva obbligatoria del 100%.

I tentativi di inasprire la politica di bilancio sono stati ostacolati da precedenti impegni, tuttavia l'originario obiettivo di bilancio per il 1973 era di contenere l'aumento della spesa pubblica entro il 12,7%. In evidente contrasto con tale obiettivo, all'inizio dell'anno sono state approvate ulteriori spese. In febbraio, peraltro, il governo ha deciso di distribuire le spese di bilancio nell'arco dei primi quattro mesi dell'anno e ha introdotto criteri più selettivi per l'avvio di programmi di lavori pubblici e per concedere aiuti ai progetti di investimenti privati. Contemporaneamente, sono state notevolmente rafforzate le restrizioni riguardanti gli acquisti rateali e i prestiti personali e sono state adottate misure per distribuire nel tempo le nuove costruzioni di abitazioni. E' stato inoltre annunciato un blocco di almeno due mesi sui prezzi del settore pubblico, mentre la durata della dilazione relativa agli aumenti dei prezzi del settore privato, in attesa della loro approvazione da parte della Commissione dei prezzi, è stata temporaneamente allungata. Agli inizi di maggio il governo ha annunciato diverse economie di spesa, e quasi contemporaneamente il saggio ufficiale di sconto è stato aumentato dal 5 al 5,5%.

*Paesi Bassi.* L'indebolimento della domanda all'interno, iniziato nella primavera del 1971, si è protratto per gran parte del 1972. Per effetto delle misure di restrizione, la spesa pubblica è diminuita in termini reali. Inoltre, gli investimenti industriali, dopo essere rimasti su livelli stazionari durante il 1971, hanno subito una notevole flessione, parzialmente in conseguenza del restringimento dei margini di profitto avvenuto in precedenza e legato all'aumento dei costi di lavoro. D'altro canto, si è avuta una ripresa del saggio di crescita dei consumi privati ed un'accelerazione delle costruzioni residenziali. In presenza di una domanda interna relativamente debole, le importazioni sono cresciute solo lentamente, mentre le esportazioni hanno presentato un notevole incremento particolarmente nella prima metà dell'anno e ancora tra la fine del 1972 e l'inizio del 1973.

Nonostante la minor tensione della domanda, i redditi salariali nell'industria sono saliti nel 1972 del 12,5% — pari all'anno precedente — sebbene durante l'anno si sia palesata una certa tendenza ad un rallentamento. La produttività del lavoro nell'industria manifatturiera è cresciuta dell'8,5%, e cioè molto più rapidamente che nel

1971, fatto da attribuirsi in parte allo sviluppo degli investimenti destinati alla riduzione dell'impiego di manodopera, piuttosto che all'aumento del potenziale produttivo. Il saggio di disoccupazione, che nella primavera del 1971 era appena l'1,5% del totale delle forze di lavoro, è salito a metà del 1972 al 3,2%, discendendo poi al 2,7% alla fine dell'anno. Di contro il numero dei posti di lavoro disponibili è sceso durante il 1972 ad uno dei livelli più bassi che si siano registrati da tempo. I costi unitari del lavoro nell'industria sono saliti meno velocemente che nel 1971, mentre una qualche ripresa hanno avuto i margini di profitto. Durante l'anno i prezzi al consumo sono cresciuti del 7,9%, contro l'8,4% del 1971.

Per effetto del complesso delle restrizioni di bilancio il governo centrale è passato da un disavanzo finanziario di fiorini 1.660 milioni nel 1971 ad un avanzo di fiorini 225 milioni nel 1972. Nel contempo, per affrontare in maniera selettiva il problema della crescente disoccupazione, ha instaurato un programma in più fasi per la creazione di posti di lavoro, che comporterà una spesa di fiorini 860 milioni nel corso di due anni. Inoltre, la sovrimposta anticongiunturale (cosiddetta "regolatrice") è stata ridotta a metà anno dal 5 al 3%.

Se da un canto le autorità pubbliche hanno compiuto vasti acquisti ufficiali di valuta, dall'altro hanno perseguito un'attiva politica del debito pubblico in vista di un contenimento della creazione di liquidità. Il governo centrale, nonostante l'avanzo finanziario, ha attinto al mercato dei capitali in misura pari a quella dell'anno precedente, usando poi gran parte dei fondi acquisiti per migliorare la sua posizione nei confronti della banca centrale. Le autorità locali, pure in presenza di un disavanzo finanziario lievemente inferiore a quello del 1971, hanno accresciuto notevolmente i loro debiti a lungo termine, usando quindi l'eccedenza di fondi in gran parte per estinguere i debiti a breve contratti con le banche, con il governo e sul mercato monetario.

Ne è conseguita la possibilità per la Nederlandsche Bank di sviluppare una politica generalmente coerente, contemperando considerazioni di ordine interno ed esterno. A marzo 1972, allorchè ci si attendeva che la domanda di credito bancario rimanesse moderata, sono state rimosse le direttive volte alla limitazione del credito bancario a breve e lungo termine. A marzo e a luglio sono state rafforzate le restrizioni sulle operazioni valutarie, mentre si è permesso che l'afflusso di capitali, allora in atto, esercitasse in larga misura una spinta al ribasso sui saggi d'interesse del mercato a breve. Tra gennaio e settembre il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto in tre fasi dal 5 al 3%, al fine precipuo di scoraggiare l'afflusso di capitali, ma anche e in misura crescente per stimolare gli investimenti. I saggi d'interesse a breve, dopo essere caduti a livelli bassissimi nella tarda estate, hanno cominciato a risalire per effetto degli interventi delle autorità monetarie. Agli inizi di novembre il saggio di sconto è stato riportato al 4%, in coincidenza con il rialzo dei saggi d'interesse all'estero e con la ripresa della domanda globale.

Nel 1972 il disavanzo finanziario del settore privato (misurato al netto della quota di risparmio privato che è andata agli investitori istituzionali) è ammontato a fiorini 9 miliardi, consistenza pressochè identica a quella dell'anno precedente. Da un lato, gli investimenti fissi industriali sono apparsi in ristagno, mentre d'altro canto un marcato aumento del risparmio del settore privato è stato indirizzato verso gli in-



vestitori istituzionali. Nel contempo, il ricorso degli operatori interni al mercato dei capitali olandese è salito da fiorini 14,4 miliardi nel 1971 a fiorini 19,9 miliardi, soprattutto per effetto dell'andamento dei finanziamenti ipotecari e della domanda di credito da parte delle imprese per ricostituire i loro margini di liquidità. Un altro fattore è rappresentato dai provvedimenti valutari, che hanno contribuito a trasformare un afflusso netto di capitali a lunga scadenza in un deflusso netto, sicchè si è determinata una maggiore dipendenza degli operatori nazionali dalle fonti interne di capitali.

**Paesi Bassi: Variazioni delle attività e passività finanziarie.**

Voci		Stato	Autorità locali	Banche	Investitori istituzionali <sup>1</sup>	Privati e imprese	Resto del mondo <sup>2</sup>
		in milioni di fiorini					
Avanzo o disavanzo finanziario (—) (di cassa)	1970	— 1.230	— 2.720	3.240	7.530	— 7.385	565
	1971	— 1.660	— 2.860	4.920	6.955	— 8.930	— 425
	1972	225	— 2.605	4.435	11.190	— 9.000	— 4.245
<i>Corrispondenti variazioni delle attività e passività finanziarie<sup>3</sup></i>							
Liquidità primaria . . . . .	1970	—	20	—	125	2.590	}
	1971	—	30	—	220	3.660	
	1972	—	190	—	40	5.025	
Liquidità secondaria . . . . .	1970	—	120	—	670	300	—1.690
	1971	—	190	—	325	— 590	—2.680
	1972	—	180	—	545	105	—3.225
Credito bancario . . . . .	1970	560	— 1.200	— 130	25	— 1.390	}
	1971	540	— 140	755	— 215	— 1.710	
	1972	2.110	1.280	— 2.785	— 340	— 2.040	
Ricorso netto al mercato dei capitali . . . . .	1970	— 1.895	— 1.660	3.370	6.710	— 7.260	735
	1971	— 2.215	— 2.510	4.165	8.630	— 8.250	180
	1972	— 2.220	— 4.270	7.220	12.030	—11.380	— 1.380
Transazioni dirette in conto capitale con l'estero . . . . .	1970	100	5	—	—	— 1.620	1.515
	1971	15	— 55	—	—	— 2.040	2.080
	1972	330	15	—	—	— 710	365

<sup>1</sup> Include le compagnie di assicurazione sulla vita, gli enti pensionistici, gli istituti previdenziali e le casse di risparmio. <sup>2</sup> Una cifra negativa sta ad indicare un aumento dei crediti dei Paesi Bassi (oppure una diminuzione dei debiti) verso il resto del mondo. <sup>3</sup> Un segno meno rappresenta una diminuzione delle attività o un aumento delle passività.

Si stima che il flusso totale di credito, misurato in rapporto al prodotto nazionale lordo a prezzi correnti, sia salito dal 14% circa nel 1971 a quasi il 17% circa nel 1972. Peraltro, pure in presenza di una maggiore quota di fondi affluenti al mercato dei capitali, la crescita delle attività liquide è apparsa contenuta, presentando un incremento annuo in linea con quello del prodotto nazionale netto a prezzi correnti ed un aumento nei dodici mesi terminanti a dicembre 1972 di circa il 12%. Il rendimento dei titoli di Stato a lunga scadenza, nonostante considerevoli fluttuazioni durante l'anno, è risultato a dicembre pari a circa 7,3%, un livello pressochè identico a quello di un anno prima. I saggi d'interesse a breve hanno subito ampie oscillazioni in risposta agli afflussi di capitali dall'esterno, ma in media sono rimasti su livelli bassi.

I massicci afflussi di capitali avvenuti a febbraio e marzo 1973 hanno richiesto nuovi provvedimenti per ridurre la liquidità bancaria. Le riserve obbligatorie in contante sulle passività interne, che erano state reintrodotte su scala limitata in settembre, sono state progressivamente aumentate fino a raggiungere il livello del 7% in aprile, e successivamente ridotte al 4% in maggio. A marzo l'obbligo di riserva veniva introdotto sugli aumenti delle passività bancarie in fiorini verso l'estero e da metà aprile risultava pari all'80%. Inoltre, i conti in fiorini dei non residenti sono stati assoggettati a saggi d'interesse negativi (successivamente aboliti all'inizio di maggio) e la liquidità bancaria è stata assorbita attraverso vendite straordinarie di titoli.

Con un'economia che comincia a mostrare segni di ripresa, il bilancio statale per il 1973 mira ancora a contenere la spesa globale, ma contempla anche specifiche misure per alleviare la disoccupazione. La sovrimposta anticongiunturale è stata rimossa integralmente all'inizio del 1973, ma gli effetti di questo cambiamento sono stati più che compensati dall'aumento delle altre imposte. Un "contratto sociale" tripartito per il 1973, concluso lo scorso novembre, prevede moderati aumenti salariali e, in stretta connessione, una sorveglianza sui prezzi. Ad aprile del 1973 il costo della vita era salito dell'8% rispetto ad un anno prima, e ci si attendeva durante l'anno, un'ulteriore considerevole ascesa dei salari e dei prezzi. Si prevede una ripresa degli investimenti privati, specialmente in azioni, e una lieve diminuzione della disoccupazione. La Nederlandsche Bank, soprattutto in considerazione del rialzo dei saggi d'interesse nei paesi limitrofi, il 4 giugno ha elevato il saggio di sconto al 4½%.

*Svizzera.* Dopo un certo rallentamento nella seconda metà del 1971, una ripresa dell'espansione della domanda globale è stata registrata a partire dalla primavera del 1972. A crescere più rapidamente sono stati inizialmente la spesa pubblica e il settore delle costruzioni residenziali, ma ben presto anche i consumi privati, stimolati dagli aumenti salariali, e successivamente gli investimenti e la domanda estera hanno subito un'accelerazione. L'impatto dell'eccesso di domanda si è fatto sentire non tanto sulla bilancia dei pagamenti, quanto piuttosto in un più rapido incremento dei costi e dei prezzi. I prezzi al consumo sono saliti di circa il 7% nel corso dell'anno e il deflatore implicito dei prezzi ha raggiunto il 9,3%.

Fin dall'inizio, l'alto grado di liquidità dell'economia, nascente dal vasto afflusso di capitali a breve dell'anno precedente, ha rappresentato una difficoltà per la politica monetaria. In aprile, la Banca Nazionale ha imposto per la prima volta un obbligo di riserva minima sull'aumento delle passività bancarie sull'interno, ed in maggio l'obbligo di riserva sull'incremento delle passività verso l'estero, sebbene ridotto dal 100 al 50%, è stato applicato con maggior rigore. Inoltre si è continuato a incoraggiare la concessione di prestiti a operatori stranieri, mentre con misure valutarie accessorie si è cercato di incrementare il risultante deflusso netto di fondi.

Questi provvedimenti sono riusciti in qualche modo a determinare condizioni più tese sui mercati monetario e finanziario nel secondo trimestre. Tale tendenza, tuttavia, è stata interrotta dall'enorme afflusso di capitali dall'estero durante la crisi della sterlina. Sono state quindi erette nuove ampie barriere valutarie, che includono una proibizione di investimenti stranieri in titoli e beni immobili nazionali, un diritto di commissione sugli aumenti dei depositi in franchi da parte di non residenti e restri-

zioni all'indebitamento all'estero nonchè riguardo alle posizioni in valuta estera delle banche. Ciò nonostante è continuato l'afflusso di capitali dall'estero, particolarmente attraverso il rimpatrio dei fondi detenuti da residenti. In luglio, parte dell'aumento della liquidità è stato riassorbito elevando le riserve obbligatorie minime sull'incremento dei depositi dei residenti come pure dei non residenti; per quanto riguarda i depositi di stranieri le clausole dell'accordo del 1971 sono state sostituite da ordinanze di legge. A settembre si è ampliato il programma di emissione di titoli destinati a non residenti e si sono applicate più estesamente le disposizioni relative alla conversione in valute estere dei fondi acquisiti.

In autunno i mercati finanziari hanno cominciato a dare segni di tensione; tuttavia il credito bancario ha continuato a espandersi considerevolmente. In previsione della scadenza a fine luglio della limitazione concordata circa lo sviluppo del credito, si è avuta a partire da maggio un'accelerazione dell'offerta di credito bancario sull'interno, che alla fine dell'anno aveva già raggiunto un saggio d'incremento annuo di circa l'11% a fronte del 7% circa nel 1971. Nei primi nove mesi del 1972 il saggio d'incremento degli impegni creditizi per l'edilizia ha superato del 76% quello del periodo gennaio-settembre 1971; quest'ultimo a sua volta era stato superiore del 47% a quello del corrispondente periodo dell'anno precedente. L'aggiunta di altri provvedimenti per assorbire liquidità avrebbe rischiato di produrre un ulteriore rimpatrio di capitali, particolarmente poichè le banche avevano a loro disposizione attività nette sull'estero che in novembre ammontavano complessivamente a fr. sv. 19,1 miliardi. Proprio al fine di scoraggiare un simile rimpatrio, la Banca Nazionale ha concesso a volte una certa assistenza per superare i momenti di difficoltà.

Una considerevole decelerazione ha caratterizzato l'espansione della quantità di moneta: includendo i depositi vincolati, si ha un aumento di appena lo 0,7% a fronte di un incremento del 26,6% nel 1971; includendo anche i depositi a risparmio, tuttavia, si arriva ad un aumento del 6%, contro il 24,2% dell'anno precedente. Le emissioni nette al pubblico sul mercato mobiliare sono salite da fr. sv. 6,5 miliardi nel 1971 a fr. sv. 7,4 miliardi nel 1972, sebbene l'aumento riguardi quasi interamente emissioni di non residenti, che hanno raggiunto infatti fr. sv. 2,5 miliardi. Inoltre, sono stati emessi in Svizzera titoli stranieri a medio termine per un ammontare di fr. sv. 3,3 miliardi, contro fr. sv. 4,8 miliardi nel 1971, allorquando questi titoli potevano ancora esser venduti ai non residenti senza alcun limite di quota.

Sul volgere dell'anno l'irrefrenabile ascesa della domanda e dei prezzi ha richiesto nuovi provvedimenti antinflazionistici: sono state rafforzate le restrizioni all'attività edilizia e sono state introdotte limitazioni agli accantonamenti per ammortamenti per fini fiscali, oltre che una sorveglianza su prezzi, salari e profitti. Inoltre un "decreto federale sui provvedimenti in materia creditizia" ha dato facoltà di imporre diverse altre restrizioni. Nei dodici mesi terminanti al 31 luglio 1973 l'incremento del credito concesso all'interno dalle banche e da istituzioni similari è stato limitato al 6% dell'ammontare consentito a fine luglio del 1972 dal precedente "gentleman's agreement" e poichè la maggior parte delle banche aveva già raggiunto o addirittura superato questo limite, il provvedimento in parola significò effettivamente interrompere l'ulteriore concessione di crediti. Inoltre si sono stabiliti controlli sulle emissioni di titoli interni e si è cercato di scoraggiare il credito al consumo, elevando la quota degli acconti iniziali e riducendo i periodi di rateazione. Il decreto ha inoltre autoriz-

zato l'imposizione di riserve obbligatorie minime sulla consistenza e sull'incremento delle passività verso l'interno e verso l'estero, ma tale più larga facoltà non è stata usata fino a marzo, allorché i depositi di non residenti sono stati assoggettati a entrambi i tipi di riserva obbligatoria. Nel contempo, per prevenire ingenti vendite di dollari contro franchi svizzeri la banca centrale si è ritirata dal mercato alla fine di gennaio e ha consentito la libera fluttuazione del franco.

Nella primavera del 1973 le condizioni dell'economia rimanevano molto favorevoli, sebbene le restrizioni sullo sviluppo del credito bancario cominciassero a farsi sentire, particolarmente nel settore delle costruzioni. Inoltre, la rivalutazione del franco aveva oscurato le prospettive delle industrie esportatrici, in alcuni casi in misura notevole. Se finora i prezzi hanno continuato a salire ad un ritmo veramente eccezionale per la Svizzera, esiste ora la possibilità che l'eccesso di domanda di prodotti e di manodopera possa alquanto placarsi. Sarebbe inoltre desiderabile una politica di contenimento della rapida crescita delle spese del settore pubblico — ma finora tale obiettivo è rimasto al di là delle possibilità della Confederazione.

*Austria.* Contrariamente alle aspettative, l'anno scorso il saggio di sviluppo globale è aumentato. La domanda interna, dopo la forte espansione avvenuta fino a primavera, si è indebolita durante l'estate, per riprendersi ancora in autunno. Durante tutto l'anno l'attività edilizia è apparsa notevole e gli investimenti fissi industriali hanno continuato a salire per effetto dei buoni profitti realizzati e delle favorevoli condizioni fiscali. In autunno i consumi hanno avuto un'accelerazione sotto la spinta delle incertezze sui prezzi connesse con la prevista applicazione, per l'inizio del 1973, dell'imposta sul valore aggiunto. Infine, ad un rallentamento delle esportazioni nella prima metà del 1972 ha fatto riscontro una ripresa nella seconda parte dell'anno.

La politica di bilancio, che originariamente si era basata su una previsione di rallentamento economico, non è stata indirizzata verso obiettivi di stabilizzazione se non nell'ultima parte dell'anno; in complesso, nel 1972 il bilancio sembra aver avuto un effetto lievemente restrittivo sulla liquidità dell'economia.

A causa dell'eccessivo gonfiamento della quantità di moneta in conseguenza dell'afflusso di capitali, sin dall'inizio dell'anno si rendevano necessari provvedimenti di restrizione monetaria. In gennaio le autorità, per ridurre la liquidità bancaria, hanno fatto ricorso ad operazioni di mercato aperto, al rafforzamento dell'obbligo di riserve minime e alla proroga dell'accordo con gli istituti di credito circa la sterilizzazione parziale dei capitali affluiti e la rinuncia ad acquisire fondi all'estero. Nel contempo sono stati abbassati i massimali creditizi previsti dal vigente accordo per il controllo del credito. A giugno, in seguito ad un ulteriore vasto afflusso di capitali dall'estero si sono resi necessari altri provvedimenti: il governo ha deciso di non attingere fondi all'estero — ed invero ha estinto in anticipo debiti contratti all'estero — e ha emesso un prestito il cui ricavato è stato sterilizzato. Dal canto loro le istituzioni creditizie hanno concordato di collocare altri fondi sull'estero. Nella tarda estate si è avuta un'estensione delle operazioni a breve di mercato aperto per assorbire l'aumento stagionale di liquidità dovuto a introiti da turismo. Ancora, in autunno, le riserve obbligatorie minime sono state elevate per compensare gli effetti sulla liquidità prodotti dalla scadenza della carta emessa in precedenza a fini di sterilizzazione. Al fine di ostacolare ulteriori importazioni di capitali è stato inoltre convenuto che le banche,

in via di principio, interrompano le vendite di obbligazioni in scellini a non residenti e che le società edilizie cessino di finanziare la costruzione di abitazioni da parte di stranieri. Poichè l'erogazione di crediti da parte delle banche sembrava eccessiva sono stati abbassati ulteriormente i massimali creditizi; inoltre le banche hanno convenuto di imporre una commissione sulle linee di credito inutilizzate e di non propagandare il credito al consumo.

Ne è seguita una riduzione della liquidità bancaria in rapporto alle passività sull'interno. La concessione di nuovi crediti bancari all'economia è salita da un totale di scellini 38 miliardi nel 1971 a scellini 48 miliardi circa nel 1972. L'incremento nell'ammontare dei crediti, escludendo l'acquisto di titoli, è stato pari al 21%, contro il 19,9% dell'anno precedente. L'offerta di moneta — definita in maniera da includervi i depositi vincolati ma non quelli a risparmio — è cresciuta del 24,4% a fronte del 16,0% nel 1971 e di appena l'8,3% nel 1970.

Nell'ultimo trimestre del 1972 sintomi di tensione erano evidenti sul mercato dei beni e su quello del lavoro. I prezzi al consumo avevano raggiunto un saggio annuo di incremento del 7,6% a dicembre, contrariamente alle aspettative di un aumento inferiore al 5% per l'intero anno, mentre i saggi salariali sono saliti durante l'anno del 16,1%, contro il 9,8% del 1971.

In tale contesto ed in vista della prossima entrata in vigore dell'imposta sul valore aggiunto, verso la fine dell'anno sono state introdotte altre misure di stabilizzazione. Ad iniziativa del governo i sindacati e i datori di lavoro hanno convenuto di esercitare una limitazione dei salari e dei prezzi per la durata di sei mesi. Il contributo diretto del governo per una maggiore stabilità si è avuto attraverso il blocco di una quota pari al 15-20% di certi stanziamenti di spesa e attraverso il differimento di altri esborsi. Per quanto riguarda il settore monetario, il saggio di sconto è stato elevato dal 5 al 5½% e l'obbligo di riserva è stato rafforzato in molteplici aspetti. L'accordo sul controllo del credito è stato esteso agli istituti di carattere speciale e i massimali previsti dall'accordo sono stati abbassati. Le autorità hanno annunciato la loro intenzione di contenere l'espansione del credito bancario a circa il 12% durante l'anno che termina a novembre 1973. Si è inoltre provveduto a limitare le concessioni di credito da parte delle compagnie assicuratrici e degli istituti di credito edilizio. Al fine poi di porre la manovra monetaria al riparo da disturbi esterni, si sono proibiti per un periodo di sei mesi l'acquisto di titoli interni e di immobili da parte di non residenti, alcuni tipi di mutui contratti all'estero da residenti e la concessione di prestiti a stranieri da utilizzare in Austria.

Nella primavera del 1973 la domanda globale ha continuato ad essere forte, pur esistendo aspettative di un rallentamento del suo sviluppo reale a causa delle limitazioni imposte dall'offerta. Un ulteriore rafforzamento del programma di stabilizzazione è avvenuto a marzo, allorché lo scellino ha subito una lieve rivalutazione. In questo periodo la liquidità bancaria si è ridotta notevolmente, sicchè la Banca Nazionale è intervenuta a creare condizioni più favorevoli attraverso operazioni di mercato aperto e l'abbassamento delle riserve obbligatorie. Il punto cruciale rimane ancora l'andamento dei prezzi, che si prevede debbano salire del 7,5% nel 1973. In vista anche della possibilità che le trattative salariali abbiano luogo prima della data programmata, le autorità monetarie stanno cercando di riportare sotto controllo le forze espansive su

di un ampio fronte. Recentemente il governo ha annunciato che il programma di stabilizzazione, che doveva concludersi alla fine di maggio, sarebbe stato prolungato ed intensificato.

*Danimarca.* Il rallentamento della crescita, registrato nel biennio precedente; è continuato all'inizio del 1972, mentre dalla primavera in poi si è avuta una ripresa dell'espansione economica. Alla pausa nel settore delle costruzioni residenziali è seguita una fase di espansione; i consumi privati si sono rafforzati e la spesa pubblica ha continuato a salire rapidamente. Deboli ancora gli investimenti industriali, sebbene verso la fine dell'anno siano apparsi segni di ripresa. Col progredire dell'anno la disoccupazione è diminuita, mentre una rapida ascesa ha caratterizzato l'andamento delle importazioni dopo un periodo di rallentamento durato fino all'estate. Un'accelerazione si è registrata nel rialzo dei prezzi al consumo che sono saliti del 7,1% nel corso dell'anno.

In considerazione della necessità di migliorare la bilancia commerciale — compito reso più difficile dall'impegno di eliminare gradualmente, tra luglio 1972 e marzo 1973, la sovrimposta del 10% sulle importazioni — le misure di politica economica l'anno scorso sono state indirizzate in senso restrittivo. Il bilancio dello Stato per l'anno terminante a marzo 1973 ha presentato un avanzo di cor.dan. 2,6 miliardi contro il lieve disavanzo dell'anno precedente. Hanno continuato ad essere soggetti a massimali gli impegni creditizi assunti dalle banche per fini diversi dalle costruzioni di carattere sociale.

In realtà, peraltro, è apparso presto chiaro che non si riusciva a realizzare il contenimento della spesa pubblica. In luglio il governo ha invitato le autorità locali a contenere le spese di investimento, annunciando alcune economie nelle proprie spese, la maggior parte delle quali, tuttavia, erano a lungo termine. In autunno è stata introdotta un'imposta del 2½% sulla vendita di case e alcune imposte sugli acquisti sono state aumentate; peraltro ciò mirava soltanto a compensare i costi in termini di bilancio conseguenti a variazioni nella tassazione del reddito personale, che sarebbero entrate in vigore nel gennaio del 1973. In ottobre, in presenza di tensioni nel settore dell'edilizia, si sono sottoposte a restrizioni quantitative tutte le costruzioni non aventi diritto di priorità.

Nel campo della politica monetaria, si è proceduto ripetutamente ad un rinnovo dei massimali sugli impegni creditizi che, peraltro, durante l'anno sono stati gradualmente elevati dell'8% per favorire la ripresa degli investimenti industriali. In giugno è stato altresì elevato all'8% il saggio ufficiale di sconto, che a gennaio era stato ridotto al 7%. Nello stesso tempo veniva decurtato il credito disponibile per le banche presso la Banca Nazionale, abbassando il limite delle anticipazioni su titoli dal 90% al 60% del loro valore nominale. Il saggio di sconto veniva poi riportato al 7%, una volta dissipatesi le incertezze sull'ingresso della Danimarca nelle Comunità Europee.

Valendosi del margine disponibile sulla base del massimale precedente, le banche hanno accresciuto durante l'anno i prestiti al settore privato del 12,5% contro il 4,5% del 1971. E' altresì considerevolmente aumentato il loro investimento in titoli. L'offerta di moneta, nella sua definizione più ampia, è salita di poco più del 15%, a fronte del 9,5% dell'anno precedente. Sul mercato dei capitali le emissioni nette

globali hanno raggiunto il livello di cor. dan. 12,9 miliardi, contro cor. dan. 9,3 miliardi del 1971 e appena cor. dan. 6,5 miliardi del 1970; larga parte dell'aumento è da attribuire alle maggiori emissioni di titoli ipotecari. I rendimenti obbligazionari, dopo una costante diminuzione durante la maggior parte dell'anno, sono risaliti negli ultimi mesi del 1972. A febbraio del 1973 si è posto fine all'accordo interbancario sui tassi passivi massimi, accordo in vigore da quasi quarant'anni, e ben presto un certo numero di banche ha elevato i saggi di interesse sui depositi vincolati.

Di fronte al continuo crescere della pressione dal lato della domanda, veniva estesa a tutta la prima metà del 1973 l'applicazione del massimale sul credito bancario, che era stato altresì aumentato del 4%. Inoltre, il saggio d'interesse sui crediti concessi dalla banca centrale contro pegno di titoli è stato portato a un livello lievemente superiore al rendimento medio ottenibile con l'acquisto di titoli obbligazionari. Il bilancio per il 1973-74 ha dapprima previsto un avanzo di cor. dan. 1,2 miliardi, successivamente aumentato con l'introduzione da parte del governo di numerose misure di stabilizzazione nel mese di marzo. Queste ultime includono l'abolizione dell'esenzione delle nuove costruzioni residenziali dall'imposta sul valore aggiunto, aumenti nella tassazione delle società e una riduzione degli sgravi fiscali per imposte sul reddito e sulle società. Inoltre, è stata stabilita una graduazione in base al reddito sia delle quote di esenzione fiscale per figli che delle pensioni di vecchiaia; e certi progetti per investimenti pubblici hanno subito un differimento.

A marzo il rinnovo degli accordi salariali su base nazionale ha dato luogo nelle industrie a settimane di scioperi e serrate, le prime dopo molti anni. L'accordo infine raggiunto prevede considerevoli aumenti distribuiti nel corso di due anni dei saggi base di remunerazione oraria, la parità salariale per le donne lavoratrici e l'accorciamento della settimana lavorativa. Considerate le clausole di indicizzazione dei salari e l'attesa di ulteriori slittamenti delle retribuzioni, l'effetto globale dell'accordo si tradurrà in un'accelerazione della crescita dei salari rispetto al loro aumento nell'ultimo biennio.

*Norvegia.* Dopo un prolungato periodo di espansione che aveva richiesto politiche di moderato contenimento, la domanda interna ha subito l'anno scorso un notevole rallentamento. Al rapido espandersi nel 1971 della formazione di capitali fissi è seguita nel 1972 una marcata flessione degli investimenti in navi e una crescita molto più lenta nelle altre categorie di investimenti, sebbene nel settore pubblico e in quello delle costruzioni residenziali siano rimasti abbastanza consistenti. Per effetto del rialzo dei prezzi al consumo, oltre che degli aumenti nella imposizione fiscale e nei contributi sociali, fattori tutti che hanno inciso sul reddito reale disponibile, l'ascesa dei consumi individuali è risultata esigua. D'altro lato il balzo in avanti delle esportazioni, dopo un'annata dall'andamento fiacco, ha contribuito a portare il saggio globale di crescita in termini reali al soddisfacente livello del 4,2%, favorendo anche la riduzione del deficit di parte corrente conformemente agli obiettivi di lungo periodo del governo.

La politica di bilancio del settore pubblico ha mirato a ridurre nel 1972 le spinte dal lato della domanda. In coerenza con gli obiettivi di natura strutturale, la spesa statale è cresciuta del 13%, e il prodotto nazionale lordo a prezzi correnti in misura inferiore al 9%. Peraltro, in conseguenza della più elevata tassazione e dei maggiori contributi sociali, l'avanzo del settore pubblico, al netto dei prestiti, è ammontato al

2,2% del prodotto interno lordo, a fronte dell'1,9% dell'anno precedente. Nonostante le restrizioni globali, il governo ha predisposto programmi regionali per la creazione di posti di lavoro. Inoltre, le autorità hanno accelerato lo svincolo dei capitali di investimento bloccati presso la Banca di Norvegia, ed altresì ridotto gli incentivi per nuovi versamenti di fondi di questo tipo.

Per promuovere l'attività di investimento le autorità monetarie hanno fissato una quota più elevata rispetto al 1971 per le emissioni obbligazionarie, ed hanno inoltre innalzato il limite fissato per l'espansione del credito all'interno, che nell'autunno precedente era stato stabilito al 7%. Per di più, allorquando nei primi mesi del 1972 si è determinato un rallentamento nell'erogazione creditizia delle casse di risparmio, l'obbligo per esse di detenere riserve di liquidità primaria è stato dapprima ridotto e poi completamente eliminato.

Dall'inizio dell'estate in poi la produzione industriale ha cominciato a riprendersi per effetto della domanda esterna. In agosto, al fine di contenere l'espansione creditizia, sono stati ripristinati gli obblighi di riserva primaria per le maggiori casse di risparmio del sud e più tardi i medesimi sono stati elevati, in due fasi, di due punti per le banche commerciali. Complessivamente durante l'anno le attività finanziarie nette sull'estero del sistema bancario sono cresciute poco più che nel 1971, ma anche il credito sull'interno ha avuto un aumento lievemente più rapido. La quantità di moneta e di quasi moneta si è accresciuta durante l'anno del 12,8%, contro il 12,6% del 1971.

In seguito all'abolizione a metà novembre 1971 del blocco temporaneo dei prezzi, il saggio di incremento dei prezzi al consumo ha subito un'accelerazione e a settembre 1972 ha superato di oltre l'8% il livello di un anno prima. Da quel momento il governo ha reintrodotto il blocco generale dei prezzi, che all'inizio del 1973 è stato sostituito da un sistema di sorveglianza sui prezzi. Così in breve tempo l'aumento su base annua dei prezzi è sceso a circa il 6,8%, ma ben presto ha subito nuovamente un'accelerazione. Poiché tuttavia gli accordi salariali della durata di due anni conclusi nel 1972 prevedevano considerevoli aumenti, come pure meccanismi per l'aggiustamento automatico delle retribuzioni al costo della vita, si prevede che permarranno forti spinte al rialzo dei prezzi.

Il bilancio statale per il 1973 tende ancora al contenimento della domanda: la crescita relativa dell'attività del settore pubblico dovrà continuare, ma sarà necessario che si moderi l'aumento della spesa e che si incrementino le entrate attraverso una maggiorazione delle imposte indirette. Si attende, inoltre, che il settore pubblico complessivamente, inclusi gli istituti previdenziali, raggiunga un avanzo, al netto dei prestiti, pari al 2,4% del prodotto lordo interno, e cioè alquanto più alto del 1972. In previsione di massicci investimenti nel settore delle costruzioni navali, sarà consentita una maggiore acquisizione netta di capitali all'estero, mentre sarà necessario mantenere la crescita del credito interno entro i limiti programmati, destinati ad evitare spinte da eccesso di domanda. Peraltro, continuerà a crescere vigorosamente l'erogazione creditizia delle banche statali, soprattutto per finanziare la costruzione di abitazioni e di strade.

*Svezia.* L'economia svedese si è ripresa lentamente dalla recessione iniziata nel 1971: la flessione allora registrata nei consumi individuali, nelle costruzioni residen-



ziali e negli investimenti delle autorità locali ha ceduto il passo, lo scorso anno, ad una lieve espansione. Efficaci sono risultati gli incentivi dati agli investimenti fissi privati, mentre si è avuta ancora una decelerazione nell'accumulazione di scorte. Pertanto, nonostante la dilatazione degli investimenti pubblici e il più intenso sviluppo delle esportazioni — conseguenza in parte delle migliorate condizioni dell'industria della cellulosa e della carta — la crescita del prodotto nazionale lordo in termini reali è risultata pari appena al 2% e perciò insufficiente a ridurre la disoccupazione.

L'anno scorso i provvedimenti di politica economica, introdotti nel 1971 e tendenti a stimolare l'economia, sono stati mantenuti, apportandovi nuovo vigore ma poche modifiche nel disegno generale. Questi provvedimenti, oltre a finanziare cantieri di lavoro per disoccupati, hanno mirato in primo luogo a sostenere gli investimenti, consentendo lo sblocco di fondi destinati a tale scopo, l'aumento degli sgravi fiscali per spese in attrezzature ed impianti (estesi in novembre all'industria delle costruzioni) ed il sostegno dello stato agli investimenti delle autorità locali per la preservazione dell'ambiente naturale. Per quanto riguarda il settore delle costruzioni residenziali, la domanda è stata soddisfatta a tal punto da non lasciare che poco spazio per ulteriori incentivi. E' possibile inoltre che, essendo durata più a lungo del previsto la necessità di un'azione anticongiunturale, il disavanzo di bilancio nell'anno fiscale 1972-73 (luglio-giugno) raggiunga cor.sv. 7,2 miliardi, contro la cifra di cor.sv. 3,3 miliardi originariamente stimata.

Quanto alla politica monetaria, nel 1972 è proseguita quella tendenza all'espansione già iniziata gradualmente nel 1971, senza significativi mutamenti nell'uso dei diversi strumenti. Un considerevole aumento della liquidità è stato realizzato attraverso la rapida espansione del disavanzo di bilancio, di cui soltanto una parte è stata finanziata attraverso maggiori vendite di titoli al di fuori del sistema bancario, ed anche mediante un rapido aumento delle riserve esterne. Durante l'anno l'offerta di moneta nella sua definizione più ampia è salita del 12,5% a fronte di un aumento del 10,5% nel 1971.

L'espansione del credito netto totale, pari a cor.sv. 27 miliardi, rappresenta il 14% del prodotto nazionale lordo a fronte del 12% del 1971 e di appena il 9% del 1970, anno in cui erano ancora in vigore politiche di restrizione creditizia; ma poiché una notevole parte di esso è andata a finanziare lo scorso anno il disavanzo di bilancio dello Stato, l'aumento del credito agli altri settori ha rappresentato una quota del prodotto nazionale lordo pressochè identica a quella del 1971. Lo stesso può ripetersi per l'ammontare di nuovo credito concesso al settore delle imprese. Mentre nel 1971 il credito all'industria era considerevolmente aumentato in conseguenza della tendenza da parte delle imprese a ricostituire i loro margini di liquidità, lo scorso anno invece esso ha subito un rallentamento e soltanto il credito al consumo, che viene incluso in questo settore, ha costituito la componente dinamica. Lo scorso anno il fabbisogno finanziario netto delle autorità locali è diminuito in termini assoluti; peraltro il credito al settore edilizio ha continuato ad espandersi in congiunzione con il rialzo dei prezzi dei terreni e dei costi delle costruzioni.

Si deve alle banche la maggior parte dell'espansione del credito totale durante lo scorso anno: esse hanno infatti beneficiato di un maggiore afflusso di depositi. In un periodo in cui la domanda di credito delle imprese non presentava segni di ten-

Svezia: Flussi creditizi netti.

Erogatori di credito	Anni	Utilizzatori di credito				
		Governo	Autorità locali	Edilizia residenziale	Settore delle imprese	Totale
milioni di corone svedesi						
Riksbank . . . . .	1970	1.600	—	30	—	1.630
	1971	1.520	—	30	30	1.520
	1972	— 160	10	—	—	— 170
Banche commerciali . . . . .	1970	— 840	300	1.990	— 140	1.310
	1971	1.220	200	600	3.190	5.210
	1972	1.950	120	1.950	4.050	8.070
Altre banche . . . . .	1970	1.080	220	1.640	1.010	3.950
	1971	— 700	670	1.590	950	2.510
	1972	1.830	450	2.770	1.470	6.520
Istituti pubblici di assicurazione . .	1970	760	690	3.270	2.040	6.760
	1971	950	820	4.140	3.270	9.180
	1972	1.930	770	2.720	2.760	8.180
Istituti privati di assicurazione . . .	1970	370	60	750	710	1.890
	1971	— 90	140	1.740	910	2.700
	1972	460	290	1.420	1.070	3.240
Altri creditori . . . . .	1970	240	10	10	230	490
	1971	— 270	10	40	370	150
	1972	350	40	20	740	1.150
Totale . . . . .	1970	3.210	1.280	7.690	3.850	16.030
	1971	2.630	1.840	8.080	8.720	21.270
	1972	6.340	1.680	8.880	10.090	26.990

sione, le banche commerciali hanno accresciuto il loro credito al consumo e al settore edilizio. Nel contempo esse sono state in grado di acquistare ingenti quantità di titoli di Stato a breve termine per poter adempiere facilmente ai propri obblighi di riserva in contante e in altre attività liquide, oltre che per poter mantenere nel corso dell'anno una posizione netta attiva con la Riksbank. Dall'inizio del 1972 è stato imposto alle casse di risparmio, a quelle rurali e a quella postale l'obbligo di mantenere più elevati rapporti di liquidità, con il risultato che esse hanno considerevolmente aumentato i loro acquisti netti di obbligazioni. Debole, tuttavia, l'andamento del mercato obbligazionario per la riduzione degli acquisti da parte del Fondo Nazionale Pensioni, in conseguenza non della decelerazione nella crescita delle risorse del fondo stesso, ma dell'estinzione di debiti a breve, contratti precedentemente con altre istituzioni finanziarie. In totale le emissioni nette di nuovi titoli obbligazionari sono risultate appena superiori a quelle dello scorso anno. Se, da un canto, le emissioni di Stato si sono notevolmente espanse, dall'altro si è assistito ad una brusca flessione di quelle degli altri principali settori che attingono al mercato. Più di ogni altro ha risentito del ridotto accesso al credito a lungo termine il settore delle costruzioni edilizie, il cui fabbisogno è stato soddisfatto in misura inconsueta dal credito bancario a breve.

Fino alla primavera del 1972 i salari hanno continuato a crescere rapidamente man mano che si facevano sentire gli effetti dei contratti collettivi stipulati nel 1971 per la durata di due anni. Successivamente, non essendovi tensione sul mercato del lavoro, essi hanno presentato un andamento stazionario per un certo periodo di tempo, ma a dicembre le retribuzioni orarie sono risultate di circa l'11% superiori a quelle di un anno prima. L'aumento dei prezzi al consumo ha subito un graduale

rallentamento fin quasi alla fine dell'anno, allorquando si sono fatti maggiormente sentire gli effetti del rialzo dei prezzi dei generi alimentari. Dal gennaio 1973 il governo ha imposto il blocco dei prezzi di gran parte dei generi alimentari, cancellando gli aumenti già concordati e innalzando i contributi agli agricoltori. Al principio del 1973, inoltre, sono entrati in vigore i provvedimenti destinati ad una redistribuzione del carico fiscale. Si è proceduto poi a ridurre alquanto le imposte sul reddito personale e, per compensare la conseguente perdita di entrate, ad innalzare dal 2 al 4% l'imposta su stipendi e salari, oltre che ad aumentare qualche altra imposta indiretta.

A seguito di una forte accelerazione delle esportazioni all'inizio del 1973, la ripresa economica ha infine acquistato forza; peraltro, la debolezza della domanda nel settore delle abitazioni e degli investimenti delle amministrazioni locali ha continuato a frenare il ritmo globale di sviluppo.

*Finlandia.* Dopo un breve marcato rallentamento nel 1971, l'attività economica ha avuto una considerevole ripresa da metà circa del 1972 in poi. La spinta principale è venuta dal forte rilancio della domanda esterna, sebbene anche la spesa per i consumi e l'attività di costruzione residenziale si siano notevolmente rianimate. Molto intenso è stato il ritmo di crescita della spesa pubblica, che ha posto particolarmente l'accento sul settore degli investimenti. D'altra parte, per il secondo anno consecutivo sin dal periodo 1969-70, allorchè si era registrata un'esplosione degli investimenti, le spese per impianti e attrezzature hanno mostrato esigue variazioni, in parte in conseguenza delle incertezze sul futuro dei rapporti commerciali con la Comunità Europea.

I prezzi al consumo sono saliti del 7,3% nel 1972 dopo una certa attenuazione dei controlli sui prezzi e sugli affitti avvenuta nella tarda primavera. In rapida avanzata ancora i salari, sebbene i costi unitari della manodopera siano cresciuti meno velocemente per effetto dell'innalzarsi della produttività. I prezzi all'importazione sono cresciuti rapidamente e quelli all'ingrosso dell'11,5%.

Nel 1972 la politica di bilancio dello stato ha avuto ancora un orientamento all'espansione, specialmente verso la fine dell'anno. L'accelerazione della spesa pubblica ha mirato in parte a ridurre la disoccupazione. Contemporaneamente è aumentata rapidamente la concessione di prestiti da parte dello stato per l'edilizia pubblica per abitazioni. Inoltre, lo stato ha raccolto un maggior quantitativo di fondi all'estero, sì da ridurre il suo indebitamento all'interno, favorendo in tal modo la creazione di condizioni più facili per gli altri utilizzatori del credito.

La politica monetaria è stata orientata verso una cauta espansione; all'inizio del 1972 i saggi d'interesse sono stati abbassati di  $\frac{3}{4}$  di un centesimo di punto, e durante l'anno le quote di credito che la banca centrale può concedere alle banche sono state mantenute relativamente elevate. In conformità della decisione governativa dell'agosto 1971, i fondi precedentemente depositati a fini anticongiunturali presso la Banca di Finlandia sono stati rimborsati nel corso dell'anno in misura pari a MF 590 milioni circa, mentre il conseguente effetto sulla liquidità è stato in gran parte compensato con la vendita di certificati di deposito alle banche. Inoltre si sono incoraggiati gli operatori privati ad assumere debiti all'estero e a giugno 1972 si è eliminato l'obbligo di pagamento anticipato per alcune importazioni. Nello stesso tempo è stato

rimosso il limite globale al credito al consumo e successivamente a luglio si sono facilitate in misura sostanziale le condizioni di pagamento per le vendite a rate. In seguito, al volgere del 1972, la Banca di Finlandia ha invitato le banche a dare maggiore rilievo ai crediti per investimenti, mentre d'altro canto essa ha ridotto la propria partecipazione nell'erogazione creditizia a favore del settore privato.

In previsione di un'ulteriore espansione dell'attività economica, il bilancio per il 1973 contempla una politica moderatamente espansiva nei primi mesi dell'anno, con una graduale conversione verso restrizioni se ciò sia richiesto dagli eventi. L'accento continua ad esser posto sull'obiettivo di ripristinare un elevato livello di occupazione e a tal fine sarà regolata la distribuzione nel tempo delle spese di bilancio, dei sussidi agli investimenti e dei prestiti. A marzo la pressione al rialzo dei prezzi al consumo ha continuato ad essere considerevole, sicchè si sono estesi per un altro anno i controlli sui prezzi e sugli affitti.

*Spagna.* Sotto lo stimolo delle politiche monetaria e fiscale, la ripresa economica, iniziata nell'ultima parte del 1971, è accelerata durante lo scorso anno: gli investimenti industriali, che erano diminuiti nel 1971, si sono rapidamente ripresi, favoriti da un credito di imposta del 7% per le nuove attrezzature ordinate nella prima metà del 1972. I consumi privati hanno subito un'accelerazione e le esportazioni hanno continuato a salire ad un buon ritmo.

Ad una più rapida crescita della produzione si sono accompagnati un rialzo delle importazioni, una costante caduta della disoccupazione nei settori non agricoli e maggiori incrementi salariali, con remunerazioni orarie superiori in media del 16,5% a quelle del 1971. I prezzi al consumo sono aumentati più rapidamente durante l'estate, per raggiungere un saggio annuo di incremento di circa il 9%. In simili circostanze le politiche monetaria e fiscale sono state gradualmente orientate in senso restrittivo; peraltro, in considerazione delle riserve di manodopera disponibili in agricoltura e della solidità della bilancia dei pagamenti, le autorità hanno ritenuto possibile continuare a favorire un elevato grado di crescita economica, mentre sono state applicate misure selettive per contrastare l'inflazione. Tali misure, introdotte a ottobre, includevano tra l'altro la fissazione su base settimanale dei prezzi dei generi alimentari di prima necessità ad opera dei governatori provinciali, riduzioni delle tariffe doganali su una serie di prodotti, allentamento delle restrizioni quantitative alle importazioni e una riforma del sistema di importazioni statali di generi alimentari, riforma che stabilisce il trasferimento alle imprese private della maggior parte di queste operazioni. Questi provvedimenti hanno favorito il rallentamento dell'ascesa dei prezzi al consumo, che a dicembre avevano raggiunto un livello superiore del 7,3% a quello di un anno prima.

Le accresciute entrate fiscali hanno permesso l'anno scorso di riportare in pareggio il bilancio dello Stato dopo il disavanzo del 1971; le autorità hanno anche emesso considerevoli quantità di titoli pubblici per compensare in parte gli effetti sulla liquidità derivanti dal perdurante avanzo con l'estero. Per di più agli inizi dell'anno è stato introdotto l'obbligo del deposito di riserva in contante per le casse di risparmio. Ciò nonostante, l'offerta di moneta, nella sua definizione più ampia, è aumentata del 23% e cioè in misura circa pari a quella del 1971; mentre il credito bancario al settore privato è salito del 22% a fronte del 18% per l'anno precedente. Sebbene questi saggi

d'incremento risultino ancora elevati, le autorità sono state in grado di controllare molto meglio la liquidità bancaria: il saggio di incremento della base monetaria è stato ridotto al 14,6%, a fronte del 22,4% del 1971, e il rapporto liquidità bancaria/depositi, rimasto quasi costante durante il 1971, è sceso nel corso dell'anno dal 5,5 all'1,6%.

Inoltre il settore privato, oltre a fare più ampio ricorso al credito bancario, ha emesso sul mercato un maggiore quantitativo di titoli e si è maggiormente indebitato nei confronti dell'estero. Sembra inoltre che, conformemente agli obiettivi delle autorità, sia avvenuta una diminuzione dei finanziamenti tramite canali privilegiati.

Agli inizi del 1973, una rapida espansione ha contrassegnato l'andamento della domanda e della produzione. Il bilancio dello Stato per il 1973 è stato tracciato con l'intendimento di evitare spinte inflazionistiche all'economia e la politica monetaria ha cercato anche di contenere l'espansione della liquidità. Peraltro, nello stesso tempo, le autorità continuavano a perseguire l'obiettivo di assicurare un soddisfacente saggio di sviluppo economico. Nei primi mesi dell'anno la liquidità bancaria ha ricominciato ad espandersi per effetto dei vasti acquisti di valuta da parte delle autorità. Poiché l'aumento delle passività nette verso l'estero delle banche era divenuto un'importante fonte di creazione di liquidità all'interno, le autorità hanno esteso all'intera consistenza dei depositi bancari in pesetas convertibili di non residenti l'obbligo di riserva al 100% che era stato in precedenza applicato soltanto all'incremento di questi depositi. Le quote obbligatorie degli investimenti bancari da detenere in titoli di stato sono state ridotte in gennaio dal 15 al 14%; inoltre per la prima volta, a marzo, sono stati emessi su larga scala Buoni del Tesoro a tre mesi, inadatti a soddisfare tali percentuali obbligatorie, ed il calcolo delle riserve obbligatorie in contante è stato posto su base giornaliera. In complesso queste misure erano destinate a provocare un significativo drenaggio di liquidità bancaria e costituivano altresì un importante affinamento degli strumenti di politica monetaria.

*Portogallo.* Nello scorso anno si è avuta una ripresa dell'attività produttiva dopo il lieve rallentamento avvenuto nel 1971. In piena ascesa le esportazioni e gli investimenti fissi, mentre hanno continuato a salire anche i consumi privati e pubblici. I prezzi al consumo, dopo la brusca accelerazione del 1971, hanno proseguito nella loro ascesa al saggio annuo di circa il 9%.

Gli acquisti netti di valute estere da parte delle autorità hanno prodotto un ulteriore vasto incremento della liquidità bancaria, che ha più che compensato gli effetti del generale aumento, avvenuto a maggio, di un centesimo di punto nel coefficiente di riserva obbligatoria delle banche. In ulteriore accelerazione durante l'anno il credito bancario al settore privato, come pure la quantità di moneta e quasi moneta detenuta dallo stesso settore, che è salita del 24%, contro il 21% del 1971 e il 13% del 1970. Si è registrato, altresì, un marcato aumento nelle emissioni obbligazionarie ed azionarie, oltre che nei finanziamenti a lungo termine avvenuti attraverso gli istituti speciali di credito, ivi inclusa la Banca Nazionale di Sviluppo.

A giugno, allorché il rialzo dei prezzi era divenuto motivo di preoccupazione, il governo ha introdotto dei massimali sui prezzi di alcuni beni e servizi, assoggettando a revisione gli aumenti di altri prezzi. Nel contempo ha stabilito delle sovrim-

poste sui maggiori redditi personali e di società, introducendo altresì per le vendite di alcuni prodotti un'imposta su beni voluttuari. In conseguenza del rapido aumento delle entrate fiscali e del rallentamento della spesa statale per investimenti, dopo la celere crescita di questi ultimi nel 1971, i conti del Tesoro hanno presentato l'anno scorso un maggiore avanzo globale.

A dicembre del 1972 le autorità hanno annunciato nuove misure antinflazionistiche, che includono alcuni cambiamenti nelle imposte dirette, una imposta sugli autoveicoli e provvedimenti per una politica monetaria restrittiva. Il saggio di sconto della Banca del Portogallo è stato elevato dal 3  $\frac{3}{4}$  al 4% ed anche la maggior parte dei saggi d'interesse attivi e passivi delle istituzioni creditizie ha subito un rialzo. Inoltre, dal gennaio 1973 il coefficiente di riserva obbligatoria è stato innalzato di un punto percentuale. Contemporaneamente la concessione di credito al consumo da parte delle banche, i loro finanziamenti alle importazioni e i loro prestiti a breve ad altre istituzioni creditizie sono stati sottoposti a limiti fissati in rapporto ai loro depositi in moneta interna. Precedentemente, per incoraggiare il risparmio, erano stati introdotti strumenti di deposito comportanti un elevato saggio di remunerazione, destinati al risparmio contrattuale diretto all'acquisto di abitazioni o di azioni ed obbligazioni sull'interno.

*Jugoslavia.* Per effetto dei numerosi provvedimenti restrittivi presi nel 1971, la rapida crescita della domanda ha subito nel 1972 un rallentamento. La spesa globale interna è aumentata del 5% a prezzi costanti, segnando in particolare un incremento degli investimenti fissi di appena il 3%. D'altro canto, grazie alle svalutazioni del dinaro del gennaio e del dicembre 1971, oltre che ai provvedimenti selettivi presi per limitare le importazioni e favorire le esportazioni, il saldo delle partite correnti è passato da un consistente disavanzo nel 1971 ad un notevole avanzo nel 1972. Ne è derivato che il prodotto sociale reale è salito del 6%, contro l'8,5% nel 1971.

Peraltro, il rialzo dei prezzi è risultato ancora considerevole: durante il 1972 il costo della vita è salito del 17%, dopo un aumento del 18% registrato nell'anno precedente. In particolare, i soli prezzi dei generi alimentari hanno fatto un balzo del 20%. Sebbene in linea di principio i prezzi siano rimasti bloccati, è stato tuttavia necessario aggiustarli alla luce dell'andamento dei costi.

L'offerta di moneta durante i dodici mesi terminanti a novembre 1972 si è dilatata del 36%, contro il 15% dell'anno precedente. Tale accelerazione è connessa, in primo luogo, agli ampi acquisti netti di valuta estera, che hanno seguito le considerevoli vendite nette del 1971. D'altro canto, il credito bancario è cresciuto soltanto del 15%, e cioè un po' meno che nell'anno precedente. Ciò rappresenta in certa misura il risultato di vari provvedimenti restrittivi presi a partire dalla primavera, allorché sembrò che la creazione di liquidità attraverso la bilancia dei pagamenti stesse assumendo proporzioni notevoli. Così venne innalzato l'obbligo di riserva, fu rafforzata la vigilanza sulle banche e a settembre si limitò l'espansione del credito bancario sino alla fine dell'anno. Inoltre si sottopose gran parte delle forme di prestito contratto all'estero all'obbligo di deposito in conti infruttiferi presso la Banca Nazionale, in percentuali che andavano fino al 40% e che a dicembre furono elevate ad un limite massimo generale del 75%.

Poichè, peraltro, l'inflazione ha mostrato pochi segni di rallentamento, sono stati introdotti ulteriori provvedimenti nell'ultima parte del 1972 e nei primi del 1973. E' probabile che i più efficaci siano stati quelli presi nel settore salariale: le remunerazioni dei dipendenti del settore dei servizi sono state congelate sino alla fine di giugno; i pagamenti salariali nelle imprese a corto di liquidità e incapaci di far fronte alle passività che venivano a scadenza sono stati decurtati fino al 10% e gli stipendi degli impiegati federali hanno subito pari decurtazione. Inoltre, è stata introdotta un'imposta provvisoria del 4% su alcune importazioni e altre misure sono state prese per frenare gli investimenti improduttivi e il credito al consumo. In aggiunta, alcune repubbliche hanno stabilito delle "imposte di stabilizzazione" su alcuni tipi di spese per consumi e sui redditi più elevati. Infine, a metà febbraio, contemporaneamente ad un'ulteriore svalutazione del dinaro del 10%, in linea con quella del dollaro, si sono compiuti nuovi sforzi per bloccare i prezzi di gran parte dei beni e dei servizi, e questa volta al loro livello di fine dicembre 1972. A maggio questo blocco dei prezzi è stato sostituito da un accordo tra il governo centrale e le singole repubbliche per limitare al 15% l'aumento del costo della vita per il 1973.

Nella primavera del 1973 l'inflazione restava ancora un problema acuto. Le descritte misure salariali, tuttavia, mostrano che esistono le premesse affinché la riduzione del tasso di crescita annuo del reddito individuale dal 30% per il primo trimestre 1972 al 18% dell'ultimo trimestre dello stesso anno, possa continuare. Per quanto riguarda l'annoso problema della "mancanza di liquidità" delle imprese, viene ora applicato un rigoroso sistema di riscossione obbligatoria dei crediti intersocietari, al fine ultimo di raggiungere una più efficiente utilizzazione delle risorse.

Nel maggio 1973 è stato aperto un limitato mercato ufficiale dei cambi come primo passo verso l'attuazione della convertibilità del dinaro. Alle banche che si attengono a determinate norme è consentito di compiere tra loro operazioni nelle più importanti valute convertibili e pertanto non sono più obbligate a trattare solamente con la Banca Nazionale.

*Australia.* Nonostante dalla fine del 1971 in poi la politica monetaria e quella fiscale siano state orientate in senso espansivo, il prodotto nazionale lordo durante la maggior parte del 1972 è cresciuto molto lentamente e la disoccupazione è notevolmente aumentata. I consumi individuali hanno avuto un andamento incerto e gli investimenti produttivi sono diminuiti, dopo una rapida espansione nell'attività edilizia e in quella estrattiva. Peraltro, le esportazioni e l'attività del settore delle costruzioni residenziali hanno continuato a progredire e verso la fine dell'anno, allorchè si è passati ad una politica di maggiore stimolo dell'attività economica, è iniziata una ripresa dei consumi.

Lo scorso anno nelle partite correnti dei conti con l'estero si è registrato un avanzo di \$A 350 milioni, contro il disavanzo di \$A 800 milioni nel 1971. Inoltre, nonostante l'orientamento espansivo della politica monetaria e le misure di controllo dei cambi introdotte a settembre 1972, è proseguito allo stesso elevato saggio del 1971 l'afflusso netto di capitali, che ha raggiunto nel corso dell'intero anno \$A 2 miliardi circa. Di conseguenza le riserve ufficiali in oro e valute estere, dopo essere raddoppiate nel 1971 raggiungendo \$SU 3,3 miliardi, sono ulteriormente salite a \$SU 6,1

miliardi. Il mutamento nel saldo delle partite correnti è parzialmente attribuibile alla debolezza congiunturale delle importazioni e agli aumenti dei prezzi delle esportazioni di merci australiane. Peraltro, non soltanto nel 1970 e nel 1971 si erano registrati disavanzi esigui in rapporto ai livelli del passato, ma per di più il dollaro australiano era uscito dal riallineamento delle monete nel dicembre 1971 con un'effettiva svalutazione globale. E' pertanto in questo contesto generale che nel dicembre 1972 esso è stato rivalutato del 7,05 % nei confronti di altre monete e non ha seguito il dollaro SU nella sua svalutazione del febbraio 1973. In tale quadro va inoltre tenuto presente il relativo apprezzamento dello yen, giacchè negli ultimi anni la quota del Giappone nel totale degli scambi esteri australiani è aumentata in misura molto rapida.

Durante l'anno è stata adottata una serie di provvedimenti di bilancio a fine espansivo, che include maggiori contributi ai governi statali per programmi di opere pubbliche, uno sgravio fiscale del 20 % per gli investimenti nell'industria manifatturiera e una riduzione del 2,5 % della sovrimposta sul reddito personale, insieme ad aumenti nelle prestazioni della sicurezza sociale. E' soprattutto a causa di questi provvedimenti che l'effettivo avanzo di bilancio del governo federale, nell'anno fiscale terminante a giugno 1972, ha raggiunto soltanto \$A 390 milioni, contro \$A 630 milioni originariamente previsti e ragguagliabili a circa il 2 % del prodotto nazionale lordo. Inoltre le proposte di bilancio per il 1972-73, presentate in agosto, hanno incluso sostanziali aumenti nelle pensioni, nei sussidi all'industria e nei trasferimenti a favore dei governi statali, unitamente a una riduzione media del 10 % delle imposte sui redditi individuali, sicchè per il 1972-73 si è previsto un modesto disavanzo interno.

Gli acquisti ufficiali di valuta estera, insieme all'emergente disavanzo del bilancio dello Stato, hanno contribuito a creare un considerevole aumento delle attività liquide dell'economia ed hanno determinato una progressiva caduta dei saggi di interesse. L'offerta di moneta, nella sua definizione più ampia, rispecchiando un mercato rafforzamento della preferenza di liquidità, è salita del 20 % circa, contro soltanto il 9 % del 1971. Il credito bancario al settore privato, in seguito ad un'accelerazione nella seconda metà dell'anno, è salito del 16 %; le banche, peraltro, sono state anche in grado di incrementare i loro averi in attività liquide e titoli di Stato, la cui incidenza globale sul totale dei depositi è passata così dal 34,4 al 38 %.

Agli inizi del 1973 si è assistito ad un rapido estendersi della ripresa economica interna e al dissolversi della disoccupazione. Se le pressioni inflazionistiche nel 1972 si sono alquanto rallentate, con prezzi al consumo in ascesa in misura pari al 4,5 % e redditi salariali medi in aumento del 9 %, recentemente si è avuta invece un'accelerazione dell'andamento al rialzo. Nel periodo gennaio-marzo il saldo delle partite correnti con l'estero ha presentato ancora un avanzo; tuttavia, in parte per effetto dei più rigidi controlli valutari - soprattutto le limitazioni all'acquisizione di crediti all'estero, limitazioni introdotte a settembre e rese progressivamente più restrittive a dicembre e febbraio - si sono sviluppati ingenti deflussi netti di capitali nelle settimane successive alla svalutazione del dollaro statunitense e il saldo globale dei conti con l'estero è passato in deficit. Allorchè sono sorte pressioni dal lato della domanda, le autorità hanno consentito il crearsi di condizioni monetarie di tensione all'interno e in aprile hanno elevato il coefficiente di riserva obbligatoria in contante delle banche commerciali dal 6,6 al 7,6 %.



*Sud Africa.* Le antecedenti politiche di contenimento dirette a controllare gli eccessi di domanda, insieme alla svalutazione del rand del dicembre 1971, hanno favorito lo scorso anno il raggiungimento di un netto miglioramento nella posizione verso l'estero. Le autorità hanno avuto altresì successo nel rallentare l'espansione della spesa pubblica, spostandone il centro focale verso investimenti in infrastrutture. Si è ulteriormente indebolita la crescita dei consumi privati, mentre hanno presentato un andamento stazionario gli investimenti fissi privati e si è assistito ad una riduzione delle scorte, dopo l'accumulazione avvenuta nei tre anni precedenti. Ne risulta, quindi, un insoddisfacente ritmo globale di sviluppo. Nel 1972 i prezzi al consumo sono saliti del 7,4% ma ciò è dovuto in gran parte alla svalutazione e all'aumento dei prezzi dei generi alimentari.

Lo scorso anno, le esportazioni di merci, favorite dagli accresciuti prezzi di mercato e dalla svalutazione, sono aumentate in valore del 36%, mentre il rapido aumento dei prezzi delle importazioni è stato più che compensato dalla caduta del loro volume. Inoltre, a fronte di un aumento di rand 240 milioni del valore di mercato della produzione d'oro, il disavanzo delle partite correnti con l'estero è sceso da rand 1 miliardo circa nel 1971 ad appena rand 100 milioni nello scorso anno. L'afflusso netto di capitali, sebbene inferiore all'elevatissima cifra del 1971, spiega l'aumento di rand 500 milioni avvenuto nelle riserve ufficiali, passate da \$SU 711 milioni a \$SU 1.290 milioni. Agli inizi del 1973, in seguito all'ulteriore aumento delle riserve, tutte le perdite di riserve registrate dall'inizio del 1969 sono state praticamente recuperate. In tale contesto generale, a luglio 1972, sono stati liberalizzati i controlli sulle importazioni introdotti nel novembre 1971.

Le proposte di bilancio del governo per il 1972-73 hanno contemplato misure moderatamente stimolatrici dell'attività economica, che includono incentivi fiscali alle esportazioni e agli investimenti industriali, insieme ad un allentamento dei controlli sull'attività edilizia e delle restrizioni sul credito al consumo. Altre misure riguardano riduzioni selettive delle imposte sulle vendite, aggiustamenti nelle imposte sul reddito personale e una riduzione della sovrimposta rimborsabile ("prestito d'imposta") sui dividendi delle imprese commerciali. Peraltro, le proposte prevedono come misura di salvaguardia contro l'inflazione una più lenta crescita della spesa e una riduzione nel fabbisogno globale di finanziamenti, da integrare con un programma governativo comprendente più flessibili politiche di controllo dell'occupazione e delle importazioni. Nell'ultima parte dell'anno si è deciso di allentare ulteriormente le restrizioni sulle vendite rateali, di ridurre le imposte sulle vendite e di rimborsare in anticipo i proventi bloccati della sovrimposta del 1966 sui redditi.

Nell'anno solare 1972 il disavanzo globale di bilancio del governo ha raggiunto rand 750 milioni, contro rand 845 milioni nel 1971, ed è stato finanziato in ampia misura con strumenti di base monetaria. Peraltro, la liquidità dell'economia è stata accresciuta dall'avanzo esterno e i saggi d'interesse a breve termine sono gradualmente diminuiti. Il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto in agosto dal 6½ al 6% e a ciò ha fatto seguito un generale abbassamento dei saggi bancari attivi e passivi. Inoltre, ad aprile e a settembre, sono stati elevati in due fasi i vecchi massimali imposti sulle erogazioni creditizie bancarie, che sono stati successivamente aboliti a novembre, allorchè vi si è sostituito un sistema di riserve obbligatorie in contante e in liquidità.

Tale cambiamento rappresenta essenzialmente una riforma strutturale, ma i nuovi coefficienti sono stati scelti in maniera tale da lasciare alle banche un'ampia liquidità.

L'offerta di moneta, nella sua più ampia definizione, è cresciuta del 19% circa, contro appena il 7% nel 1971, con un aumento dei depositi bancari a lungo termine del 50% circa. Sebbene il credito delle banche al settore privato abbia subito un'accelerazione nell'ultima parte dell'anno, esso è cresciuto in complesso meno del 12% durante il 1972, sicchè le banche sono state in grado di allargare la consistenza delle loro attività liquide.

Nei primi mesi del 1973 si sono manifestati segni di ripresa economica, pur perdurando un considerevole margine di capacità inutilizzata. Le proposte di bilancio del governo per l'anno terminante a marzo 1974 prevedono un'accelerazione nella spesa del governo, per effetto soprattutto dell'aumento delle retribuzioni dei dipendenti civili e delle pensioni. Gli altri provvedimenti, che mirano a stimolare leggermente l'attività economica, includono sovvenzioni, agevolazioni fiscali per le esportazioni e gli investimenti industriali, riduzioni delle imposte sulle vendite, l'abolizione dell'imposta sui dividendi delle imprese e una riduzione della sovrimposta sui maggiori redditi personali. All'abbassamento del saggio ufficiale di sconto al 5 ½%, avvenuto a marzo, è seguita una riduzione dei saggi bancari attivi. I saggi passivi, peraltro, non sono stati ridotti e piuttosto, per incoraggiare il risparmio, è stato introdotto un nuovo più elevato saggio sui depositi con scadenza superiore ai due anni.

*Europa orientale.* Nell'Unione Sovietica il rallentamento dell'espansione economica, scesa dal 9 e dal 6% dei due anni precedenti al 4% del 1972, ha principalmente rispecchiato la contrazione della produzione agricola causata dalle avverse condizioni atmosferiche. Sebbene la maggior parte dei raccolti ne abbia risentito - e quindi anche la produzione di carne - è stata tuttavia la scarsità del raccolto di cereali che ha causato le peggiori conseguenze, rendendo necessarie considerevoli importazioni per coprire la carenza della produzione. Per il secondo anno consecutivo si è registrato un rallentamento della produzione industriale, risultata lievemente inferiore agli obiettivi fissati lo scorso anno soprattutto per effetto dell'insufficienza della produzione di beni di consumo. Tra le cause di questa decelerazione vanno anche annoverate sia le sfavorevoli condizioni atmosferiche in inverno, che hanno ostacolato l'attività edilizia, sia un relativamente basso aumento degli investimenti industriali nel 1971. Un altro fattore è rappresentato poi dal rallentamento dello sviluppo della produttività, passato da circa il 7% nel 1970 al 5,2% nel 1972, in parte per effetto della priorità accordata agli investimenti diretti all'ampliamento della capacità produttiva rispetto ai progetti per la razionalizzazione dei processi produttivi o per il rinnovo degli impianti, e in parte anche per gli scarsi progressi realizzati nell'impiego più economico delle materie prime. Gli investimenti fissi globali sono cresciuti del 6,6%, contro il 7,3% nel 1971 e l'11,5% nel 1970, sebbene gli investimenti industriali da soli siano aumentati in misura pari al 16%. Il saggio di sviluppo dei redditi salariali delle famiglie è stato pari a quello del 1971 (6,2%), ma lo sviluppo del reddito monetario totale è disceso dal 7,2 al 6,8%. In generale i prezzi sono rimasti relativamente stabili e i consumi reali sono cresciuti di circa il 4%, contro il 5,2% nel 1971. Secondo il piano economico per il 1973 il saggio complessivo di sviluppo dovrebbe risalire in concomitanza con la ripresa della produzione agricola. Quest'anno, inoltre, l'obiettivo di

crescita nell'industria è del 5,8%, contro un risultato effettivo del 6,5% nel 1972, e un'importanza relativamente maggiore sarà data alla produzione di beni strumentali.

Nel 1972, dopo un anno di rallentamento, si è registrata nella *Repubblica Democratica Tedesca* un'accelerazione dell'espansione economica. I dati non ancora completi indicano che tale cambiamento è stato in parte il risultato della ripresa della produzione agricola dopo tre anni di cattivi raccolti. Nonostante la perdurante scarsità di manodopera, anche la produzione industriale è cresciuta ad un ritmo più rapido di quello dell'anno precedente, soprattutto per effetto di un più equilibrato approvvigionamento di energia e di materiali e di un aumento del 5,5% nella produttività del lavoro. La disponibilità di maggiore capacità produttiva ha inciso in misura più limitata del solito, a causa del ristagno degli investimenti avvenuto nel 1971. Nel 1972 gli investimenti hanno ripreso la loro espansione, sebbene l'aumento del 3% appaia ancora piuttosto basso in rapporto ai passati livelli. Sembra inoltre che lo sviluppo della produzione di beni di consumo abbia subito un'accelerazione in risposta agli stimoli provenienti dalle autorità pubbliche. Gli aumenti salariali, i miglioramenti negli esborsi per prestazioni sociali e l'incremento delle vendite di prodotti agricoli hanno determinato una crescita del 5-6% nei redditi monetari delle famiglie; e poichè i prezzi sono rimasti su livelli stazionari, anche il reddito reale è cresciuto ad un saggio pressochè uguale. Parimenti l'incremento nel totale delle vendite al minuto è risultato del 6%, e cioè considerevolmente superiore a quello degli anni precedenti, mentre le vendite di prodotti non alimentari sono aumentate quasi del 9%. In complesso i risultati effettivamente conseguiti hanno pertanto confermato il raggiungimento degli obiettivi posti dalle autorità per la realizzazione di un più elevato tenore di vita, obiettivi verso cui tende anche il piano economico per il 1973, che per la prima volta contempla un aumento della produzione di beni di consumo (7,1%) superiore a quello della produzione di beni strumentali (4,9%). Per il 1973 sono stati stabiliti dei traguardi generali lievemente più alti dei risultati raggiunti nel 1972.

**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		1971	1972
	1971	1972	1971	1972	1971	1972		
aumenti annuali reali, in percento								
Bulgaria . . . . .	9,5	8,3	3,0	4,8	5,9	.	7,0	7,0 <sup>2</sup>
Cecoslovacchia . . . . .	6,9	6,4	3,2	3,6	9,7	9,4	5,2	5,7
Polonia . . . . .	8,3	10,8	3,7	8,1	8,0	14,4 <sup>2</sup>	8,2	9,0 <sup>2</sup>
Repubblica Democratica Tedesca . . . . .	5,6	6,3	- 0,9	.	5,3	4,3 <sup>2</sup>	4,5	5,4
Romania . . . . .	11,7	11,7	18,4	9,0	9,3	7,5	12,8	10,0
Ungheria . . . . .	7,0	5,6	9,2	4,0	7,0	1,0	6,5	5,0 <sup>2</sup>
URSS . . . . .	7,7	6,5	1,1	- 5,0 <sup>2</sup>	8,8	9,0	6,0 <sup>2</sup>	4,0 <sup>2</sup>

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

Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1972*.

In *Polonia* i buoni raccolti, l'ampia capacità produttiva e l'intensa domanda finale hanno concorso a determinare nel 1972 una considerevole espansione econo-

mica. La produzione industriale ha tratto beneficio dalla ripresa degli investimenti avvenuta nel 1971, dalla migliore utilizzazione degli impianti esistenti e da un aumento delle forze di lavoro del 4,5 % dovuto ad una più flessibile disciplina dell'occupazione. Inoltre la produttività del lavoro nell'industria ha subito un ulteriore considerevole rialzo salendo del 6%. In conformità degli obiettivi di politica economica, la produzione di beni di consumo è cresciuta ad un ritmo più rapido di quella dei beni strumentali, aumentando nel 1972 dell'11%, contro una crescita dell'8% nel 1971 e un saggio medio di incremento del 6,5% nel periodo 1965-70. Contemporaneamente gli investimenti fissi hanno compiuto un balzo in avanti del 21,5%, dopo essere aumentati del 7,7% nel 1971. In parte per effetto dell'accresciuto reddito derivante dalla produzione agricola, ma anche più in generale per la politica di distribuzione, il reddito monetario della popolazione è salito del 15%, e le vendite al minuto del 12,6%. Poichè, dato il blocco in vigore, il livello dei prezzi è rimasto stabile, sembra che il tenore di vita abbia subito un considerevole miglioramento. D'altro canto la pressione congiunta della domanda di consumi e di investimenti ha superato la capacità produttiva ed ha richiesto pertanto un rapido aumento delle importazioni, che sono state finanziate parzialmente sui mercati europei. Quest'anno si stanno creando su base sperimentale delle imprese pilota, in cui viene attribuita agli amministratori locali una maggiore responsabilità in materia di investimenti e di lavoro e si consente di ancorare il livello dei salari al rendimento dell'impresa stessa. Il piano economico prevede per il 1973 obiettivi di sviluppo generale più elevati di quelli del 1972, ma inferiori ai risultati effettivi dell'anno scorso, e pone ancora l'accento sullo sviluppo della produzione di beni di consumo.

In *Cecoslovacchia*, l'anno scorso, si è avuto un ulteriore miglioramento della produzione agricola, mentre sono stati presi nuovi provvedimenti per estendere le coltivazioni collettive e per accentrare la direzione delle aziende. D'altra parte nel settore industriale si è assistito ad un ulteriore declino dei saggi di espansione economica: i problemi più gravi sono stati ancora la scarsità di fonti di energia, l'insufficiente utilizzazione dei beni strumentali e la scarsità di manodopera. La politica del governo attribuisce grande importanza all'aumento della produttività del lavoro nel settore industriale, che ancora una volta è cresciuta considerevolmente (del 5,8%). Non hanno incontrato grande successo gli sforzi compiuti per razionalizzare l'impiego delle materie prime. Lo sviluppo degli investimenti totali, che era in lieve rallentamento dopo la punta del 1969, è risalito l'anno scorso all'8,3%. L'aumento dei salari (5%) è risultato inferiore a quello della produttività, e la differenza è stata impiegata per aumentare le prestazioni sociali. L'espansione del reddito monetario complessivo delle famiglie è stata del 5,8%, mentre quella dei consumi privati è risultata appena inferiore. I prezzi al consumo, bloccati fin dal 1970, sono scesi di poco, ma l'offerta di beni di consumo, sebbene maggiore che in precedenza, ha presentato alcune discrepanze nei confronti della domanda. Poichè si è ad un livello di piena utilizzazione delle risorse produttive, il piano economico per il 1973 mira a mantenere saggi di sviluppo molto simili a quelli del 1972 e a dare maggiore rilievo alla produzione di beni strumentali.

In *Ungheria*, tra la fine del 1971 e l'inizio del 1972 le autorità hanno rafforzato le restrizioni creditizie e i controlli sulle importazioni dopo che erano notevolmente cresciuti gli investimenti e il volume degli acquisti dall'estero. L'obiettivo era di man-

tenere gli investimenti su un elevato livello e, più in generale, di dare priorità ai miglioramenti strutturali piuttosto che all'espansione. Ne è risultato che gli investimenti fissi sono scesi del 2% per effetto di un rallentamento occorso durante l'anno sia nella domanda per impianti ed attrezzature, sia nell'attività edilizia. L'occupazione nell'industria è scesa alquanto, mentre la produttività del lavoro è migliorata del 6,5% e cioè in misura lievemente inferiore a quella dell'anno precedente. Pure inferiore agli anni precedenti è stato l'aumento del reddito reale pro capite e delle vendite al minuto, cresciuti entrambi del 3-3,5%. Un motivo di preoccupazione è derivato dall'aumento dei prezzi al minuto — non superiore in media al 3% ma considerevolmente più alto per alcuni generi di prima necessità — e dall'allargarsi del divario tra tipi diversi di reddito. In conseguenza di ciò i prezzi di alcuni generi alimentari fondamentali sono stati bloccati e nel 1973 si è fatto ricorso ad aumenti selettivi dei salari, dei sussidi sociali e dei saggi di imposizione fiscale al fine di ridurre le disparità di reddito. In generale saranno rafforzati i controlli da parte del governo e assumerà una maggiore importanza la pianificazione a livello centrale. Inoltre, al fine di promuovere la cooperazione internazionale, sono state emanate nuove norme per la formazione di società in compartecipazione con imprese straniere. Il piano economico per il 1973 prevede un ritmo di sviluppo economico lievemente più basso, ma una ripresa degli investimenti in misura pari al 3%.

In *Romania* la crescita della produzione agricola ha subito nel 1972 un rallentamento, dopo i notevoli raccolti del 1971. Peraltro, la produzione industriale ha continuato a svilupparsi ad un ritmo altrettanto rapido che nell'anno precedente. La spesa per investimenti fissi è salita nuovamente del 10,5% nonostante che la produzione di materiali per l'edilizia sia risultata inferiore al livello programmato. La produzione di beni di consumo è cresciuta più lentamente, mentre hanno continuato a scarseggiare alcuni prodotti tra cui i generi alimentari. Poichè talune di queste insufficienze sono dovute a difficoltà nella distribuzione, sono stati presi alcuni provvedimenti per aumentare l'efficienza del sistema distributivo. Il volume di affari del commercio al minuto si è sviluppato nel 1972 del 6,3% e cioè in misura appena inferiore all'aumento del 7,5% registrato nei redditi monetari delle famiglie. Nel dicembre 1972 la Romania è stata il primo paese membro del Comecon ad entrare a far parte del FMI e della BIRS; la sua quota nel Fondo è stata fissata a DSP 190 milioni. Al fine di promuovere la cooperazione internazionale, è stato portato avanti, mediante l'emana-zione di opportune norme, il programma concernente le società d'investimento in compartecipazione tra imprese nazionali ed estere. Il piano economico per il 1973 prevede il proseguimento dell'espansione del prodotto materiale netto in misura pari al 10% circa, con un'accelerazione del 14,7% della crescita del prodotto industriale lordo, a fronte di un effettivo incremento dell'11,7% realizzato nel 1972.

In *Bulgaria* il reddito nazionale si è sviluppato per il terzo anno consecutivo al saggio del 7%. Tale risultato è dovuto al miglior andamento dell'agricoltura, nonostante le condizioni atmosferiche meno favorevoli. Nel settore industriale, si è assistito ad un lieve rallentamento del ritmo di crescita, sebbene in generale esso si sia mantenuto su un livello relativamente elevato. La decelerazione registrata lo scorso anno può, d'altronde, spiegarsi con l'effettiva flessione degli investimenti nel 1971 e con gli squilibri derivanti da una rapida industrializzazione. Si è registrata, altresì, una crescente scarsità di manodopera, unitamente ad un'elevata rotazione di lavora-

tori; sicchè, per superare alcune di queste difficoltà, sono stati rafforzati i controlli sulle imprese e si è proceduto a sostanziali miglioramenti nei salari e negli incentivi speciali. Inoltre, in base al piano economico per il 1973, viene favorita la produzione di beni di consumo. Nel 1972 la produttività nel settore industriale è cresciuta del 5,9%, mentre nel complesso dell'economia i salari reali, per effetto della stabilità dei prezzi al minuto, sono saliti in media di circa il 2,5%. Peraltro il reddito reale totale pro capite è aumentato del 4% e cioè in misura inferiore agli anni precedenti, lasciando così più spazio agli investimenti, che sono infatti cresciuti dell'11% circa. Il piano economico per il 1973 prevede un aumento del reddito nazionale di circa l'8%.

### III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

In linea con la nuova espansione dell'economia, nel 1972 il commercio mondiale, dopo il rallentamento dell'anno precedente, ha registrato un incremento più rapido, cosicchè il volume annuo degli affari in termini di dollari ha raggiunto il livello di \$374 miliardi. Il complesso degli scambi mondiali si sta ormai avvicinando ad una quota trimestrale di \$100 miliardi, cifra indicativa delle ampie oscillazioni nei pagamenti oggi possibili attraverso sfasamenti nei termini per il regolamento degli acquisti e vendite all'estero. All'inizio degli anni sessanta il volume del commercio mondiale era in media pari a circa un terzo dell'attuale.

L'aumento in termini di valore, aggiratosi l'anno scorso intorno al 17%, ha superato di quasi 5 punti percentuali l'analogo dato dell'anno precedente. La maggior crescita è in gran parte connessa col volume degli scambi, ampliatisi del 10%, in confronto al 5,75% dell'anno prima. I valori unitari delle merci a mercato internazionale si sono dilatati del 6,5%, ossia dell'1,5% in più che nel 1971. L'andamento dei prezzi, all'inizio influenzato soprattutto dalla svalutazione del dollaro del 1971, ha rispec-

Commercio mondiale.<sup>1</sup>

Aree	Esportazioni (f. o. b.)		Importazioni (c. l. f.)		Saggi d'incremento delle						
					esportazioni		importazioni				
	1971	1972	1971	1972	1971	1972	1971	1972			
				miliardi di dollari SU				percentuali			
<b>Aree sviluppate</b>											
<b>Europa<sup>2</sup></b>											
Paesi CEE . . . . .	100,9	123,0	99,1	117,3	14,0	22,0	12,0	18,5			
Paesi EFTA . . . . .	47,9	55,2	55,2	64,1	12,0	15,0	9,0	16,0			
Altri paesi <sup>3</sup> . . . . .	6,7	8,5	12,2	14,6	17,5	26,5	9,0	18,5			
<b>Totale . . . . .</b>	<b>155,5</b>	<b>186,7</b>	<b>166,5</b>	<b>196,0</b>	<b>13,5</b>	<b>20,0</b>	<b>11,0</b>	<b>17,5</b>			
Stati Uniti . . . . .	43,5	48,0	48,3	58,9	2,0	12,5	14,0	22,0			
Canada . . . . .	17,6	20,1	16,8	20,5	9,0	14,0	16,0	22,0			
Giappone . . . . .	24,0	28,7	19,7	23,5	24,5	19,0	4,5	19,0			
Altri paesi <sup>4</sup> . . . . .	9,4	11,6	12,2	12,0	9,0	24,0	10,0	-1,5			
<b>Totale<sup>5</sup> . . . . .</b>	<b>250,4</b>	<b>296,5</b>	<b>263,5</b>	<b>310,4</b>	<b>12,0</b>	<b>18,5</b>	<b>11,0</b>	<b>18,0</b>			
(Indice volume 1970 = 100) . . . . .	(106,3)	(115,9)	(105,8)	(115,7)	(6,5)	(9,0)	(6,0)	(9,5)			
<b>Altre aree</b>											
(Indice volume 1970 = 100) . . . . .	61,5	69,8	62,9	71,1	12,0	13,5	12,0	13,0			
(Indice volume 1970 = 100) . . . . .	(104,4)	(118,1)	(107,7)	(120,0)	(4,5)	(13,0)	(7,5)	(11,5)			
<b>Totale complessivo<sup>6</sup> . . . . .</b>	<b>311,9</b>	<b>366,3</b>	<b>326,4</b>	<b>381,5</b>	<b>12,0</b>	<b>17,5</b>	<b>11,5</b>	<b>17,0</b>			
(Indice volume 1970 = 100) . . . . .	(105,5)	(115,8)	(106,0)	(116,4)	(5,5)	(10,0)	(6,0)	(10,0)			

<sup>1</sup> Rappresenta il 90% circa del commercio mondiale, in quanto le importazioni e le esportazioni delle economie pianificate sono comprese soltanto nella misura in cui esse si riflettono negli scambi con il resto del mondo.  
<sup>2</sup> Aree economiche alla fine di dicembre 1972. <sup>3</sup> Grecia, Irlanda, Jugoslavia, Malta, Spagna. <sup>4</sup> Australia, Israele, Nuova Zelanda, Sud Africa. <sup>5</sup> Il totale può non coincidere con la somma delle singole voci poichè solo i dati regionali, ma non quelli nazionali, sono stati rettificati su base uniforme.

chiato in modo più marcato il forte gonfiamento dei prezzi dei prodotti di base, in coincidenza con il progressivo rafforzamento dell'espansione dell'attività economica mondiale e quindi degli scambi. In ogni modo, considerate le ripercussioni che la svalutazione del dollaro - del 9% effettivo tra la metà del 1970 e la metà del 1972 - ha avuto sui prezzi, non appare del tutto sorprendente l'aumento complessivo del 12% registrato negli ultimi due anni nei prezzi mondiali in dollari delle merci scambiate. La seconda svalutazione del dollaro al principio del 1973, unitamente al persistente clima inflazionistico, costituirà un'ulteriore spinta all'accrescimento dei prezzi in dollari delle merci a mercato internazionale.

In termini di valore, il commercio dei paesi sviluppati si è dilatato l'anno scorso del 18%, mentre quello dei paesi in via di sviluppo è aumentato del 13%. In volume, tuttavia, è avvenuto l'inverso, in quanto i prezzi delle importazioni e delle esportazioni del secondo gruppo di paesi hanno registrato mediamente una modesta variazione in termini di dollari.

Gli acquisti all'estero dei paesi industrializzati hanno subito un'accelerazione, con le rilevanti eccezioni dell'Australia e del Sud Africa, le cui importazioni sono diminuite a causa del costante rallentamento economico interno. Un balzo in avanti particolarmente accentuato ha segnato il Giappone - da un aumento del 4,5% nel 1971 ad uno del 19% l'anno passato. In Europa, sia l'area dell'EFTA che quella della CEE hanno registrato un accentuato aumento delle importazioni tra il 1971 e il 1972: dal 9 al 16% e dal 12 al 18,5% rispettivamente. Tra i paesi EFTA si sono avute accelerazioni particolarmente rilevanti in Austria, Svizzera e Regno Unito, mentre nella CEE la Francia e l'Italia hanno presentato incrementi insolitamente ampi. Tra i paesi europei diversi da quelli della CEE o dell'EFTA, la crescita delle importazioni ha riguardato principalmente la Spagna. Tanto il Canada che gli Stati Uniti hanno segnato un aumento pari al 22%, e ciò sotto l'influsso della ripresa interna.

Quanto alle esportazioni, l'espansione massima del 22% si è avuta nella CEE, all'interno della quale tutti i paesi membri hanno registrato alti saggi di incremento.

**Sviluppo delle esportazioni dalle principali aree industriali.<sup>1</sup>**

Esportazioni da	Anni	Esportazioni verso						Totale
		Paesi CEE	Paesi EFTA	America del Nord <sup>2</sup>	Giappone	Altri paesi sviluppati <sup>3</sup>	Altre aree	
percentuali rispetto all'anno precedente, basate sul valore in dollari								
Paesi CEE . . .	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	17,5	13,5	17,0
	1971	15,0	12,5	18,0	— 4,5	11,0	12,5	14,0
	1972	22,5	25,5	17,0	24,5	23,0	15,5	22,0
Paesi EFTA . .	1970	15,0	19,5	3,0	14,5	11,0	8,5	13,0
	1971	8,5	11,5	16,5	6,5	11,5	15,5	12,0
	1972	17,5	20,0	18,0	20,0	7,5	8,5	15,0
America del Nord	1970	23,5	18,5	3,5	33,0	22,0	16,5	14,5
	1971	— 1,0	— 5,0	14,5	—10,5	5,0	2,5	4,0
	1972	5,0	6,5	18,0	22,0	12,5	10,0	13,0
Giappone . . . .	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
	1972	34,5	42,5	19,0	—	18,0	13,5	19,0

<sup>1</sup> Aree economiche alla fine di dicembre 1972. <sup>2</sup> Escluso il Messico. <sup>3</sup> Compresi i paesi menzionati nelle Note 3 e 4 della tabella a pagina 97 e quelli a economia pianificata.



Le esportazioni EFTA si sono pure dilatate con ritmo più rapido, sebbene abbiano in certa misura risentito del debole andamento delle vendite RU. Il saggio di crescita di quelle giapponesi è sceso dal 24,5% nel 1971 al 19% nel 1972; un rallentamento nelle vendite dirette verso il Nord America è stato in parte compensato da un'accelerazione di quelle verso l'Europa. Le esportazioni dal Nord America si sono intensificate, passando da un incremento totale del 4% nel 1971 ad uno del 13% l'anno scorso. Le vendite SU al Giappone si sono ampliate notevolmente nella misura del 22%, dopo una contrazione del 13% nel 1971.

*Bilance dei pagamenti.* Con l'avanzare del 1972 i sintomi di un avvio nel processo di aggiustamento delle transazioni correnti, in particolare di quelle commerciali, sono apparsi assai modesti. Dopo l'accordo smithsoniano si era ammesso che nel breve periodo gli effetti delle sfavorevoli ragioni di scambio avrebbero predominato su quelli di riequilibrio del volume, tanto nei paesi svalutanti, quanto nei paesi rivalutanti. Tuttavia verso la fine dell'anno, la reazione nei volumi degli scambi ai nuovi prezzi relativi era ancora molto limitata o addirittura inesistente. Infatti in Giappone e in Germania l'avanzo commerciale aumentava, mentre negli Stati Uniti il disavanzo si ampliava notevolmente. Questo fatto ha minato la fiducia nella sopravvivenza ultima del riallineamento smithsoniano delle parità valutarie e lo ha reso ancor più vulnerabile a nuove crisi. In autunno il problema era "quando", piuttosto che "se".

I dati finali delle bilance dei pagamenti delle principali aree industriali hanno denunciato un grave squilibrio nella situazione degli scambi nel 1972. Nella bilancia commerciale, la variazione più importante dell'anno scorso è stata l'aumento, superiore a \$4 miliardi, del deficit conseguito dagli Stati Uniti. Anche il Regno Unito ha registrato un forte deterioramento con uno spostamento di \$2,5 miliardi dall'avanzo al disavanzo, che ha costituito il motivo principale dell'incremento di \$1,8 miliardi del deficit dell'area EFTA. L'avanzo del Canada si è contratto di quasi \$0,9 miliardi, mentre d'altra parte l'eccedenza della CEE è aumentata di \$3 miliardi, grazie soprattutto all'andamento in Germania e nei Paesi Bassi. L'avanzo del Giappone ha raggiunto i \$9 miliardi, ossia \$1,2 miliardi in più rispetto al 1971. Complessivamente, l'avanzo commerciale dei più importanti paesi industriali è diminuito di \$2,6 miliardi, scendendo a \$8,3 miliardi nel 1972.

Mentre le variazioni delle bilance commerciali dei paesi industriali si sono in certa misura compensate tra loro, i saldi delle transazioni invisibili sono in generale peggiorati. Il disavanzo SU è cresciuto di \$1,1 miliardi, quelli del Canada e del Giappone di \$0,1 e di \$0,3 miliardi rispettivamente. L'incremento degli esborsi netti della Germania e della Francia hanno causato un deterioramento di \$1,7 miliardi della posizione della CEE. Solamente l'EFTA ha segnato un miglioramento di \$0,5 miliardi dovuto soprattutto all'aumento dei saldi attivi del conto turismo dell'Austria, della Svizzera e del Portogallo. L'avanzo globale di parte corrente nei confronti del resto del mondo nel 1972 è caduto bruscamente da \$8 miliardi a \$2,7 miliardi.

Quanto alle transazioni in capitali, spicca la diminuzione di \$13,2 miliardi del disavanzo SU, che è ammontato ancora nel 1972 a \$6,7 miliardi. Il deflusso netto di ampiezza eccezionale dell'anno di crisi 1971 aveva lasciato sperare che nel 1972 vi sarebbero stati significativi riflussi di fondi, ma ciò non si è verificato e l'uscita netta

di capitali è stata l'anno scorso più rilevante che nel 1969 e nel 1970. La bilancia canadese dei capitali è passata dal deficit all'avanzo con uno spostamento di \$ 1,1 miliardi, ma queste variazioni del Nord America sono state in buona parte compensate da movimenti verificatisi in altre aree industriali. L'eccedenza giapponese di \$ 1,9 miliardi del 1971 si è trasformata in un disavanzo di \$ 2 miliardi, mentre uno spostamento di quasi analoga entità si è avuto nella CEE, dove l'avanzo netto di \$ 3,8 miliardi del 1971 è praticamente scomparso; infatti, i deflussi netti dall'Italia sono saliti di \$ 2 miliardi, mentre la Francia e i Paesi Bassi sono passati in passivo, con inversioni di \$ 1,2 e 0,9 miliardi rispettivamente; solo l'avanzo della Germania è aumentato di \$ 1,2 miliardi. Anche l'EFTA ha registrato una notevole contrazione degli afflussi netti di capitali, da \$ 3,7 miliardi nel 1971 a \$ 1,2 miliardi l'anno passato, a causa soprattutto della riduzione di \$ 2,5 miliardi nelle entrate nette della Svizzera. Complessivamente, si è quindi avuta nel 1972 un'altra considerevole uscita netta (\$ 7 miliardi) di capitali dalle più importanti aree industriali verso il resto del mondo.

Per il secondo anno consecutivo il saldo globale delle principali aree sviluppate, comprese assegnazioni di DSP per circa \$ 2 miliardi, si è chiuso in disavanzo. La diminuzione di \$ 8 miliardi del deficit SU è stata più che compensata dalla contrazione delle eccedenze del Giappone, della CEE e dell'EFTA, per cui il saldo passivo globale di \$ 2,3 miliardi ha superato di \$ 0,7 miliardi quello del 1971.

Nell'esposizione che segue, relativa agli sviluppi dei singoli paesi, i dati dei maggiori Stati dell'Europa occidentale sono presentati in termini di valute nazionali.

Bilance dei pagamenti delle principali aree industriali.

Voci	Anni	Stati Uniti	Canada	Giappone	CEE	EFTA	Totale
		in miliardi di dollari SU					
Saldo commerciale . . .	1970	+ 2,2	+ 3,0	+ 4,0	+ 5,7	- 5,0	+ 9,9
	1971	- 2,7	+ 2,6	+ 7,8	+ 7,9	- 4,7	+ 10,9
	1972	- 6,8	+ 1,7	+ 9,0	+ 10,9	- 6,5	+ 8,3
Servizi e trasferimenti . .	1970	- 1,8	- 2,0	- 2,0	- 4,0	+ 5,5	- 4,3
	1971	- 0,1	- 2,2	- 2,0	- 4,9	+ 6,3	- 2,9
	1972	- 1,2	- 2,3	- 2,3	- 6,6	+ 6,8	- 5,6
Bilancia corrente . . .	1970	+ 0,4	+ 1,0	+ 2,0	+ 1,7	+ 0,5	+ 5,6
	1971	- 2,8	+ 0,4	+ 5,8	+ 3,0	+ 1,6	+ 8,0
	1972	- 8,0	- 0,6	+ 6,7	+ 4,3	+ 0,3	+ 2,7
Movimenti netti di capitali . . . . .	1970	- 5,1	+ 0,7	- 0,6	+ 4,3	+ 2,6	+ 1,9
	1971	- 19,9	- 1,0	+ 1,9	+ 3,8	+ 3,7	- 11,5
	1972	- 6,7	+ 0,1	- 2,0	+ 0,4	+ 1,2	- 7,0
Assegnazioni di DSP . .	1970	+ 0,8	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,7	+ 0,5	+ 2,2
	1971	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,8	+ 0,4	+ 1,9
	1972	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,5	+ 2,0
Saldo complessivo* . .	1970	- 3,9	+ 1,8	+ 1,5	+ 6,7	+ 3,6	+ 9,7
	1971	- 22,0	- 0,5	+ 7,8	+ 7,4	+ 5,7	- 1,6
	1972	- 14,0	- 0,4	+ 4,8	+ 5,3	+ 2,0	- 2,3

\* Pari alle variazioni nelle attività ufficiali nette e nelle posizioni nette esterne delle banche commerciali, secondo le definizioni della sorveglianza multilaterale (esclusi gli utili di rivalutazione dell'oro e delle attività ufficiali nette con garanzia aurea e, ove possibile, della posizione netta globale verso l'estero) ad eccezione degli Stati Uniti, per i quali rappresenta il saldo netto di liquidità.

Le bilance dei pagamenti di tutti gli altri paesi sono analizzate in termini di dollari, mentre i riferimenti agli scambi mercantili si basano sempre sui dati doganali in valuta nazionale, eccettuati i casi della Grecia e della Turchia. I saldi globali attengono alle variazioni delle attività ufficiali nette (comprese le assegnazioni di DSP) e delle posizioni nette verso l'estero delle banche commerciali, salvo che nei casi degli Stati Uniti, Regno Unito, Turchia e Jugoslavia; essi escludono generalmente mutamenti nella valutazione degli averi in oro e in attività ufficiali nette basate sull'oro, che siano causati da variazioni delle parità. Per quanto possibile, sono state anche escluse altre variazioni di valutazione riguardanti le posizioni ufficiali, le posizioni delle banche e quindi i saldi globali (come, in particolare, per quei paesi le cui bilance dei pagamenti sono espresse in valuta nazionale). Ciò, unitamente a diversità di elaborazioni statistiche di alcune voci, spiega le differenze tra i saldi globali esposti in questo capitolo e quelli del capitolo IV.

*Stati Uniti.* Un fattore fondamentale che ha condotto alla seconda svalutazione del dollaro del 13 febbraio 1973 è rappresentato dal forte peggioramento della bilancia commerciale SU durante il 1972. Complessivamente, nel corso dell'anno le esportazioni sono cresciute del 14% in valore e del 10,5% in volume, a fronte di corrispondenti incrementi nelle importazioni pari al 22,5% ed al 13,5%. Di conseguenza, il disavanzo commerciale (escluse le transazioni militari) si è ampliato a \$6,8 miliardi da \$2,7 miliardi nel 1971.

Gli aspetti principali di tale deterioramento sono stati esaminati nel capitolo I. Qui si tenterà di stabilire a grandi linee le ragioni per le quali il risultato dell'anno scorso si è tanto discostato dalle previsioni basate sul riallineamento smithsoniano. I fattori aventi maggiore influenza sono stati quattro. Anzitutto, gli sviluppi congiunturali possono aver causato un peggioramento di \$2 miliardi circa, ossia il doppio rispetto alle previsioni, la differenza essendo attribuibile in buona parte al vigore della ripresa dell'attività economica statunitense. In secondo luogo, vi è l'influenza delle variazioni nei tassi dei cambi, i cui effetti in volume e in valore tendono nel breve periodo a operare in direzioni opposte. Nella fattispecie, le stime denotano che l'influenza positiva esercitata sul volume dall'allineamento stesso è stata piuttosto limitata (circa \$1 miliardo) e si è concentrata sulle esportazioni. D'altra parte, l'andamento negativo delle ragioni di scambio può aver cagionato un aggravamento di \$2,5 miliardi. Nel complesso, l'influsso negativo si è ragguagliato a \$1,5 miliardi, cioè triplo rispetto alle previsioni, a motivo della scarsa prontezza con cui il volume degli acquisti all'estero si è adeguato, nel breve periodo, ai nuovi prezzi relativi. Al terzo posto, sono due fattori particolari: il contraccolpo degli effetti degli scioperi del 1971, che può aver prodotto un miglioramento di \$0,7 miliardi, all'incirca pari alle aspettative, ed un ulteriore introito, lieve quanto impreveduto, derivante soprattutto dalle cospicue vendite all'estero di grano. A parte ciò, rimane un deterioramento residuo di quasi \$1,5 miliardi, assai più ampio del previsto. Le accresciute importazioni di petrolio sono ammontate a \$1,1 miliardi, avendo conseguito un incremento quasi doppio rispetto all'anno precedente, ma a parte ciò, permane un'evoluzione negativa di \$1 miliardo circa, leggermente inferiore a quella registrata dal 1965 in avanti. In totale, l'attuale deterioramento complessivo è ascenso a quasi \$4,2 miliardi, laddove le previsioni effettuate alla fine del 1971 indicavano una cifra di \$1,75 miliardi. La differenza

di circa \$ 2,5 miliardi deriva principalmente da una dilatazione delle importazioni più ampia del previsto.

Pure in contrasto con le aspettative è stato il peggioramento della bilancia delle partite invisibili, che l'anno scorso si è aggirato intorno a \$ 1 miliardo, ed ha causato un disavanzo di \$ 1,2 miliardi. Ci si attendeva che gli introiti in valuta straniera originati dalle società SU operanti all'estero aumentassero notevolmente con la ripresa dell'attività, specialmente essendo espressi in dollari deprezzati; in effetti i proventi da investimenti sono invece saliti solo di \$ 0,9 miliardi, in confronto a \$ 1,5 miliardi nel 1971. Inoltre, le uscite relative a investimenti esteri negli Stati Uniti si sono accresciute di \$ 1 miliardo per effetto dell'incremento dei saggi SU di interesse a breve termine e dell'ampliamento delle passività verso non residenti. Pertanto il saldo dei redditi da capitale, che negli anni precedenti erano stati una fonte di crescenti entrate, si è alquanto deteriorato e a causa di una contrazione di \$ 0,8 miliardi nelle vendite di attrezzature militari e di altre piccole variazioni, la bilancia corrente si è chiusa l'anno scorso con un saldo passivo globale di \$ 8 miliardi, ossia di \$ 5,2 miliardi più elevato che nel 1971.

D'altra parte, i deflussi netti di capitale (compresi errori ed omissioni ed eccettuati i flussi "liquidi") si sono contratti da \$ 19,9 miliardi a \$ 6,7 miliardi. Il disavanzo del conto capitali a lungo termine è caduto a \$ 1,3 miliardi nel 1972 da \$ 6,5 miliardi nell'anno precedente. All'incirca la metà del miglioramento è da ascrivere al marcato incremento degli acquisti di titoli SU da parte di stranieri, ragguagliatisi l'anno scorso a \$ 4,5 miliardi. Gli investimenti diretti SU all'estero sono scesi di \$ 1,4 miliardi, passando a \$ 3,3 miliardi, mentre gli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti si sono dilatati di \$ 0,4 miliardi. Le transazioni del governo SU stavano anch'esse tornando in equilibrio: il disavanzo ha infatti registrato una riduzione da \$ 2,4 miliardi del 1971 a soli \$ 1,4 miliardi. Poichè il miglioramento conseguito nel conto capitali a lungo termine ha compensato il deterioramento in quello delle transazioni correnti, il saldo passivo di \$ 9,2 miliardi registrato l'anno scorso nella bilancia di base è all'incirca pari a quello dell'esercizio precedente.

Il deflusso netto nella voce "errori ed omissioni" si è ridotto da \$ 11,1 miliardi a \$ 3,8 miliardi. Pur tenendo conto dell'ampiezza di tale variazione, il fatto che il deflusso sia continuato riflette le persistenti incertezze gravanti sul dollaro. Dopo un riflusso di \$ 0,9 miliardi nel primo trimestre, gli esborsi netti sono ammontati in media a \$ 1,6 miliardi in ciascuno dei tre trimestri successivi, mentre il deflusso di capitali illiquidi a breve termine registrati ha segnato solamente una modesta contrazione (\$ 0,8 miliardi) in confronto al 1971, dovuta essenzialmente ad una riduzione del credito commerciale.

Tenuto conto della distribuzione di DSP, il saldo netto delle risorse liquide si è chiuso con un disavanzo di \$ 14 miliardi, a fronte di un passivo di \$ 22 miliardi nel 1971, di \$ 3,9 miliardi nel 1970 e di \$ 3,4 miliardi in media nel periodo 1965-69.

Il saldo dei flussi liquidi privati è passato da un disavanzo di \$ 7,8 miliardi nel 1971 ad un'eccedenza di \$ 3,7 miliardi l'anno scorso, principalmente per effetto dei movimenti nei fondi bancari. La variazione attiene in gran parte all'inversione da creditoria a debitoria della posizione netta delle banche SU nei confronti delle loro

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.\*

Voci	1971	Anno	1972				1973 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari							
<b>Merchi (f.o.b.)</b>							
Esportazioni . . . . .	42.790	48.840	11.660	11.560	12.380	13.240	15.340
Importazioni . . . . .	45.455	55.655	13.490	13.340	13.905	14.920	16.260
Saldo . . . . .	- 2.665	- 6.815	- 1.830	- 1.780	- 1.525	- 1.680	- 920
<b>Altre partite correnti</b>							
Spese militari . . . . .	- 2.895	- 3.540	- 885	- 955	- 850	- 850	.
Turismo e trasporti . . . . .	- 2.430	- 2.585	- 665	- 645	- 615	- 660	.
Interessi e dividendi . . . . .	+ 7.995	+ 7.900	+ 1.880	+ 1.785	+ 1.925	+ 2.310	.
Altri servizi . . . . .	+ 745	+ 820	+ 200	+ 190	+ 205	+ 225	.
Rimesse . . . . .	- 1.530	- 1.555	- 390	- 380	- 370	- 415	.
Donazioni ufficiali . . . . .	- 2.045	- 2.210	- 600	- 535	- 540	- 535	.
Totale . . . . .	- 160	- 1.170	- 460	- 540	- 245	+ 75	.
Bilancia corrente . . . . .	- 2.825	- 7.985	- 2.290	- 2.320	- 1.770	- 1.605	.
<b>Capitali a lungo termine</b>							
Governo SU . . . . .	- 2.380	- 1.370	- 345	- 95	- 320	- 610	.
Investimenti diretti . . . . .	- 4.830	- 3.015	- 1.625	+ 250	- 880	- 760	.
Titoli . . . . .	+ 1.375	+ 3.885	+ 675	+ 605	+ 820	+ 1.785	.
Altri flussi . . . . .	- 620	- 760	- 130	- 105	- 195	- 330	.
Totale . . . . .	- 6.455	- 1.260	- 1.425	+ 655	- 575	+ 85	.
Saldo di base . . . . .	- 9.280	- 9.245	- 3.715	- 1.665	- 2.345	- 1.520	.
<b>Capitali privati non liquidi a breve termine</b>							
Errori ed omissioni . . . . .	- 11.055	- 3.805	+ 940	- 1.310	- 1.825	- 1.610	.
Assegnazioni di DSP . . . . .	+ 720	+ 710	+ 180	+ 180	+ 175	+ 175	-
Saldo liquido netto . . . . .	- 22.000	- 13.975	- 3.105	- 2.205	- 4.500	- 4.165	- 6.800
<b>Capitali privati liquidi</b>							
Crediti . . . . .	- 1.075	- 1.140	- 675	+ 195	- 615	- 45	- 1.555
Debiti . . . . .	- 6.690	+ 4.815	+ 555	+ 1.190	+ 440	+ 2.630	- 1.870
Totale . . . . .	- 7.765	+ 3.675	- 120	+ 1.385	- 175	+ 2.585	- 3.425
<b>Transazioni inerenti alle riserve ufficiali</b>							
Saldo . . . . .	- 29.765	- 10.300	- 3.225	- 820	- 4.675	- 1.580	- 10.225

\* Sulla base delle transazioni, rettificata per variazioni stagionali.

filiali estere e di quella delle banche straniere operanti negli Stati Uniti nei riguardi delle proprie sedi centrali ubicate in altri paesi. La massa degli afflussi, concentrata nel quarto trimestre, era originata per gran parte da transazioni con il Canada ed il Giappone; mentre negli Stati Uniti i saggi di interesse a breve termine erano in aumento, nei predetti due paesi si mantenevano stabili.

Il saldo delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali si è chiuso pertanto con un passivo di \$10,3 miliardi, dovuto per oltre tre quarti alle transazioni correnti. Nel 1971 invece esso si era ragguagliato a \$29,8 miliardi, da attribuirsi solo per un decimo al conto partite correnti.

Il saldo passivo dei pagamenti si è notevolmente ampliato nel primo trimestre del 1973. Il disavanzo delle transazioni inerenti a riserve ufficiali si è portato a \$10,2 miliardi, pari all'incirca al deficit complessivo del 1972. I flussi di capitali liquidi privati vi hanno concorso per un terzo, avendo subito un'inversione di \$5,9 miliardi rispetto al trimestre precedente. Il deficit degli altri movimenti di capitali si è ampliato di circa \$3 miliardi ed ha raggiunto il livello di \$5,5 miliardi. La maggior parte dei deflussi di capitali si è concentrata in due periodi - in febbraio prima della svalutazione e all'inizio di marzo, prima dell'aggiustamento valutario. La fuga dal dollaro si è verificata nonostante un sostanziale miglioramento della bilancia corrente. Il disavanzo commerciale è sceso a \$920 milioni da \$1.680 milioni nel quarto trimestre del 1972, in quanto le esportazioni si sono dilatate notevolmente, di \$2,1 miliardi, pari al 16%, nel trimestre. Più di metà di tale incremento è derivato da un balzo delle vendite all'estero di prodotti agricoli, i cui prezzi sono stati in forte ascesa. Di contro, le importazioni sono aumentate di \$1,3 miliardi, ossia del 9%. Il miglioramento della posizione commerciale SU concerne principalmente gli scambi con l'Europa occidentale e con il Giappone. In aprile, grazie ad un ulteriore spiccato miglioramento, la bilancia commerciale si è portata in attivo per \$0,2 miliardi. Le esportazioni sono aumentate del 2% rispetto a marzo e le importazioni si sono ridotte del 2,5%.

*Canada.* Dopo aver conseguito saldi attivi di \$1.010 milioni nel 1970 e di \$390 milioni nel 1971, la bilancia corrente è passata l'anno scorso a un deficit di \$585 milioni. Il capovolgimento è da imputare al settore commerciale, in quanto le transazioni non mercantili hanno registrato solamente una modesta variazione. Il fenomeno riflette non solo la posizione del Canada tra i protagonisti della ripresa congiunturale, ma anche le ripercussioni di vasti scioperi che hanno provocato perdite definitive in alcune esportazioni, e gli effetti dell'apprezzamento del dollaro canadese tra il 1970 e la fine del 1972. Nel primo trimestre del 1973 il saldo delle partite correnti rettificato su base stagionale si è ulteriormente deteriorato. Il disavanzo è salito a \$290 milioni circa da \$45 milioni nel trimestre precedente, soprattutto a causa di un rallentamento delle vendite all'estero. Su base non rettificata il deficit corrente è pervenuto a quota \$450 milioni, di poco inferiore cioè a quella del primo trimestre del 1972.

Le importazioni l'anno scorso hanno continuato ad espandersi, registrando durante l'anno un saggio di crescita del 20% in valore e del 16% in volume; sebbene l'espansione sia stata alquanto generale, un ruolo preponderante hanno avuto i prodotti finiti, sia i beni di consumo che d'investimento. Le vendite di merci all'estero si sono ampliate del 12,5% in valore e del 9,5% in volume, cioè con saggi quasi doppi rispetto al 1971. Le esportazioni verso gli Stati Uniti sono salite del 16%, mentre quelle dirette ad altri paesi sono aumentate del 5,5%. L'incremento delle vendite è stato assai discontinuo nel 1972, poichè gli scioperi in Canada e all'estero hanno distorto nel corso dell'anno le normali correnti degli scambi.

Nel 1970 e nel 1971 gli afflussi di capitali a lungo termine si erano contratti in misura notevole in quanto le autorità, tenuto conto dell'eccedenza delle partite correnti, avevano invitato le province e le imprese di grandi dimensioni a preferire le fonti interne di finanziamento. Pur rimanendo tale indirizzo immutato l'anno scorso, molte province e municipalità hanno nuovamente fatto ricorso a finanziamenti esteri, a

motivo dell'ampliamento del divario nei saggi d'interesse a lungo termine rispetto agli Stati Uniti, nonchè dei saggi considerevolmente più bassi di cui fruivano le emissioni in marchi tedeschi e in franchi svizzeri sul mercato internazionale. Inoltre, alcuni prenditori di prestiti nel Canada hanno desiderato mantenere la loro presenza sui mercati internazionali dei capitali. In relazione a ciò, i nuovi prestiti contratti all'estero dagli enti citati si sono raggugliati nel 1972 a \$1.360 milioni, contro \$740 milioni nel 1971. L'altro importante cambiamento riguarda le operazioni relative alle obbligazioni canadesi in essere, che l'anno passato hanno prodotto un afflusso netto di \$230 milioni, dopo un deflusso di entità quasi uguale nel 1971. Le entrate nette complessive di capitali a lungo termine sono ammontate a \$1.790 milioni, ossia \$1.400 milioni in più rispetto al 1971.

D'altra parte, gli afflussi netti a lungo termine sono stati compensati quasi per intero dai deflussi a breve termine; tali movimenti di fondi, per lo più non registrati, erano da ascrivere in parte agli sviluppi sui mercati dei cambi durante il periodo stesso. Il saldo complessivo si è chiuso con un passivo di \$435 milioni, simile a quello del 1971. Nel primo trimestre 1973 le transazioni in capitali hanno di nuovo registrato un'eccedenza molto modesta, sicchè il saldo passivo globale si è portato a \$430 milioni, risultando lievemente superiore a quello del corrispondente periodo di un anno prima; ma occorre tener presente che nel 1973 non vi è stata assegnazione di DSP.

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

Voci	1971	Anno	1972 <sup>2</sup>				1973 <sup>3</sup> 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU <sup>4</sup>							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	18.480	21.040	4.790	5.290	5.130	5.830	6.080
Importazioni . . . . .	15.890	19.300	4.520	4.740	4.830	5.210	5.670
Saldo . . . . .	+ 2.590	+ 1.740	+ 270	+ 550	+ 300	+ 620	+ 410
Servizi e trasferimenti.	- 2.200	- 2.325	- 585	- 565	- 510	- 665	- 700
Bilancia corrente . .	+ 390	- 585	- 315	- 15	- 210	- 45	- 290
Bilancia corrente non rettificata . .	+ 390	- 585	- 465	- 95	- 60	+ 35	- 450
Conto capitali a lungo termine . . . . .	+ 390	+ 1.790	+ 335	+ 640	+ 270	+ 545	+ 20
Bilancia di base . .	+ 780	+ 1.205	- 130	+ 545	+ 210	+ 590	
Conto capitali a breve termine <sup>5</sup> . . . . .	- 1.380	- 1.755	- 350	- 795	- 390	- 220	
Assegnazioni di DSP .	+ 115	+ 115	+ 115	-	-	-	
Saldo complessivo .	- 485	- 435	- 365	- 250 <sup>6</sup>	- 180	+ 360	- 430

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> I dati trimestrali relativi alla bilancia corrente sono rettificati su base stagionale. <sup>3</sup> Conversione a tassi trimestrali medi a pronti. <sup>4</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>5</sup> Escluso l'utile di \$135 milioni risultante dalla rivalutazione dell'oro e delle attività ufficiali nette a garanzia aurea del maggio 1972.

*Giappone.* Un fenomeno importante che ha minato la fiducia nel riallineamento smithsoniano è costituito dal massiccio avanzo commerciale del Giappone, rimasto costante lungo tutto il corso dell'anno passato. Esso si è portato nel 1972 a \$9 miliardi,

ossia a \$1,2 miliardi in più rispetto all'anno precedente, malgrado un'espansione più rapida del previsto della domanda interna nel secondo semestre.

La rivalutazione di una moneta spesso tende a migliorare momentaneamente la bilancia commerciale, in quanto l'effetto positivo delle ragioni di scambio viene compensato solo gradualmente dall'incremento delle importazioni e dalla contrazione delle vendite verso l'estero. Nel caso del Giappone, infatti, questa è la ragione principale della persistente sostenutezza della bilancia commerciale. Il miglioramento delle ragioni di scambio nel 1972 rispetto all'anno precedente è asceso al 4,5%; in termini di dollari i prezzi delle importazioni sono saliti dell'8%, mentre quelli delle esportazioni sono cresciuti del 13%, tenuto conto del ribasso dei prezzi espressi in yen, all'incirca pari al 3%. La ragione per cui l'aumento in volume delle vendite è risultato assai minore che nel 1971, passando infatti dal 17,5% al 5,5%, può essere in certa misura ricercata nella reazione, abbastanza tipica, delle esportazioni giapponesi di fronte alla marcata ripresa della domanda interna.

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

Voci	1971	1972	1971		1972		1973
			1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre	1° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	23.565	28.080	10.655	12.910	12.490	15.590	7.410
Importazioni . . . . .	15.780	19.080	7.855	7.925	8.805	10.275	6.335
Saldo . . . . .	+ 7.785	+ 9.000	+ 2.800	+ 4.985	+ 3.685	+ 5.315	+ 1.075
Servizi e trasferimenti							
. . . . .	- 1.990	- 2.345	- 1.105	- 885	- 1.505	- 840	- 540
Bilancia corrente . . . . .	+ 5.795	+ 6.655	+ 1.695	+ 4.100	+ 2.180	+ 4.475	+ 535
Conto capitali a lungo termine . . . . .	- 1.080	- 4.470	- 15	- 1.065	- 1.495	- 2.975	- 2.205
Bilancia di base . . . . .	+ 4.715	+ 2.185	+ 1.680	+ 3.035	+ 685	+ 1.500	- 1.670
Conto capitali a breve termine <sup>2</sup> . . . . .	+ 2.960	+ 2.455	+ 1.215	+ 1.745	+ 605	+ 1.850	+ 705
Assegnazione di DSP	+ 130	+ 130	+ 130	-	+ 130	-	-
Saldo complessivo	+ 7.805	+ 4.770	+ 3.025	+ 4.780	+ 1.420 <sup>3</sup>	+ 3.350	- 965 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>3</sup> Escluse le stime di utili per \$135 e 205 milioni rispettivamente derivanti dalla rivalutazione dell'oro e delle attività ufficiali nette garantite da oro, che ha avuto luogo alla fine di gennaio 1972 e in febbraio e marzo 1973.

Gli effetti del riallineamento sono evidentissimi nella distribuzione geografica delle correnti commerciali. In valore, le esportazioni verso gli Stati Uniti sono aumentate più lentamente, mentre quelle dirette all'Europa occidentale sono cresciute rapidamente, salendo del 40% nel 1972 e raggiungendo quota \$5 miliardi. Appare chiaro lo sforzo compiuto dagli esportatori giapponesi nella ricerca di nuovi sbocchi per compensare in parte le sfavorevoli prospettive del commercio con gli Stati Uniti.

Le importazioni sono aumentate con un ritmo via via più intenso nell'anno sotto rassegna. In termini di volume, rettificati per variazioni stagionali, si sono registrati saggi annui di incremento del 13,5 e del 21,5% rispettivamente nel primo



e nel secondo semestre 1972, in corrispondenza col progressivo sviluppo della ripresa economica e dell'accumulazione di scorte. Nell'arco dell'anno tuttavia, l'elasticità delle importazioni rispetto al reddito si è attestata sull'1,4, in confronto all'1,6 nel 1966, anno di risveglio economico pressochè simile.

Nonostante incrementi negli esborsi per turismo e trasferimenti governativi, nel 1972 il disavanzo delle partite invisibili si è ampliato solo lievemente rispetto al 1971 grazie alle maggiori entrate relative al reddito da investimenti. In complesso, quindi, le partite correnti hanno conseguito un avanzo più cospicuo che nell'anno precedente: \$6,7 miliardi contro \$5,8 miliardi.

Tuttavia, l'avanzo della bilancia di base si è più che dimezzato rispetto al 1971. In effetti l'ammontare del deflusso netto di capitali a lungo termine è stato di \$4,5 miliardi nel 1972, cioè quadruplo se raffrontato all'anno precedente. Seguendo gli indirizzi della politica ufficiale, la partecipazione giapponese al finanziamento di prestiti internazionali si è ampliata ed i residenti hanno incrementato i loro acquisti di titoli esteri. Nel contempo, l'inasprimento dei controlli sui cambi è valso a frenare gli afflussi di fondi.

Le entrate di capitali a breve termine (compresi errori ed omissioni) si sono ragguagliate alla considerevole cifra di \$2,5 miliardi, nonostante la reintroduzione alla fine di febbraio - dopo la loro abolizione all'inizio dell'anno - di misure di restrizione dei pagamenti anticipati per esportazioni giapponesi, principale fonte di tali entrate.

Nel novembre 1972 il Parlamento ha approvato un vasto programma inteso a conseguire una riduzione dell'avanzo commerciale. Sono state adottate misure sia per incoraggiare le importazioni (principalmente riduzioni nelle tariffe, ampliamenti delle quote degli acquisti contingentati e facilitazioni più ampie per i pagamenti) sia per ridurre le esportazioni (tra l'altro, limitazioni quantitative di alcuni prodotti fondamentali e inasprimento delle condizioni dei crediti all'esportazione). Tali misure, unitamente alla persistente pressione della domanda interna e ad acquisti su larga scala di prodotti fondamentali, contribuiscono a spiegare la contrazione dell'eccedenza commerciale nel primo trimestre 1973, scesa a \$1,1 miliardi da \$1,7 miliardi l'anno prima. Malgrado il disavanzo di \$0,5 miliardi delle partite invisibili, il saldo corrente ha registrato entrate nette per \$0,6 miliardi. La riduzione dell'avanzo corrente è stata accompagnata da un brusco spostamento nel conto capitali, passato in deficit in conseguenza degli stretti controlli valutari sugli afflussi e della liberalizzazione dei deflussi: gli esborsi netti relativi alle transazioni a lungo termine si sono ragguagliati a \$2,2 miliardi, mentre gli introiti di quelle a breve termine sono ammontati a \$0,7 miliardi, causando nel trimestre un disavanzo di \$1,5 miliardi, contro una posizione di quasi pareggio nell'anno precedente. Il saldo globale ha così registrato un deficit di circa \$1 miliardo, a fronte di un saldo attivo di entità quasi pari nel primo trimestre del 1972. In aprile si è registrato un altro saldo complessivo globale di circa \$1,2 miliardi, causato in massima parte dalla eliminazione dei precedenti sfasamenti nei termini di pagamento e da cospicui esborsi di capitali a lungo termine.

*Regno Unito.* La bilancia globale ha registrato l'anno scorso un saldo passivo di £720 milioni, ossia uno spostamento di £2.465 milioni nel corso dell'anno. Il peggio-

ramento concerne sia il conto capitali che le partite correnti. L'avanzo di parte corrente di £1.045 milioni conseguito nel 1971 è scomparso, mentre gli afflussi netti in conto capitale del 1971, di £575 milioni, hanno ceduto il passo l'anno scorso ad un deflusso netto di fondi di £880 milioni.

Era prevedibile che ai risultati eccezionalmente buoni del 1971, dovuti sia al rallentamento interno che al miglioramento delle ragioni di scambio, facesse seguito un capovolgimento della bilancia corrente. Infatti, la bilancia è peggiorata molto celermente, malgrado l'economia stesse operando ancora al disotto della capacità

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

Voci	1971	1972	1971 <sup>2</sup>		1972 <sup>2</sup>		1973 <sup>2</sup>
			1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre	1° trimestre
milioni di sterline							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	8.795	9.135	4.255	4.540	4.490	4.645	2.630
Importazioni <sup>3</sup> . . . . .	8.480	9.830	4.200	4.280	4.665	5.165	2.995
Saldo . . . . .	+ 315	- 695	+ 55	+ 260	- 175	- 520	- 365
Servizi e trasferimenti							
. . . . .	+ 730	+ 730	+ 370	+ 360	+ 350	+ 380	+ 175
Bilancia corrente . .	+ 1.045	+ 35	+ 425	+ 620	+ 175	- 140	- 190
Bilancia corrente non rettificata. . .	+ 1.045	+ 35	+ 415	+ 630	+ 135	- 100	- 345
Movimenti di capitali							
A lungo termine ufficiali							
Investimenti esteri nel Regno Unito . . . . .	+ 1.180	+ 755	+ 740	+ 440	+ 345	+ 410	+ 355
Investimenti privati RU all'estero . . . . .	- 855	- 1.350	- 450	- 405	- 645	- 705	- 365
Indebitamento netto in valute estere di banche RU per il finanziamento di investimenti RU all'estero . . . . .	+ 275	+ 715	+ 165	+ 110	+ 350	+ 365	+ 145
Credito commerciale . .	- 260	- 80	- 175	- 85	- 40	- 40	- 65
Altri capitali non bancari a breve . . . . .	+ 110	- 60	+ 110	-	+ 10	- 70	- 20
Totale . . . . .	+ 180	- 270	+ 300	- 120	- 60	- 210	- 5
Partita bilanciante. . .	+ 395	- 610	+ 265	+ 130	- 370	- 240	+ 265 <sup>4</sup>
Assegnazioni di DSP .	+ 125	+ 125	+ 125	-	+ 125	-	-
Saldo complessivo .	+ 1.745	- 720	+ 1.105	+ 640	- 170	- 550	- 85

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> I dati relativi alla bilancia corrente sono rettificati su base stagionale. <sup>3</sup> Include pagamenti frazionati per aerei militari e missili SU. <sup>4</sup> Comprende il debito di £38 milioni rappresentante il pagamento per garanzie sui saldi in sterline.

produttiva. Il deterioramento, che ha riguardato soprattutto gli scambi di merci, ha avuto inizio nei primi mesi del 1972. Nonostante un ulteriore limitato miglioramento delle ragioni di scambio, aggiuntosi a quello del 9% conseguito successivamente al 1969, la bilancia delle partite visibili ha segnato nel primo semestre 1972 un saldo negativo di £175 milioni, a fronte del quale sta l'ecedenza di £260 milioni del se-

condo semestre del 1971. Il volume delle esportazioni si è contratto al tasso annuale del 4%, mentre quello delle importazioni si è incrementato del 17%. Quantunque il prodotto nazionale lordo non abbia denotato una netta tendenza all'aumento fino al secondo semestre, la spesa per beni di consumo si è dilatata in misura ragguardevole a partire dall'inizio dell'anno. D'altra parte si è assistito ad una rapida diminuzione delle scorte che ha influito notevolmente sulle importazioni. Gli scioperi interni e la debolezza della domanda dei paesi produttori di materie prime — dovuta in parte a restrizioni delle importazioni — hanno indubbiamente contribuito al peggioramento della bilancia commerciale. Lo spostamento sembra tuttavia doversi attribuire soprattutto al ritardo con cui si è verificato l'adeguamento del volume delle correnti commerciali alla posizione progressivamente meno competitiva del Regno Unito.

Le entrate nette relative alle partite invisibili hanno di nuovo più che compensato il disavanzo commerciale nei primi sei mesi dell'anno, cosicchè la bilancia corrente ha ottenuto un'eccedenza di £175 milioni.

La fiducia nella sterlina è stata tuttavia scossa dall'affievolirsi degli introiti commerciali e dall'intensificarsi delle pressioni sui salari e sui prezzi. E' parso altresì chiaro che le autorità intendevano perseguire una politica interna espansionistica. Perciò non deve sorprendere che al deterioramento delle partite correnti si sia unito un sostanziale deflusso di capitali. Nel primo trimestre vi è stata ancora un'entrata netta di fondi pari a £70 milioni (compresa la partita bilanciante), che pure costituiva una notevole variazione rispetto all'afflusso di £495 milioni registrato nel corrispondente periodo dell'anno prima. Il conto capitali è passato in disavanzo nel secondo trimestre, segnando un passivo di £495 milioni in confronto all'eccedenza di £70 milioni nel medesimo periodo del 1971.

Tale andamento è stato essenzialmente la risultante di due fattori: da un lato, gli investimenti esteri nel Regno Unito sia nel settore pubblico che in quello privato si sono ridotti da £740 milioni nel primo semestre 1971 a £345 milioni nel primo semestre 1972 e dall'altro, nello stesso periodo, la partita bilanciante ha registrato una rapida inversione da £265 milioni di attivo a £370 milioni di passivo. Gli investimenti del RU sull'estero si sono ampliati in misura ragguardevole, ma la crescita è stata quasi pari all'aumento dei prestiti netti in valuta estera accesi per finanziare gli investimenti stessi, sicchè il disavanzo netto di £295 milioni risultante da queste due voci nella prima metà del 1972 è stato di sole £10 milioni più elevato di quello registrato nel primo semestre 1971.

Nella seconda metà del 1972 la bilancia corrente ha denunciato un disavanzo di £140 milioni, con uno spostamento di £315 milioni dalla posizione raggiunta nella prima metà dell'anno. Le vendite di merci all'estero hanno ristagnato in termini di volume e perciò il lieve progresso complessivo è dovuto esclusivamente all'aumento dei valori unitari. Questo ha costituito un risultato negativo proprio al momento in cui il commercio mondiale si stava espandendo molto rapidamente. E' ammissibile che le due settimane e mezzo di sciopero dei portuali in luglio e agosto abbiano provocato perdite nelle esportazioni e che la ripresa interna abbia anch'essa assorbito alcune potenziali esportazioni. Le importazioni hanno continuato a dilatarsi vigorosamente al saggio annuo del 20% circa in termini di valore, metà

del quale attiene a incremento in volume ed il resto alla svalutazione della sterlina nonchè all'aumento dei prezzi delle merci.

Per la prima volta dal 1966 l'avanzo delle partite invisibili non si è ampliato, complessivamente esso si è infatti ragguagliato, come nel 1971, a £730 milioni. Il disavanzo del conto governativo si è accresciuto, in parte per effetto dei più alti costi in sterline delle spese militari all'estero. L'avanzo netto su interessi, profitti e dividendi è passato da £465 a 435 milioni, i guadagni delle società estere nel Regno Unito sono aumentati, mentre le compagnie petrolifere RU operanti all'estero hanno subito una diminuzione dei loro profitti compensata in parte dall'aumento degli introiti in sterline ottenuti da compagnie appartenenti ad altri settori. Si sono pure avuti incrementi nel reddito netto delle riserve ufficiali, grazie ai maggiori saggi di interesse esteri, e nei guadagni relativi ai servizi di natura finanziaria e all'aviazione civile. D'altro canto, il disavanzo derivante dai servizi delle navi cisterna si è ampliato e l'avanzo sul conto viaggi si è ridotto, dopo vari anni consecutivi di incrementi.

In seguito alla fluttuazione della sterlina, il livello molto alto dei saggi d'interesse del Regno Unito ha attratto una grande quantità di fondi esteri sia sotto forma di investimenti diretti che di portafoglio. Nel complesso tuttavia, il conto capitali ha segnato un ulteriore peggioramento nel secondo semestre del 1972 rispetto al corrispondente periodo del 1971, per cui il saldo attivo di £10 milioni si è trasformato in un passivo di £450 milioni. Lo spostamento è da attribuire principalmente a variazioni nella partita bilanciante che, come nel primo semestre del 1972, ha registrato un deficit, passando da introiti per £130 milioni nel secondo semestre 1971 a esborsi netti per £240 milioni durante lo stesso periodo del 1972. Nel terzo trimestre si è rilevato un avanzo temporaneo dovuto all'effetto positivo dello sciopero dei portuali sugli sfasamenti nei termini di pagamento, nonchè probabilmente alla liquidazione di operazioni speculative. In ogni caso esso si è poi convertito in un sostanziale deficit (£435 milioni) nel quarto trimestre, quando il dollaro era relativamente forte. Il disavanzo originato dalla differenza tra le uscite per investimenti privati RU all'estero e le entrate relative ai prestiti netti in valuta estera, ampliandosi di £45 milioni rispetto al medesimo periodo del 1971, ha raggiunto il livello di £340 milioni. L'importo totale degli investimenti RU privati sull'estero, dilatatosi in relazione alla decisione di far parte della CEE, si è portato durante l'anno a complessive £1.350 milioni, di £500 milioni circa superiore rispetto al 1971.

Il deficit delle partite commerciali ha continuato ad aumentare nel primo trimestre del 1973, ma tale incremento è stato largamente provocato da un marcato spostamento negativo delle ragioni di scambio. I prezzi delle importazioni erano di circa il 10% più elevati rispetto alla media dei due trimestri precedenti ed il volume di esse è salito del 6%. Di contro, i prezzi delle esportazioni si sono incrementati solamente del 3% e si è avuta una incoraggiante crescita del loro volume pari all'11%. Il disavanzo corrente rettificato su base stagionale, di £190 milioni, è risultato di quasi £120 milioni più elevato rispetto alla media trimestrale registrata tra luglio e dicembre 1972. I movimenti di capitali identificati erano all'incirca in pareggio: un elemento significativo è dato dal balzo degli investimenti stranieri nel settore petrolifero RU, connesso allo sfruttamento dei giacimenti di petrolio e di gas del Mare del Nord. Tenuto conto di una voce attiva bilanciante assai cospicua, il saldo passivo globale si è ridotto a £85 milioni.

*Germania.* L'andamento della bilancia commerciale tedesca è stato, l'anno scorso, un altro degli elementi che hanno fatto dubitare della capacità di sopravvivenza del riallineamento smithsoniano. Complessivamente, l'eccedenza commerciale dell'anno è ascesa a DM 26,4 miliardi, superiore di DM 3,8 miliardi rispetto a quella del 1971. Per di più il miglioramento si è accentuato nel corso dell'anno: in particolare il saldo attivo ha raggiunto nel quarto trimestre il massimo livello senza precedenti di DM 9 miliardi. In generale, si ammetteva ovviamente che dopo la rivalutazione l'avanzo commerciale potesse temporaneamente aumentare, fino all'adeguamento del volume delle esportazioni e delle importazioni ai nuovi prezzi relativi. Ma proprio tale aggiustamento non è sembrato concretizzarsi nel corso dell'anno.

Il miglioramento da un anno all'altro delle ragioni di scambio si è parzialmente raggugliato al 3% cioè alla metà dell'effettiva rivalutazione del marco tedesco nel corso del periodo stesso. I prezzi delle importazioni sono scesi del 2%, mentre quelli delle esportazioni sono saliti dell'1%. Gli acquisti all'estero si sono dilatati del 7% in valore e del 9,5% in volume. Tale risultato appare più modesto delle previsioni, secondo le quali l'economia tedesca avrebbe subito un'energica spinta interna verso l'alto. In realtà, l'espansione della domanda interna reale si è alquanto contratta durante quasi tutto il 1972, per cui l'elasticità delle importazioni è rimasta invariata rispetto al 1971. L'assunto di un aggiustamento differito nei volumi, è tuttavia smentito dal fatto che l'espansione del volume delle importazioni è calato tra il primo ed il secondo semestre dell'anno, dal 10,5 all'8%. Quanto alle esportazioni, nonostante la rivalutazione, la Germania è riuscita a conservare in termini di volume la propria quota dei mercati. Particolari fattori hanno causato lo spostamento di alcune esportazioni oltre la fine del 1971, ma ciò non è sufficiente a spiegare il brillante risultato dell'anno scorso. Il saggio d'incremento da un anno all'altro nelle vendite all'estero si è raggugliato al 9,5% in termini di valore ed all'8,5% in termini di volume, in confronto a saggi dell'8,5% e del 6,5%, rispettivamente, nel 1971. Per di più, il volume delle esportazioni si è accresciuto fino a registrare un'espansione dell'11% nel secondo semestre dell'anno rispetto ad un aumento di solo il 6% nella prima metà, assumendo così un andamento opposto a quello delle importazioni. Inoltre le commesse estere a ditte tedesche erano nel quarto trimestre 1972 superiori del 35% a quelle del corrispondente periodo dell'anno precedente.

Mentre l'incremento degli acquisti e delle vendite all'estero ha avuto una base ampia, l'aumento dell'avanzo si è concentrato sugli scambi relativi a pochi paesi: Stati Uniti (+ DM 1,9 miliardi), Regno Unito (+ DM 1,5 miliardi), Austria (+ DM 0,9 miliardi), Svizzera (+ DM 0,6 miliardi) e paesi socialisti (+ DM 1,1 miliardi). Viceversa, si è avuto un disavanzo più cospicuo nei riguardi dei paesi CEE (— DM 1,9 miliardi).

Il miglioramento del conto commerciale è stato di nuovo largamente contro-bilanciato dal maggior disavanzo delle partite invisibili. Le transazioni per servizi sono risultate passive per DM 11,8 miliardi, ossia per DM 1,1 miliardi in più rispetto al 1971. La variazione è dipesa in massima parte dall'accrescimento del saldo passivo del conto viaggi all'estero, che si è dilatato di DM 1,6 miliardi per toccare i DM 8,6 miliardi ed è stata solo in parte compensata da: 1) l'inversione da un modesto passivo ad un attivo di pari grandezza nel conto dei redditi da investimenti, originata dal

rialzo dei proventi degli interessi sulle riserve ufficiali e 2) da un aumento di DM 0,3 miliardi negli introiti provenienti da enti militari esteri. Il saldo negativo del conto trasferimenti si è fortemente dilatato nella misura di DM 2,4 miliardi, raggiungendo quota DM 13,3 miliardi. Tale risultato è da attribuire anzitutto all'incremento di DM 1 miliardo nei pagamenti al Fondo Europeo di Orientamento e Garanzia Agricola e d'altro canto all'aumento di DM 0,9 miliardi nelle rimesse dei lavoratori stranieri. L'avanzo corrente è così ammontato nel 1972 a DM 1,3 miliardi, con una variazione in più rispetto al 1971 di soli DM 0,2 miliardi.

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

Voci	1971	1972				1973	
	Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	
milioni di marchi tedeschi							
<b>Merci (f.o.b.)</b>							
Esportazioni . . . . .	136.680	149.490	35.255	36.440	35.460	42.335	41.690
Importazioni . . . . .	114.020	123.075	29.195	31.325	29.210	33.345	34.405
Saldo . . . . .	+22.660	+26.415	+ 6.060	+ 5.115	+ 6.250	+ 8.990	+ 7.285
<b>Servizi e trasferimenti</b>	-21.525	-25.090	- 6.210	- 5.500	- 7.820	- 5.560	- 6.570
Bilancia corrente . . . . .	+ 1.135	+ 1.325	- 150	- 385	- 1.570	+ 3.430	+ 715
<b>Conto capitali a lungo termine</b> . . . . .	+ 6.215	+12.835	+ 4.800	+ 5.950	+ 2.520	- 435	+ 385
Bilancia di base . . . . .	+ 7.350	+14.160	+ 4.650	+ 5.565	+ 950	+ 2.995	+ 1.100
<b>Conto capitali a breve termine</b> . . . . .	- 345	- 5.430	- 400	- 1.565	+ 2.800	- 6.265	+ 405
Errori ed omissioni . . . . .	+ 7.860	+ 7.205	+ 5.980	+ 3.695	- 480	- 1.990	+12.790
Assegnazioni di DSP . . . . .	+ 625	+ 620	+ 620	-	-	-	-
<b>Saldo complessivo</b> . . . . .	+15.490	+16.555	+10.850	+ 7.695	+ 3.270	- 5.260	+14.295

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

L'avanzo nel conto capitali privati a lungo termine, di DM 14,5 miliardi, ha superato di DM 5,6 miliardi l'importo del 1971, registrando il più ampio afflusso di fondi di questo tipo mai verificatosi in Germania. La maggior parte dell'entrata di capitali si è concentrata in due fasi nel primo semestre dell'anno: la prima in marzo, quando allo scopo di evadere dall'obbligo del "Bardepot" (attivato il 1° marzo) e da quello dei minimi di riserva sulle passività estere sono stati ceduti a stranieri titoli appositamente creati. La seconda ha avuto luogo in giugno in coincidenza con la fluttuazione della sterlina. Al fine di arginare nuovi afflussi, alla fine di giugno le autorità hanno subordinato ad autorizzazione gli acquisti da parte di non residenti, di obbligazioni interne possedute da residenti. Tale provvedimento si è rivelato molto efficace: mentre nei primi sette mesi dell'anno gli acquisti di titoli tedeschi da parte di non residenti sono ammontati a DM 6,5 miliardi, negli ultimi cinque mesi si sono avute vendite nette per DM 0,8 miliardi. Nel corso del 1972 l'ampliamento del divario tra i rendimenti sui titoli nazionali e quelli internazionali stilati in DM ha costituito la causa principale dell'inversione del saldo relativo agli investimenti netti tedeschi sul-

l'estero. Le vendite di realizzo di titoli esteri stilati in DM detenuti da residenti hanno contribuito per DM 4,2 miliardi allo spostamento complessivo di DM 5,3 miliardi. La bilancia di base si è pertanto chiusa con un'eccedenza di DM 14,2 miliardi, pari al doppio rispetto a quella del 1971.

Al principio del 1972 i saggi interni di interesse a breve termine hanno mostrato la tendenza a ridursi, peraltro in linea con i saggi internazionali. L'effettivo divario a favore di quelli interni si è annullato solo con l'introduzione del "Bardepot", per riemergere poi all'inizio del terzo trimestre, sicchè i coefficienti di riserva in contante a fronte di depositi sono stati inaspriti con decorrenza dal 1° luglio. Nel quarto trimestre il predetto divario dei saggi d'interesse è in effetti divenuto negativo e tale è rimasto fino a febbraio 1973. Complessivamente, i movimenti registrati di capitali a breve termine hanno conseguito nel 1972 un deflusso netto di DM 5,4 miliardi, ossia di DM 5,1 miliardi superiore rispetto al 1971. La massa delle uscite di fondi si è verificata nel quarto trimestre, in cui le imprese hanno reagito al rialzo nel costo dell'indebitamento all'estero accelerando in misura notevole i loro rimborsi a stranieri. La partita bilanciante ha continuato a segnare un notevole avanzo netto di DM 7,2 miliardi, mentre tutti gli afflussi di fondi si sono concentrati nel primo semestre dell'anno.

Un drammatico cambiamento della situazione si è verificato in febbraio e all'inizio di marzo, allorché la fuga dal dollaro ha assunto in gran parte la forma di una corsa verso il marco tedesco. I movimenti di fondi non identificati sono balzati da un disavanzo di DM 2 miliardi nel quarto trimestre del 1972 ad un'eccedenza di DM 12,8 miliardi nei primi tre mesi di quest'anno, pari ai nove decimi dell'avanzo complessivo. La parte residua è derivata da transazioni di capitali identificati e da operazioni correnti. La bilancia commerciale ha registrato un saldo attivo di DM 7,3 miliardi, ossia DM 1,2 miliardi più che nel corrispondente periodo dell'anno precedente, grazie ad incrementi delle esportazioni e delle importazioni del 18% circa rispettivamente. Il disavanzo delle partite invisibili si è portato a DM 6,6 miliardi, superiore cioè di DM 0,4 miliardi rispetto ad un anno prima, sicchè la bilancia corrente è passata da un modesto deficit ad un avanzo di DM 0,7 miliardi.

*Francia.* L'avanzo delle partite correnti francesi si è ragguagliato l'anno scorso a fr. fr. 1,4 miliardi, pari a circa la metà di quello del 1971, a causa di un nuovo peggioramento del conto partite invisibili, dovuto peraltro in gran parte a fattori particolari. I flussi netti di capitali a lungo termine invece si sono spostati da una posizione vicina al pareggio ad un cospicuo disavanzo di fr. fr. 3,6 miliardi, e poichè le entrate di capitali a breve termine si sono ridotte, il saldo attivo globale si è contratto da fr. fr. 11,2 a fr. fr. 2,1 miliardi.

Le vendite all'estero di merci hanno proseguito nella loro rapida espansione, incrementandosi in valore del 15,5%, con un aumento nei valori unitari dell'1,5% solamente; tuttavia, nel secondo semestre dell'anno, l'aumento in volume si è affievolito e l'influenza dei prezzi si è accentuata. Le esportazioni agricole si sono dilatate in misura particolarmente marcata pari al 20,5% in valore e al 13,5% in volume, ma anche altri gruppi merceologici hanno conseguito aumenti soddisfacenti. In linea con l'andamento fortemente espansivo dell'attività economica ed anche per effetto

della riduzione dei margini di capacità inutilizzata, nel 1972 le importazioni si sono ampliate del 16%, rispetto al 10% del 1971, con un incremento in volume ancor più rilevante - del 13,5% in confronto al 7,5%.

L'avanzo netto del conto servizi, di ammontare pari a fr.fr. 2,4 miliardi, si è contratto rispetto al 1971. Il conto noli ha registrato solo un modesto miglioramento, malgrado la normalizzazione delle relazioni franco-algerine che ha permesso alle navi cisterna di seguire rotte più brevi. D'altro canto i proventi netti da capitali si sono ridotti della metà, portandosi a fr.fr. 0,9 miliardi, principale effetto, questo, dell'aumento delle passività nette verso l'estero assunte dalle banche francesi negli ultimi due anni. Malgrado l'incremento degli introiti netti originati dal Fondo Europeo di Orientamento e Garanzia Agricola, il conto pagamenti per trasferimenti ha registrato un marcato peggioramento dovuto ad un'ulteriore espansione delle rimesse di lavoratori e ad un più ampio volume di aiuti ai paesi in via di sviluppo. I trasferimenti del governo comprendono infatti una cospicua transazione speciale relativa alla cancellazione di debiti per fr.fr. 1,1 miliardi nei riguardi di taluni paesi africani. Tale importo è stato registrato nel quarto trimestre tra i pagamenti per trasferimenti, mentre il regolamento del credito figura tra gli afflussi di capitali ufficiali a lungo termine.

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

Voci	1970	1971	Anno	1972			
				1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di franchi francesi							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni . . . . .	100.075	114.465	132.075	30.875	34.280	29.490	37.430
Importazioni . . . . .	98.255	109.325	125.510	31.070	31.790	27.955	34.695
Saldo . . . . .	+ 1.820	+ 6.140	+ 6.565	- 195	+ 2.490	+ 1.535	+ 2.735
Servizi e trasferimenti							
Servizi . . . . .	+ 3.005	+ 3.685	+ 2.400	+ 305	+ 1.295	+ 480	+ 320
Trasferimenti . . . . .	- 4.440	- 6.910	- 7.585	- 1.725	- 1.455	- 2.030	- 2.375
Totale . . . . .	- 1.435	- 3.225	- 5.185	- 1.420	- 160	- 1.550	- 2.055
Bilancia corrente . .	+ 385	+ 2.915	+ 1.380	- 1.615	+ 2.330	- 15	+ 680
Conto capitali a lungo termine							
Ufficiali . . . . .	- 970	- 975	- 240	- 520	- 315	- 185	+ 780
Privati . . . . .	+ 1.540	+ 995	- 3.350	- 625	- 555	+ 205	- 2.375
Totale . . . . .	+ 570	+ 20	- 3.590	- 1.145	- 870	+ 20	- 1.595
Bilancia di base . .	+ 955	+ 2.935	- 2.210	- 2.760	+ 1.460	+ 5	- 915
Conto capitali a breve termine <sup>2</sup> . .	+ 5.980	+ 7.410	+ 3.415	+ 160	+ 1.250	+ 1.930	+ 75
Assegnazioni di DSP .	+ 920	+ 890	+ 880	+ 880	-	-	-
Saldo complessivo .	+ 7.855	+ 11.235	+ 2.085	- 1.720	+ 2.710	+ 1.935	- 840

<sup>1</sup> Nel riguardi dell'area del franco e del resto del mondo, sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni.

Le ampie uscite di capitali a lungo termine rispecchiano significative variazioni per tutte le categorie di mutuatari. Nel settore privato gli introiti originati da non residenti, pari a fr.fr. 8,1 miliardi, sono stati di poco superiori a quelli del 1971, mentre



gli esborsi posti in essere da residenti hanno raggiunto il livello di fr.fr. 7,6 miliardi, con un aumento di fr.fr. 0,8 miliardi. Gli investimenti diretti e di portafoglio all'estero si sono ampliati notevolmente, specie nel quarto trimestre, mentre i crediti commerciali hanno subito un decremento. Le operazioni bancarie a lungo termine si sono spostate da una posizione quasi bilanciante nel 1971 ad un disavanzo di fr.fr. 3,9 miliardi, causato dal marcato accrescimento dei crediti commerciali e di altri prestiti a lungo termine. Il disavanzo del settore pubblico, infine, nonostante cospicui pagamenti all'IDA ed alla BIRS, si è ridotto da fr.fr. 0,7 miliardi a fr.fr. 0,2 miliardi grazie alle particolari transazioni sopra menzionate.

I movimenti di capitali a breve termine (compresi errori ed omissioni), dopo i pesanti afflussi del 1971, erano più o meno in pareggio nel trimestre successivo al riallineamento smithsoniano. Le crisi che hanno colpito la sterlina inglese e la lira italiana nel secondo trimestre hanno provocato un aumento della domanda di franchi francesi, sicchè nel terzo trimestre si sono avute altre cospicue entrate di fondi. Il temporaneo rafforzamento del dollaro ha a sua volta prodotto nel quarto trimestre solo un modesto avanzo e la scomparsa del divario tra il franco finanziario ed il franco commerciale.

*Italia.* Deflussi di capitali su larga scala hanno condizionato lo scorso anno l'andamento della bilancia italiana dei pagamenti. Perciò, nonostante l'ampia eccedenza nelle partite correnti ed il massiccio ricorso netto al credito di compensazione da parte degli enti pubblici e semipubblici, il saldo globale dei movimenti monetari ha denotato un passivo di lire 680 miliardi, che rappresenta uno spostamento negativo di lire 1.235 miliardi rispetto al livello dell'anno precedente.

Le transazioni correnti hanno dato luogo nel 1972 ad introiti netti per lire 845 miliardi, cioè a lire 135 miliardi meno dell'anno prima. Peraltro il peggioramento è interamente ascrivibile a due fattori particolari. In primo luogo, gli acquisti all'estero di oro non monetario, incrementatisi del 65%, hanno toccato un importo di lire 475 miliardi senza dar luogo ad esportazioni di manufatti in oro altrettanto rilevanti. A tale aumento, il secondo in due anni consecutivi (mentre negli anni sessanta gli acquisti si ragguagliavano mediamente a lire 30 miliardi), hanno concorso il rialzo del prezzo dell'oro e probabilmente la previsione che anche gli acquisti di oro sarebbero divenuti tassabili a seguito dell'introduzione dell'IVA nel 1973. In secondo luogo, l'applicazione il 27 giugno della norma che vieta l'accreditamento degli importi relativi al rientro di banconote italiane sui conti capitale intrattenuti da non residenti presso banche italiane, ha causato un deprezzamento delle banconote stesse sui mercati dei cambi all'estero. Il corrispondente spostamento delle transazioni verso piazze estere ha fatto sì che gli introiti netti delle partite invisibili tanto da turismo che da rimesse di emigranti siano stati superiori a quelli registrati per un importo che si stima di lire 200 miliardi (corrispondentemente, i deflussi di capitali non registrati dovrebbero essere aumentati di altrettanto rispetto a quelli indicati nelle statistiche ufficiali).

Secondo i dati doganali, le importazioni si sono dilatate del 13,5% in confronto al 6% nel 1971, mentre le esportazioni hanno segnato un incremento del 15,5%, ossia di 2 punti percentuali superiore al 1971. Gli accrescimenti in termini di volume

sono stati solo lievemente minori, dato che sia i prezzi degli acquisti che quelli delle vendite all'estero si sono rialzati di circa l'1,5%. Il tradizionale disavanzo nel conto prodotti alimentari si è ulteriormente gonfiato di lire 240 miliardi, pervenendo a lire 1.560 miliardi. L'eccedenza nel conto prodotti non alimentari, dal canto suo, si è ampliata di lire 350 miliardi, pari al 50% circa. Secondo alcune stime, l'Italia ha esportato l'anno scorso circa il 40% della sua produzione industriale; mentre questa si è accresciuta all'incirca del 4% solamente, le vendite all'estero di prodotti industriali sono aumentate del 15% circa. L'incremento delle importazioni ha riguardato sia i beni di consumo non alimentari, ampliatisi del 23,5% che i prodotti alimentari (18,5%), mentre gli acquisti di beni d'investimento si sono dilatati del 9%.

Le transazioni commerciali sulla base della bilancia dei pagamenti, compresi gli acquisti di oro non monetario, hanno segnato un pareggio nel 1972, a fronte del quale sta l'avanzo di lire 70 miliardi del 1971; d'altro lato, secondo i dati doganali, si è conseguito un miglioramento di lire 110 miliardi rispetto all'anno precedente. Il gettito netto delle transazioni invisibili è ammontato l'anno scorso a lire 845 miliardi, cioè lire 65 miliardi meno che nel 1971; tuttavia, anche tale risultato deriva da artifici statistici per le ragioni sopra esposte.

Date le crescenti aspettative di svalutazione della lira e la politica monetaria espansiva, il deflusso netto di capitali, compresi errori ed omissioni, si è ragguagliato, secondo i dati pubblicati, a complessive lire 1.590 miliardi nell'intero anno, pari ad oltre il triplo dell'anno precedente. Nella realtà dei fatti, il deterioramento sottostante è stato assai più rilevante; mentre nel 1971 vi era stato il rimborso di lire 140 miliardi su prestiti di compensazione accesi negli anni antecedenti dalle imprese pubbliche e semipubbliche, nel 1972 si è di nuovo verificato un indebitamento netto di lire 350 miliardi. Occorre, inoltre, tener conto dei deflussi di capitali non registrati ragguagliatisi nel secondo semestre dell'anno a circa lire 200 miliardi. Questi due fattori hanno avuto una parte molto importante nel profilo temporale della fuga di capitali nel corso dell'anno. Le cifre ufficiali indicano che l'uscita complessiva di fondi è caduta da lire 1.085 miliardi nel primo semestre a lire 505 miliardi nel secondo. Tuttavia, nei primi sei mesi i rimborsi netti di prestiti di compensazione si sono ragguagliati a circa lire 260 miliardi, mentre nel secondo semestre, per effetto di un'inversione di direttive, nuovi indebitamenti di compensazione hanno apportato capitali per quasi lire 610 miliardi. Prescindendo quindi dalle transazioni compensative in capitali e tenendo invece conto dei deflussi non registrati dell'ultimo periodo dell'anno, il conto capitali ha registrato nei primi sei mesi un saldo negativo di circa lire 825 miliardi, ampliatisi a lire 1.315 miliardi nel secondo semestre. La causa prima della fuga di capitali nel 1972 è stato uno sfasamento negativo dei termini di pagamento, che ha dato luogo a perdite nette per lire 1.050 miliardi all'incirca, cui deve aggiungersi la notevole espansione degli investimenti italiani in titoli esteri.

Al netto delle transazioni di compensazione in capitali, il saldo globale si è pertanto chiuso con un disavanzo "autonomo" di lire 1.030 miliardi, in confronto ad un avanzo di lire 700 miliardi nel 1971.

A causa dell'incremento dei deflussi di capitali, il saldo complessivo ha segnato un forte deficit all'inizio del 1973, inducendo le autorità ad instaurare il 22 gennaio il doppio mercato. Al momento della svalutazione del dollaro si è stabilito di lasciar

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

Voci	1970	1971	1972	1971 <sup>2</sup>		1972 <sup>2</sup>	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
miliardi di lire							
<b>Merci (f.o.b.)</b>							
Esportazioni . . . . .	8.195	9.275	10.720	4.425	4.850	5.210	5.510
Importazioni . . . . .	8.435	9.205	10.720	4.610	4.595	5.055	5.665
Saldo . . . . .	- 240	+ 70	-	- 185	+ 255	+ 155	- 155
<b>Servizi e trasferimenti</b>							
Turismo . . . . .	+ 570	+ 655	+ 655	+ 240	+ 415	+ 380	+ 275
Rimesse dei lavoratori . .	+ 615	+ 685	+ 700	+ 330	+ 355	+ 365	+ 335
Altre partite . . . . .	- 470	- 430	- 510	- 210	- 220	+ 20	- 530
Totale . . . . .	+ 715	+ 910	+ 845	+ 360	+ 550	+ 765	+ 80
Bilancia corrente . . . . .	+ 475	+ 980	+ 845	+ 175	+ 805	+ 920	- 75
Bilancia corrente non rettificata . .	+ 475	+ 980	+ 845	+ 25	+ 955	+ 760	+ 85
<b>Movimenti di capitali</b>							
Residenti . . . . .	- 1.450	- 1.360	- 1.905	- 620	- 740	- 870	- 1.035
Non residenti . . . . .	+ 1.305	+ 940	+ 560	+ 990	- 50	- 90	+ 650
Errori e omissioni . . . .	- 105	- 70	- 245	- 140	+ 70	- 125	- 120
Totale . . . . .	- 250	- 490	- 1.590	+ 230	- 720	- 1.085	- 505
Assegnazioni di DSP . . . . .	+ 65	+ 65	+ 65	+ 65	-	+ 65	-
Saldo complessivo . . . . .	+ 290	+ 555	- 680	+ 320	+ 235	- 260	- 420

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> I dati relativi alla bilancia corrente sono rettificati su base stagionale.

fluttuare anche il saggio della lira commerciale e alla fine di maggio la svalutazione della lira nei confronti delle altre valute è ammontata a circa il 10%. Nei primi quattro mesi del 1973 il saldo globale ha registrato un disavanzo di quasi lire 350 miliardi. Di tale importo, i due terzi, verificatisi quasi interamente in gennaio, sono da attribuire ad esborsi netti di capitali - principalmente dovuti a massicci acquisti di titoli esteri da parte di residenti - mentre la parte residua, distribuita tra febbraio e aprile, deriva soprattutto dallo spostamento in deficit del saldo corrente. Le importazioni sono nettamente aumentate in volume a seguito di una ripresa dell'attività economica e di una accelerazione nella formazione di scorte. L'incremento in termini di valore è risultato ancor più accentuato per effetto sia del rialzo dei prezzi relativi alle merci a mercato internazionale, sia della svalutazione della lira. Le esportazioni, a loro volta, sono state frenate dagli scioperi nel settore metallurgico e meccanico.

*Unione Economica Belgio-Lussemburgo.* La valutazione delle componenti della bilancia dei pagamenti dell'UEBL è qualche volta difficile, in quanto essa viene presentata in parte sulla base del movimento di cassa piuttosto che sulla base esclusiva delle transazioni. L'anno scorso, tuttavia, gli sfasamenti nei termini di pagamento non hanno avuto un ruolo determinante. La bilancia corrente ha registrato introiti netti per fr.belgi 46 miliardi, mentre i dati doganali su base f.o.b. rettificata (più le eccedenze nette delle transazioni di arbitraggio commerciale sull'estero e l'oro non

monetario) indicano un avanzo di fr.belgi 52 miliardi. Le cifre corrispondenti per il 1971 erano di fr.belgi 41 e 23 miliardi rispettivamente. Tuttavia, mentre sulla base delle transazioni la bilancia commerciale denota indubbiamente un pronunciato miglioramento, i dati doganali menzionati possono darne un'idea esagerata, in quanto probabilmente nel 1971 le vendite all'estero non sono state interamente registrate a causa dell'imposta sulle esportazioni, abolita poi all'inizio del 1972.

Le esportazioni si sono incrementate del 14% in valore e solo di poco meno in volume, gli aumenti più consistenti riguardando i prodotti metallurgici, chimici e agricoli. Le importazioni si sono accresciute del 9% in termini di valore e del 10,5%

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

Voci	1971	1972	1972				1973 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
miliardi di franchi belgi							
<b>Merci<sup>2</sup></b>							
Esportazioni . . . . .	526,1	586,5	139,5	141,1	143,4	162,5	167,0
Importazioni . . . . .	486,7	540,4	128,2	130,3	133,0	148,9	154,5
Saldo . . . . .	+ 41,4	+ 46,1	+ 11,3	+ 10,8	+ 10,4	+ 13,6	+ 12,5
<b>Servizi e trasferimenti.</b>	+ 0,1	+ 3,7	+ 1,2	- 1,2	+ 0,1	+ 3,6	+ 2,5
Bilancia corrente . .	+ 41,5	+ 49,8	+ 12,5	+ 9,6	+ 10,5	+ 17,2	+ 15,0
<b>Movimenti netti di capitali<sup>3</sup></b>	- 16,1	- 30,8	- 16,8	- 2,9	- 0,6	- 10,5	- 9,7
Assegnazioni di DSP .	+ 3,5	+ 3,5	+ 3,5	—	—	—	—
Saldo complessivo .	+ 28,9	+ 22,5	- 0,8	+ 6,7	+ 9,9	+ 6,7	+ 5,3

<sup>1</sup> Dati in parte sulla base dei movimenti di cassa. <sup>2</sup> Esportazioni ed importazioni in parte c.i.f. <sup>3</sup> Compresi errori ed omissioni.

in volume; quest'ultimo rispecchia una limitata accelerazione dovuta alla modesta ripresa della domanda interna. Il miglioramento delle ragioni di scambio ha raggiunto l'anno scorso il 2% ed ha così compensato il peggioramento del 1971.

Il progresso della bilancia corrente è stato annullato da un notevole aumento dei deflussi netti di capitali, ascisi nel 1972 a fr.belgi 30,8 miliardi. Gli esborsi privati netti a lungo termine, in particolare, sono più che raddoppiati, conseguendo un deficit di fr.belgi 17,4 miliardi. Tale incremento è derivato soprattutto da maggiori acquisti di titoli esteri da parte di residenti, dovuti più che altro a considerazioni di rendimento. A parte ciò, gli afflussi di fondi esteri per investimenti diretti sono diminuiti di fr.belgi 4,5 miliardi ed il Tesoro belga ha continuato a ridurre i propri debiti a breve termine in valute estere e in oro.

Il saldo attivo globale di fr.belgi 22,5 miliardi dell'anno passato è stato pertanto inferiore di fr.belgi 6,4 miliardi rispetto al 1971.

Nel primo trimestre del 1973 il saldo globale ha registrato un'eccedenza di fr.belgi 5,3 miliardi. Un marcato incremento ha contrassegnato gli esborsi netti di capitali identificati, mentre in base ai dati doganali vi è stato un peggioramento nelle

transazioni di merci; pertanto, gli introiti netti sono in larga parte da attribuire ad afflussi connessi a sfasamenti nei termini di pagamento.

*Paesi Bassi.* Il rallentamento della domanda interna, unitamente ad una più pressante domanda estera ed al miglioramento delle ragioni di scambio nella misura del 2%, hanno prodotto l'anno scorso un capovolgimento ammontante a fiorini 4,3 miliardi nella bilancia delle partite correnti, passata così da un disavanzo ad un'eccedenza di rilievo. Lo spostamento è stato tuttavia ampiamente compensato da una variazione all'incirca pari nelle transazioni di capitali a lungo termine, per cui la bilancia globale si è chiusa con un saldo attivo di fiorini 2,5 miliardi, molto prossimo a quello di un anno prima.

Nonostante la rivalutazione del fiorino, le esportazioni si sono accresciute con un ritmo piuttosto sostenuto, sebbene tanto il saggio di incremento in valore (12,5%) quanto quello in volume (11%) siano stati inferiori a quelli del 1971. Le importazioni sono aumentate del 6% in volume e solo del 4,5% in valore, avendo i prezzi medi subito un ribasso. Gli acquisti all'estero di beni di consumo hanno registrato una crescita del 10%, nettamente al di sotto della media, mentre quelli concernenti beni di investimento si sono contratti del 13%. La bilancia commerciale si è chiusa pertanto con un avanzo di fiorini 1,2 miliardi, contro un passivo di fiorini 2,4 miliardi nel 1971.

Anche l'avanzo delle transazioni invisibili ha conseguito un miglioramento, da fiorini 0,6 a 2,2 miliardi, metà del quale è da attribuire ai maggiori introiti da trasporti e assicurazioni su merci. I redditi netti da investimenti sono anch'essi saliti notevolmente ed il disavanzo del conto turismo si è ridotto. Dopo due anni di bilancia corrente in passivo, si è quindi registrato il ragguardevole saldo attivo di fiorini 3,4 miliardi.

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

Voci	1970	1971	1972	1971		1972	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
milioni di fiorini							
<b>Merci (f.o.b.)</b>							
Esportazioni . . . . .	39.625	44.455	50.115	21.765	22.690	24.305	25.910
Importazioni . . . . .	42.850	46.895	48.920	23.470	23.425	24.160	24.760
Saldo . . . . .	- 3.225	- 2.440	+ 1.195	- 1.705	- 735	+ 145	+ 1.050
<b>Servizi e trasferimenti.</b>							
Bilancio corrente . .	+ 1.345	+ 1.570	+ 2.205	+ 370	+ 1.200	+ 720	+ 1.485
<b>Conto capitali a lungo termine . . . . .</b>							
Bilancio di base . .	- 1.880	- 870	+ 3.400	- 1.335	+ 465	+ 865	+ 2.535
<b>Conto capitali a breve termine . . . . .</b>							
Bilancio di base . .	+ 1.995	+ 1.315	- 2.580	+ 870	+ 445	- 765	- 1.615
<b>Assegnazioni di DSP .</b>							
Bilancio di base . .	+ 15	+ 445	+ 820	- 465	+ 910	+ 100	+ 720
<b>Conto capitali a breve termine<sup>2</sup> . . . . .</b>							
Bilancio di base . .	+ 1.555	+ 1.575	+ 1.390	+ 1.650	- 75	+ 900	+ 490
<b>Assegnazioni di DSP .</b>							
Bilancio di base . .	+ 315	+ 270	+ 270	+ 270	-	+ 270	-
<b>Saldo complessivo .</b>	+ 1.885	+ 2.290	+ 2.480	+ 1.455	+ 835	+ 1.270	+ 1.210

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni.   <sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni.

I tre quinti dell'inversione totale, pari a fiorini 3,9 miliardi, da entrate a uscite nette del conto capitali a lungo termine attengono ad operazioni su titoli. L'introduzione dei "titoli a circuito chiuso" ha dato luogo nelle transazioni di borsa al drenaggio delle vendite nette di obbligazioni olandesi all'estero, che nel 1971 avevano provocato un gettito di fiorini 1,2 miliardi. Il fenomeno è stato solo in parte contro-bilanciato dall'espansione degli acquisti di azioni olandesi da parte di non residenti; pur tuttavia anche i residenti hanno incrementato notevolmente la domanda di titoli esteri, in massima parte SU. Gli investimenti diretti hanno segnato un disavanzo netto di fiorini 0,2 miliardi, contro un avanzo di fiorini 0,5 miliardi nel 1971; i collocamenti di fondi olandesi all'estero sono aumentati in misura considerevole, mentre l'afflusso di capitali esteri è lievemente diminuito. Con una variazione rispetto al 1971 di fiorini 0,4 miliardi, i crediti a lungo termine si sono pure spostati al passivo e un peggioramento di fiorini 0,2 miliardi ha contrassegnato le transazioni del governo.

Il totale delle operazioni a breve termine, in massima parte movimenti non registrati connessi con sfasamenti nei termini di pagamento, ha nuovamente dato luogo ad un'eccedenza cospicua solo di poco inferiore al 1971, malgrado saggi di interesse a breve termine relativamente bassi all'interno.

*Swizzera.* L'anno scorso tanto il conto delle partite correnti che il conto capitali si sono avvicinati al pareggio; infatti il saldo attivo globale è ammontato solamente a \$135 milioni. Nel 1971, invece, gli afflussi monetari globali, provenienti quasi per intero da movimenti di capitali, si sono approssimati alla cifra di \$2,7 miliardi. (I due dati annuali non sono però strettamente comparabili a causa del diverso metodo di registrazione statistica dei depositi bancari destinati ad investimenti fiduciari.)

Il disavanzo commerciale si è ampliato l'anno passato, malgrado le ragioni di scambio siano migliorate del 3,5% circa grazie soprattutto al riallineamento smithsoniano. L'incremento delle importazioni in valore è passato dal 6,5 al 9% mentre quello in volume si è aggirato, tanto nel 1971 che nel 1972, intorno ai quattro quinti del predetto aumento. Il valore delle esportazioni a sua volta si è dilatato dell'11%, di cui oltre metà dovuta a rialzi nei prezzi. Gli acquisti all'estero di beni di consumo hanno conseguito la massima espansione pari a circa il 15% per effetto della pressante richiesta interna, mentre l'aumento più rilevante nel campo delle vendite attiene al settore delle materie prime e dei semilavorati, e si ragguaglia al 17,5%.

L'avanzo corrente di \$85 milioni è all'incirca pari a quello del 1971, in quanto il deterioramento di \$155 milioni degli scambi mercantili è stato bilanciato dal progresso delle partite invisibili. Gli avanzi del conto redditi da investimenti e del conto turismo sono ampiamente cresciuti, mentre si è verificato un certo aumento dei pagamenti netti a titolo di trasferimenti, relativi soprattutto a maggiori rimesse di lavoratori stranieri, per effetto di rialzi nei salari.

I flussi di fondi hanno risentito fortemente delle misure adottate dalle autorità al fine di favorire l'uscita di capitali e di arginarne l'entrata; così, i deflussi di capitali registrati si sono ampliati da \$1,2 miliardi nel 1971 ad oltre \$2 miliardi nel 1972, grazie agli aumenti degli impieghi all'estero dei fondi di investimento e negli acquisti netti di titoli esteri. Si stima peraltro che le entrate nette di fondi non identificati l'anno passato siano ammontate a circa \$2,1 miliardi.

*Austria.* Poichè l'espansione interna è proseguita a ritmo sostenuto, il disavanzo della bilancia corrente si è portato a \$ 170 milioni, con un aumento di \$ 80 milioni; quello degli scambi si è ulteriormente ampliato, ma è stato largamente compensato dall'incremento dell'avanzo delle partite invisibili. Nel caso in esame si ritiene che gran parte degli afflussi netti non identificati derivino dalle transazioni correnti piuttosto che da quelle di capitali. Secondo le stime ufficiali, ove si effettuassero aggiustamenti per tener conto di afflussi della specie, la bilancia corrente si sarebbe avvicinata al pareggio tanto nel 1971 che nel 1972.

Il valore delle merci importate è cresciuto del 15%, cioè in misura di poco superiore all'anno prima; l'incremento in volume invece, pari al 16%, è raddoppiato rispetto al 1971, essendo i valori medi discesi dell'1% dopo un rialzo del 4,5% nell'anno precedente. In linea con la diffusa espansione della domanda interna, gli acquisti all'estero di beni di consumo e di investimento si sono accresciuti ad un ritmo pressochè uguale.

L'incremento delle vendite all'estero del 13,5% attiene esclusivamente al volume degli scambi, in quanto per il secondo anno consecutivo gli esportatori austriaci hanno mantenuto stabili i loro prezzi o li hanno perfino ridotti in termini di valuta nazionale. L'espansione delle esportazioni si è concentrata nel secondo semestre dell'anno quando si è notata una tendenza all'accelerazione, per effetto sia della ripresa economica in corso presso alcuni paesi che l'Austria annovera tra i principali clienti, la Germania in particolare, sia delle reciproche riduzioni nelle tariffe introdotte in ottobre nei confronti dei paesi CEE - a seguito della conclusione di un accordo provvisorio - che hanno ulteriormente contribuito all'aumento del saggio di sviluppo delle importazioni.

Come nel 1971, gli introiti lordi da turismo si sono ampliati al saggio del 22%; tuttavia, dati i maggiori esborsi, l'incremento dell'avanzo netto è ammontato al 18% contro il 25% nel 1971. Il saldo netto del conto turismo, pari a \$ 1.130 milioni, ha costituito quasi per intero l'avanzo nelle partite invisibili che in termini di dollari hanno nuovamente registrato un notevole aumento.

Quanto al conto capitali, la variazione più significativa è stata il capovolgimento nelle transazioni a lungo termine da uscite nette per \$ 20 milioni nel 1971 ad entrate nette per \$ 85 milioni l'anno scorso, capovolgimento dovuto al cospicuo aumento dei nuovi prestiti contratti dal settore privato sull'estero ed agli acquisti su larga scala di obbligazioni austriache da parte di non residenti. Per effetto di alcuni afflussi non identificati riconducibili ai capitali a breve termine e dell'assegnazione di DSP, la bilancia globale ha conseguito un attivo di \$ 150 milioni a fronte di \$ 80 milioni nel 1971.

*Spagna.* Malgrado la vigorosa ripresa congiunturale, l'anno scorso l'avanzo nelle partite correnti della Spagna, per un importo di \$ 655 milioni, è stato solo di poco inferiore rispetto al 1971. Le importazioni si sono infatti dilatate di oltre il 30% in valore, contro il 5% del 1971, ma pure le esportazioni hanno perseverato nell'espansione ad un saggio del 25% circa. Perciò, rispetto al 1971, anno in cui le importazioni avevano già superato le esportazioni per \$ 1.600 milioni, il disavanzo commerciale si è ampliato lo scorso anno di \$ 765 milioni. Tale regresso è stato peraltro largamente

neutralizzato da un miglioramento di \$565 milioni nelle partite invisibili, da attribuire per gran parte ai positivi risultati del conto turismo ed anche all'aumento delle rimesse dei lavoratori.

Il settore commerciale più dinamico è stato nuovamente quello dei prodotti non agricoli, delle attrezzature per trasporti in particolare, le cui importazioni sono pressochè raddoppiate, mentre le esportazioni sono aumentate del 40% circa.

Gli afflussi di capitali a lungo termine si sono accresciuti nel 1972 raggiungendo un totale di \$755 milioni, dei quali circa l'85% è derivato da investimenti diretti e immobiliari. Le transazioni in capitali a breve termine hanno fruttato altri \$225 milioni. In conseguenza, il saldo attivo globale è pervenuto al livello di \$1.675 milioni nel 1972, contro \$1.325 milioni nel 1971 e \$860 milioni nel 1970. La solidità della posizione verso l'estero raggiunta dalla Spagna negli ultimi anni è dimostrata dal raffronto di queste cifre con le analoghe del periodo 1965-69, in cui si è registrato un disavanzo medio annuo pari a \$130 milioni.

*Danimarca.* L'anno scorso un significativo miglioramento della bilancia delle partite correnti ha più che compensato una marcata contrazione delle entrate nette del conto capitali, per cui il saldo globale si è chiuso con un attivo di \$205 milioni, superiore di \$40 milioni rispetto a quello del 1971.

Sulla scia della ripresa economica verificatasi in molti dei paesi coi quali la Danimarca intrattiene importanti scambi commerciali, le esportazioni si sono dilatate del 13% in valore, di cui tre quinti dovuti ad aumento di volume, in quanto i prezzi delle vendite all'estero sono saliti del 5%. L'ampliamento delle esportazioni ha avuto una base ampia ed ha interessato sia i prodotti agricoli che quelli industriali. Gli acquisti all'estero a loro volta si sono accresciuti del 4% tanto in volume che in valore, sicchè buona parte del progresso del saldo commerciale va attribuita al miglioramento delle ragioni di scambio pari al 5%. L'incremento delle importazioni si è distribuito in maniera difforme nel corso del 1972; infatti, mentre durante il primo semestre esse sono state effettivamente inferiori rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente a causa della debole domanda interna e dell'applicazione dall'ottobre 1971 della sovrimposta sugli acquisti all'estero, nel secondo semestre hanno ripreso slancio grazie all'acceleramento nell'attività economica ed alla riduzione della sovrimposta citata.

Quanto alle partite invisibili, i proventi netti da noli e quelli da turismo hanno conservato un rapido ritmo di espansione, e perciò l'incremento è stato solo parzialmente assorbito dai maggiori esborsi relativi agli interessi su debiti esteri e agli aiuti ai paesi in via di sviluppo.

Sebbene i saggi di interesse interni siano rimasti relativamente elevati nel corso dell'anno, i movimenti di capitali privati hanno registrato forti oscillazioni riflettenti la minore o maggior fiducia nella corona danese determinata dalle incertezze circa le relazioni future della Danimarca con la CEE. Agli afflussi netti del primo trimestre si sono sostituiti deflussi durante l'estate; tuttavia, in autunno, in coincidenza con la conferma dell'ingresso nella CEE, si è avuto un nuovo spostamento verso l'attivo netto. Peraltro, nell'anno complessivamente, il totale delle entrate nette di capitali



**Altri paesi europei: Bilance dei pagamenti.<sup>1</sup>**

Paesi	Anni	Bilancia commerciale (f.o.b.)	Servizi e trasferimenti	Bilancia corrente	Movimenti netti di capitali <sup>2</sup>	Assegnazioni di DSP	Saldo complessivo
Austria . . . . .	1971	-1.075 <sup>2</sup>	+ 985	- 90	+ 150	+ 20	+ 80
	1972	-1.380 <sup>2</sup>	+1.210	- 170	+ 290	+ 30	+ 150
Danimarca . . . . .	1971	- 685	+ 255	- 430	+ 565	+ 30	+ 165
	1972	- 420	+ 315	- 105	+ 280	+ 30	+ 205
Finlandia . . . . .	1971	- 460 <sup>2</sup>	+ 120	- 340	+ 525	+ 20	+ 205
	1972	- 275 <sup>2</sup>	+ 125	- 150	+ 335	+ 20	+ 205
Grecia . . . . .	1971	-1.320 <sup>2</sup>	+ 980	- 340	+ 525	+ 15	+ 200
	1972	-1.505 <sup>2</sup>	+1.200	- 405	+ 910	+ 15	+ 520
Irlanda . . . . .	1971	- 385	+ 180	- 205	(+ 530)	+ 15	(+ 340) <sup>4</sup>
	1972	- 330	+ 160	- 170	+ 175	+ 15	+ 20
Islanda . . . . .	1971	- 50	+ 5	- 45	+ 55	+ 5	+ 15
	1972	- 25	+ 5	- 20	+ 20	+ 5	+ 5
Jugoslavia <sup>5</sup> . . . . .	1971	-1.315 <sup>2</sup>	+ 840	- 475	+ 425	+ 20	- 30 <sup>6</sup>
	1972	-1.035 <sup>2</sup>	+1.140	+ 105	+ 440	+ 20	+ 565 <sup>8</sup>
Norvegia . . . . .	1971	-1.555 <sup>2</sup>	+1.045	- 510	+ 655	+ 25	+ 170
	1972	-1.130 <sup>2</sup>	+1.010	- 120	+ 260	+ 30	+ 170
Portogallo <sup>5</sup> . . . . .	1971	- 600	+ 805	+ 205	+ 155	-	+ 360
	1972	- 595	+1.080	+ 485	- 100	-	+ 385
Spagna . . . . .	1971	-1.600	+2.455	+ 855	+ 430	+ 40	+1.325
	1972	-2.365	+3.020	+ 655	+ 980	+ 40	+1.675
Svezia . . . . .	1971	+ 395 <sup>2</sup>	- 205	+ 190	+ 45	+ 35	+ 270
	1972	+ 660 <sup>2</sup>	- 405	+ 255	+ 320	+ 35	+ 610
Svizzera . . . . .	1971	-1.465 <sup>2</sup>	+1.545	+ 80	(+2.590)	-	(+2.670) <sup>4</sup>
	1972	-1.620 <sup>2</sup>	+1.705	+ 85	+ 50	-	+ 135 <sup>4</sup>
Turchia . . . . .	1971	- 495 <sup>2</sup>	+ 385	- 110	+ 495	+ 15	+ 400 <sup>4</sup>
	1972	- 680 <sup>2</sup>	+ 630 <sup>7</sup>	- 50 <sup>7</sup>	+ 175 <sup>7</sup>	+ 20	+ 145 <sup>8</sup>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compresi errori ed omissioni. <sup>3</sup> Importazioni c.i.f. <sup>4</sup> Variazioni nella posizione esterna netta delle banche commerciali verificatesi solo tra maggio e dicembre a causa della controversia bancaria. <sup>5</sup> Portogallo metropolitano nei confronti del resto del mondo. <sup>6</sup> A causa di notevoli variazioni nelle componenti della posizione esterna netta delle banche commerciali svizzere (inclusione dei conti fiduciari) i dati del 1971 e del 1972 non sono raffrontabili fra loro. <sup>7</sup> Stime. <sup>8</sup> Pari alla variazione delle sole attività nette ufficiali. <sup>9</sup> Dati sulla base dei movimenti di cassa.

privati (compresi errori ed omissioni) si è ragguagliato a \$75 milioni, ossia a \$200 milioni meno che nel 1971. Poiché le autorità hanno preferito le fonti di finanziamento interne, a quelle estere, la contrazione globale degli afflussi di fondi si è ancora accentuata per la riduzione di \$80 milioni nell'indebitamento pubblico verso l'estero che per lungo tempo si era invece incrementato.

*Norvegia.* Mentre l'aumento della domanda interna, molto rilevante nel 1971, l'anno scorso si è notevolmente ridotto, la domanda estera di prodotti norvegesi è salita in misura accentuata. Di conseguenza, il disavanzo degli scambi commerciali si è contratto di \$425 milioni per attestarsi su \$1.130 milioni.

Tale progresso è derivato principalmente dallo sviluppo del commercio di navi: le vendite all'estero di imbarcazioni sono quasi raddoppiate, dopo una diminuzione nel 1971 e le importazioni hanno segnato un decremento dell'8% in confronto all'aumento del 27% l'anno prima. In termini di dollari le esportazioni nette di navi hanno conseguito un avanzo di \$10 milioni, a fronte di importazioni nette per \$270

milioni nel 1971. Le vendite all'estero di altre merci sono state pure soddisfacenti, conseguendo un aumento complessivo del 12 % circa in valore e del 13 % in volume. L'espansione ha riguardato una vasta gamma di prodotti, tra essi, i macchinari e le attrezzature per trasporti hanno registrato il maggior incremento (18 %). Gli acquisti all'estero sono rimasti sostanzialmente invariati sia in valore che in volume, poichè una contrazione attinente alle materie prime è stata compensata da un aumento in altri importanti gruppi merceologici, in particolare manufatti. Il saldo commerciale (comprese le navi) suddiviso per area ha registrato progressi molto rilevanti nei confronti degli Stati Uniti e del Regno Unito; le importazioni da entrambi i paesi sono diminuite, mentre le esportazioni si sono accresciute del 30 % e di oltre il 20 %, rispettivamente.

L'avanzo del conto servizi e trasferimenti è asceso a circa \$ 1.000 milioni, pressochè pari a quello del 1971. Ad eccezione dei noli, le voci di tale conto hanno conseguito un risultato meno soddisfacente, ma il loro deterioramento è stato praticamente annullato dal miglioramento del conto noli, i cui introiti netti sono aumentati l'anno passato a \$ 1.140 milioni.

Grazie alla stabilità ed al livello relativamente basso dei saggi interni di interesse a lungo termine, l'incentivo all'indebitamento verso l'estero è diminuito con il volgere dell'anno e a parte ciò, la domanda di fondi è stata inferiore a causa dei minori acquisti di navi. Di conseguenza, l'importo delle entrate nette di capitali a lungo termine si è portato a \$ 300 milioni, cioè a \$ 50 milioni meno che nel 1971.

Il saldo della bilancia di base ha segnato uno spostamento di \$ 340 milioni, dal passivo all'attivo, mentre la bilancia globale non ha subito variazioni ed ha registrato per il secondo anno consecutivo introiti netti per \$ 170 milioni. Gli afflussi netti di capitali a breve termine del 1971, causati principalmente da incertezze circa i tassi di cambio, si sono trasformati in deflussi netti per effetto del divario nei saggi di interesse.

*Svezia.* La lenta ripresa dell'attività interna spiega ampiamente la solida posizione esterna della corona svedese conseguita l'anno scorso. In particolare, i favorevoli risultati degli scambi derivano in buona parte dalla riduzione delle scorte, che in Svezia sono costituite per circa il 40 % da importazioni. Nondimeno, si rileva che il graduale progresso di fondo della posizione esterna è continuato, per cui la bilancia corrente rettificata su base ciclica ha quasi raggiunto il pareggio, in linea con il proposito ufficiale di compensare l'avanzo commerciale con il disavanzo delle partite invisibili derivante principalmente dal conto turismo.

L'eccedenza degli scambi si è portata l'anno scorso a \$ 660 milioni, a fronte dell'avanzo di \$ 395 del 1971. Il valore delle esportazioni si è dilatato al medesimo saggio dell'anno prima (9 %), mentre quello delle importazioni è salito del 6 %, dopo esser rimasto stazionario l'anno precedente. Le ragioni di scambio sono migliorate dell'1 % circa, mentre i prezzi delle vendite e degli acquisti sull'estero sono aumentati del 3,5 e 2,5 % rispettivamente. In termini di valore l'espansione delle esportazioni è apparsa piuttosto diffusa; tuttavia, mentre l'incremento delle esportazioni di prodotti dell'industria meccanica è interamente dovuto ai prezzi più elevati, quelli relativi alle vendite all'estero di polpa di legno, di metalli e di derrate sono del tutto attri-

buibili a variazioni in volume. Quantunque la ripresa abbia influito assai più sugli investimenti che sui consumi privati, le importazioni di beni di consumo unitamente a quelle di materie prime hanno conseguito l'aumento più cospicuo, mentre gli acquisti all'estero di beni d'investimento hanno segnato un incremento molto più modesto. Le importazioni di autovetture si sono accresciute del 35% in termini di valore.

Malgrado un avanzo commerciale mai registrato prima, la bilancia corrente si è chiusa l'anno scorso con un attivo di soli \$65 milioni superiore a quello del 1971. La principale contropartita è data da un aumento delle uscite nette del conto viaggi pari al 18%, in confronto al 12% dell'anno precedente; infatti mentre nel 1971 si è verificato un analogo accrescimento degli introiti da turismo, nel 1972 questi si sono incrementati solo di poco.

Il saldo dei capitali, compresi errori ed omissioni, ha segnato l'anno scorso entrate nette di \$320 milioni, rispetto a \$45 milioni nel 1971. La differenza trae origine principalmente da due fattori: essendo le condizioni dei prestiti abbastanza allettanti, il collocamento di titoli svedesi sui mercati esteri si è dilatato in ampia misura da \$85 milioni a \$220 milioni; inoltre, una favorevole variazione delle condizioni di pagamento dei noli ha apportato uno spostamento di \$125 milioni. Pervenendo a quota \$610 milioni l'avanzo globale è più che raddoppiato rispetto a quello conseguito nel 1971.

*Finlandia.* Il saldo attivo globale di \$205 milioni del 1972 è stato uguale a quello dell'anno precedente. Malgrado le ragioni di scambio siano peggiorate del 5%, il saldo commerciale ha contribuito al marcato miglioramento delle partite correnti, che peraltro è stato compensato da un'inversione del saldo dei flussi di capitali a breve termine.

Le esportazioni mercantili si sono dilatate l'anno scorso del 22% in valore e poichè la media dei prezzi è salita del 4%, i tre quarti di tale aumento riguardano il volume. Numerosi sono i fattori che hanno concorso all'incremento in questione: 1) la domanda estera ampliata notevolmente; 2) un'effettiva svalutazione del marco finlandese pari al 5% tra il maggio del 1971 e la fine del 1972; 3) le esportazioni dell'industria metalmeccanica che, ripresesi dopo esser state compresse da scioperi, hanno compiuto un balzo del 40%. A causa della cedenza negli investimenti industriali interni e del rialzo dei prezzi medi delle merci acquistate all'estero pari al 10%, le importazioni si sono accresciute in volume del 2% solamente. Tuttavia gli acquisti all'estero di beni di consumo sono saliti del 26% in valore e quelli di autovetture, in particolare, sono aumentati del 47%. Tale ampia espansione è derivata in parte dall'abolizione, all'inizio del 1972, dell'imposta supplementare del 15% sulle vendite di beni di consumo durevoli introdotta nel 1971, abolizione che ha spostato alcuni acquisti dal 1971 al 1972 e dall'abrogazione a partire da giugno delle restrizioni sui crediti all'importazione. Le importazioni di beni d'investimento hanno ristagnato in termini di valore, mentre sono scese del 9% in volume.

In conseguenza, il disavanzo commerciale è diminuito l'anno scorso di \$185 milioni rispetto al 1971. Di contro, l'avanzo delle partite invisibili è rimasto all'incirca invariato, in confronto all'anno precedente, in quanto i maggiori introiti netti del

conto turismo e trasporti sono stati assorbiti dall'espansione degli esborsi per interessi e dividendi.

Nonostante il basso livello dell'attività di investimento, le allettanti condizioni prevalenti sui mercati internazionali dei capitali hanno favorito l'indebitamento con l'estero a lungo termine, portatosi così a \$730 milioni rispetto a \$655 milioni l'anno prima. Perciò, malgrado l'incremento degli ammortamenti e dei crediti all'esportazione a lungo termine, il conto capitali a lungo termine si è chiuso con un avanzo di \$370 milioni, all'incirca pari a quello del 1971. I capitali a breve termine hanno, d'altro canto, registrato uno spostamento di \$185 milioni dall'attivo al passivo, dovuto in gran parte ad una variazione nei crediti all'esportazione e nei pagamenti anticipati.

#### *Altri paesi europei.*

In *Islanda*, l'anno scorso, gli esborsi netti delle partite correnti si sono pressochè dimezzati, pervenendo a quota \$20 milioni. Malgrado un peggioramento del 2,5% nelle ragioni di scambio, il disavanzo commerciale si è ridotto in misura notevole soprattutto per effetto sia della vigorosa espansione delle vendite all'estero dei manufatti in alluminio e del pesce, sia del rallentamento nella crescita delle importazioni dovuto principalmente ad una flessione nella formazione lorda di impianti fissi. Gli afflussi netti di capitali si sono pure ridotti notevolmente, da \$55 milioni nel 1971 a \$20 milioni l'anno passato, a motivo delle misure volte a limitare i crediti da parte di fornitori esteri e della contrazione nel finanziamento estero per l'impianto di fonderie d'alluminio. Il saldo attivo globale di \$5 milioni è quindi da attribuire prevalentemente all'assegnazione di DSP.

Anche nel caso dell'*Irlanda* l'eccedenza dell'anno passato, pari a \$20 milioni, è da ascrivere all'assegnazione di DSP. La marcata diminuzione degli introiti netti complessivi, stimati in \$340 milioni nel 1971, è stata causata da una contrazione degli afflussi di capitali, caduti da \$500 milioni circa nel 1971 a \$175 milioni l'anno passato. D'altra parte, il deficit della bilancia corrente si è ristretto di \$35 milioni. L'intero spostamento si è verificato nel commercio mercantile, che ha tratto vantaggio da un miglioramento dell'8,5% nelle ragioni di scambio. Le esportazioni si sono espanse del 20% in valore e due terzi di tale incremento sono derivati da aumento dei valori unitari. Le vendite all'estero di prodotti industriali si sono dimostrate il settore più dinamico, essendosi ampliate del 28,5%. Le importazioni sono invece cresciute del 15%, di cui oltre due terzi dovuti a incremento di volume. I beni di consumo hanno registrato l'aumento più accentuato (24%).

Il saldo globale della bilancia dei pagamenti del *Portogallo* nei confronti del resto del mondo ha segnato l'anno scorso introiti netti per \$385 milioni, ossia lievemente superiori che nel 1971. Malgrado un rafforzamento della domanda interna, si è verificata una contrazione di scarso rilievo nel disavanzo commerciale, in quanto, come nel caso dell'*Islanda*, le ragioni di scambio sono migliorate del 9% circa. Le esportazioni si sono accresciute del 17,5% in valore e del 4% in volume, mentre i corrispondenti incrementi delle importazioni si sono ragguagliati al 14,5% e al 10,5%. Grazie al costante aumento delle rimesse degli emigranti e delle entrate turistiche, l'avanzo netto del conto delle partite invisibili è ammontato a \$1.080 milioni, am-

pliandosi di \$275 milioni rispetto al 1971. L'avanzo corrente è quindi asceso a \$485 milioni, contro \$205 milioni nell'anno prima. Il miglioramento in parola è stato peraltro in buona parte assorbito da un peggioramento del conto capitali, passato in disavanzo, in quanto l'afflusso a fronte di transazioni creditizie a breve termine si è prosciugato, mentre il conto a medio e lungo termine ha registrato un capovolgimento di \$200 milioni dovuto soprattutto al marcato incremento del deficit del settore pubblico nei riguardi dell'area dell'escudo.

L'ulteriore accelerazione dell'espansione economica della *Grecia* ha prodotto un peggioramento di \$285 milioni nel disavanzo commerciale, che l'anno scorso si è così portato a \$1.605 milioni. In termini assoluti l'incremento delle importazioni è stato molto più ampio rispetto a quello delle esportazioni, quantunque in termini percentuali sia avvenuto l'inverso: gli acquisti dall'estero si sono dilatati del 20%, mentre le vendite sono cresciute del 35%. In particolare, le esportazioni industriali si sono espanse di oltre il 50%, costituendo i due quinti delle esportazioni complessive, mentre dieci anni fa rappresentavano solo il 6% degli introiti globali delle vendite all'estero. Le entrate da turismo, noli e rimesse dei lavoratori all'estero hanno continuato ad ampliarsi, sicchè l'avanzo delle partite invisibili è salito a \$1.200 milioni, ovvero a \$220 milioni in più che nel 1971. La persistente forte espansione economica è stata nello stesso tempo causa ed effetto dei considerevoli afflussi di capitali. Gli introiti netti del conto a breve e lungo termine si sono ragguagliati a \$910 milioni — pari all'incirca al doppio dell'importo registrato nell'anno precedente. Il saldo globale si è pertanto chiuso con un avanzo di \$520 milioni, a fronte di quello di \$200 milioni nel 1971 e del deficit di \$10 milioni nel 1970.

Anche in *Turchia* la persistente espansione economica ha dato luogo ad un aumento del disavanzo commerciale, asceso l'anno scorso a \$680 milioni. Le esportazioni sono cresciute del 30%, ad un tasso cioè pari a quello delle importazioni. Le vendite all'estero di prodotti industriali si sono incrementate in misura particolarmente rilevante, per cui esse costituiscono ora un terzo circa delle esportazioni totali. Le importazioni di prodotti industriali si sono anch'esse dilatate rapidamente, mentre quelle di prodotti agricoli sono diminuite. La principale caratteristica del conto delle partite invisibili è data da un incremento di \$260 milioni nelle rimesse dei lavoratori, ammontate l'anno passato a \$730 milioni ed anche l'avanzo di \$50 milioni del conto turismo è stato più ampio che nell'anno precedente. Il miglioramento della bilancia corrente, tuttavia, è stato più che compensato dal decremento degli afflussi netti di capitali (comprese le operazioni delle banche commerciali, che costituiscono peraltro una voce relativamente poco importante); essi si sono ragguagliati a \$175 milioni nel 1972, cioè ad un terzo circa dell'importo dell'anno prima. Il saldo attivo globale è ammontato quindi a \$145 milioni, rispetto a \$400 milioni nel 1971.

Il rallentamento dell'anno scorso nello sviluppo economico della *Jugoslavia*, insieme con le due svalutazioni del dinaro nel 1971 ed i provvedimenti selettivi volti a migliorare la bilancia commerciale, contribuiscono a spiegare l'inversione della bilancia corrente da un sostanziale deficit ad un avanzo. In base al movimento di cassa lo spostamento è ammontato a circa \$600 milioni, mentre in base alle transazioni il miglioramento appare ancor più vistoso. Le statistiche doganali rilevano un incremento delle esportazioni pari al 18% ed una contrazione del 5% nelle importazioni;

secondo gli importi dei pagamenti, invece, gli acquisti all'estero sono aumentati. Il miglioramento della bilancia commerciale si è accompagnato ad un ampliamento dell'avanzo delle partite invisibili pari a \$300 milioni, dovuto essenzialmente all'espansione delle rimesse degli emigranti e agli introiti turistici, che hanno portato il totale a \$1.140 milioni. Gli afflussi netti di capitali si sono ragguagliati a \$440 milioni, come nel 1971 all'incirca: il rimborso di passività a breve termine è stato più che bilanciato dall'effettivo indebitamento netto a lungo termine. Il saldo globale si è quindi chiuso con un attivo di \$565 milioni, a fronte di un lieve deficit l'anno prima.

*Europa Orientale.* Il saldo commerciale dei paesi dell'Europa orientale nei confronti del resto del mondo è passato da un avanzo di circa \$1 miliardo nel 1971 ad un deficit di \$0,3 miliardi l'anno scorso. Da un lato, l'Unione Sovietica ha registrato uno spostamento negativo di quasi \$2 miliardi, a causa di un marcato incremento delle importazioni, e di un aumento delle esportazioni solo di scarso rilievo. D'altra parte nell'intero gruppo, esclusa l'Unione Sovietica, si è verificata una variazione di segno contrario pari a \$0,7 miliardi, data da incrementi delle vendite all'estero generalmente superiori a quelli degli acquisti. La maggior parte di quest'ultima variazione sembra doversi attribuire agli scambi dei sei paesi con l'Unione Sovietica che all'apparenza sono passati da una situazione di quasi pareggio nel 1971 ad un sostanziale avanzo nel 1972. I rimborsi di debiti di alcuni paesi dell'Europa orientale e la loro crescente partecipazione ai progetti di sfruttamento delle materie prime nell'Unione Sovietica sembrano aver avuto un certo ruolo a tale riguardo.

Europa orientale: Scambi di merci.

Paesi	Esportazioni		Importazioni		Saldo commerciale	
	1971	1972	1971	1972	1971	1972
	percentuali delle variazioni annuali in valore delle monete nazionali*				milioni di dollari SU	
Bulgaria . . . . .	8,9	10,1	15,8	11,0	60	55
Cecoslovacchia . . . . .	10,2	12,9	8,5	7,1	170	460
Polonia . . . . .	9,1	17,2	11,9	21,6	— 165	— 405
Repubblica Democratica Tedesca . . . . .	10,8	12,5	2,3	11,5	115	200
Romania . . . . .	13,5	13,7	7,3	14,3	—	— 15
Ungheria . . . . .	7,9	21,2	19,3	— 2,9	— 490	— 140
URSS . . . . .	7,9	2,5	6,3	18,5	1.325	— 685
Totale . . . . .	9,1	9,6	8,4	13,7	1.015	— 250

\* Per la Polonia, la Repubblica Democratica Tedesca e l'Ungheria, in unità di conto riferite al commercio estero. Fonti: Commissione economica per l'Europa dell'ONU, *Rassegna Economica dell'Europa 1972* e Nazioni Unite e *Bollettino statistico mensile*.

All'interno dell'area stessa, gli scambi tra le economie pianificate al centro — che hanno contribuito per gran parte a tale capovolgimento commerciale — sembrano essersi di nuovo rapidamente incrementati l'anno scorso. Pur nondimeno, tanto le esportazioni che le importazioni nei confronti delle economie di mercato industrializzate — principalmente dell'Europa occidentale, Nord America e Giappone — appaiono in taluni casi cresciute in misura ancor più rilevante degli scambi all'interno dell'area. In Polonia, Unione Sovietica, Repubblica Democratica Tedesca e Romania gli acquisti dalle economie di mercato — soprattutto di macchinari ed altre attrezzature

industriali, ma anche grano — sono aumentati notevolmente rispetto alle esportazioni, cosicchè i disavanzi commerciali nei confronti delle economie stesse si sono ampliati. In Bulgaria ed in Cecoslovacchia l'espansione delle importazioni e delle esportazioni si è maggiormente bilanciata, lasciando perciò i deficit con i paesi industriali vicini ai livelli 1971. L'Ungheria, d'altra parte, ha ridotto il proprio disavanzo con un sostenuto aumento delle esportazioni. Nel complesso, il deficit dei paesi membri del Comecon come gruppo nei confronti delle economie di mercato industrializzate si è dilatato considerevolmente e, di conseguenza, l'indebitamento sui mercati finanziari occidentali o con le istituzioni che hanno finanziato gli acquisti dai paesi citati è stato molto rilevante. Quanto agli scambi con i paesi ad economia di mercato non industrializzati, i dati preliminari denotano che l'ampio avanzo ancora una volta registrato è stato parzialmente finanziato con concessioni di prestiti.

Nell'*Unione Sovietica* il fattore che più degli altri ha causato la marcata espansione delle importazioni è dato dagli acquisti all'estero di grano ed altre derrate alimentari. Inoltre, una notevole espansione degli investimenti industriali ha dato luogo ad una forte dilatazione degli acquisti, soprattutto dalle economie di mercato, di macchinari specializzati e di attrezzature. L'andamento delle esportazioni è stato influenzato negativamente dai regressi del settore agricolo e in certa misura anche dal minor incremento della produzione industriale. Sembra inoltre che l'aiuto ai paesi del Comecon sia stato ridotto, e che in compenso sia iniziato un flusso di importazioni di merci.

Nella *Repubblica Democratica Tedesca* il più rapido incremento del commercio estero ha tratto motivo dal maggior aumento della produzione complessiva. Poichè la domanda interna è stata volutamente tenuta sotto controllo, le esportazioni nette si sono ampliate notevolmente, consentendo al paese il rimborso di debiti verso altri paesi membri del Comecon. Una situazione del genere si è verificata in *Cecoslovacchia* in cui in passato si erano pure accumulati debiti verso i paesi dell'area. Pare inoltre che le importazioni di beni di consumo si siano ridotte in relazione al miglioramento dell'offerta interna. Anche in *Ungheria* la domanda interna è stata compressa — soprattutto quella per investimenti — al fine di spostare le risorse verso le esportazioni. Oltre a ciò, il controllo sugli acquisti dall'estero è stato inasprito ed un raccolto agricolo favorevole ha consentito di ridurre gli acquisti di derrate dall'estero.

In *Polonia* la politica espansionistica ha causato un aumento della domanda interna superiore all'incremento della produzione. Di conseguenza, le importazioni di beni di consumo e d'investimento si sono accresciute fortemente. Nel contempo, tuttavia, le esportazioni si sono dilatate in misura notevole, soprattutto per effetto delle maggiori vendite di prodotti alimentari e di materie prime. Come in passato, parte dell'ampio deficit commerciale è stato colmato da un avanzo del conto servizi. In *Romania* un rallentamento delle importazioni di prodotti agricoli sembra esser stato più che compensato da un'accelerazione delle importazioni di beni strumentali e di consumo e poichè anche le esportazioni si sono accresciute, la bilancia commerciale si è mantenuta in equilibrio. In *Bulgaria*, le importazioni di derrate si sono ridotte grazie ai cospicui raccolti agricoli; tuttavia, le importazioni di macchinari hanno continuato ad ampliarsi rapidamente. L'espansione delle esportazioni è per gran parte riconducibile al marcato incremento delle vendite di beni strumentali.

#### IV. ORO, RISERVE E CAMBI.

##### Oro: produzione, mercati e riserve.

Dopo essere diminuita di 40 tonnellate nel 1971, la produzione mondiale dell'oro (escludendo quella dell'Unione Sovietica, degli altri paesi dell'Est europeo, della Cina continentale e della Corea del Nord) si è ulteriormente ridotta di 70 tonnellate durante il 1972, raggiungendo il totale complessivo di tonnellate 1.180, con una diminuzione del 10% rispetto alla punta massima raggiunta nel 1970, e appena al di sopra del livello di dieci anni prima. In realtà la riduzione del 1972 si spiega con l'andamento della produzione del Sud Africa che è diminuita di tonnellate 68, mentre le altre variazioni di rilievo si sono avute soltanto nella produzione canadese, ridottasi ulteriormente di tonnellate 6 e in quelle australiana e giapponese aumentate rispettivamente di 4 e 3 tonnellate.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1966	1969	1970	1971	1972
	tonnellate metriche								
Sud Africa . . . . .	323,9	436,9	370,9	371,4	969,5	972,8	999,9	976,6	908,7
Canada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	85,3	79,2	74,9	69,7	63,2
Stati Uniti . . . . .	64,0	151,4	48,9	60,9	46,0	53,9	54,2	46,5	44,4
Giappone . . . . .	10,4	27,0	1,2	8,0	19,1	21,1	22,0	24,0	27,7
Australia . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	24,3	21,7	19,4	20,9	24,9
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,6	22,0	21,9	21,7	22,5
Filippine . . . . .	5,1	34,9	—	14,9	16,4	17,8	18,7	19,9	20,2
Rhodesia . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,5	14,9	15,6	15,6	15,6
Colombia . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	7,5	6,8	6,3	5,9	5,8
Zaire . . . . .	4,9	17,4	10,3	11,5	5,3	5,5	5,5	5,3	4,7
Messico . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	5,5	5,6	6,2	4,7	4,4
Totale . . . . .	530,1	985,0	607,2	693,1	1.217,0	1.221,3	1.244,6	1.210,8	1.142,1
Altri paesi . . . . .	40,4	180,0	59,3	61,1	43,3	40,5	42,7	36,8	35,6
Produzione mondiale (stima)*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.260,3	1.261,8	1.287,3	1.247,6	1.177,7

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

La diminuzione del 7% della produzione d'oro del Sud Africa durante lo scorso anno va attribuita per il 2,1% alla riduzione della quantità di minerale lavorato e per il 4,8% al calo del contenuto aureo medio del minerale grezzo. Il passaggio all'estrazione di minerali auriferi meno ricchi va senz'altro messo in relazione all'aumento del prezzo dell'oro - tra il 1971 e il 1972 il prezzo medio per oncia di oro ricavato dall'industria sudafricana è salito del 38% - che naturalmente riduce il contenuto minimo di oro necessario perchè l'estrazione del minerale grezzo diventi economicamente vantaggiosa. Per il Sud Africa, la struttura geologica dei giacimenti auriferi consente ampie possibilità di scelta nel passare all'estrazione di minerali a più basso



contenuto aureo, allorchè il prezzo dell'oro sale. A rafforzare queste ovvie conseguenze dell'aumento del prezzo intervengono due ordini di fattori: primo, l'incidenza progressiva delle imposte sui profitti dell'industria estrattiva, e secondo, la politica del governo che mira ad assicurare il più vantaggioso utilizzo dei giacimenti auriferi del paese. La produzione d'oro del Sud Africa ha continuato a diminuire nel corso del primo quadrimestre del 1973, allorchè è risultata pari a tonnellate 285, e cioè inferiore del 5,3% rispetto al corrispondente periodo del 1972.

Sembra che l'effetto della diminuzione della produzione aurea del mondo occidentale sull'offerta totale di nuovo oro sia stato più che compensato dall'aumento delle vendite di oro da parte dell'Unione Sovietica e di altri paesi dell'Europa orientale. Si stima, infatti, che queste siano ammontate nel 1972 a tonnellate 205, contro tonnellate 90 nel 1971. Pertanto, in totale la nuova offerta di oro può valutarsi nel 1972 in tonnellate 1.385 con un incremento del 3% rispetto al 1971. Peraltro l'ammontare d'oro pervenuto ai mercati dei paesi occidentali è risultato notevolmente inferiore a quello del 1971 - tonnellate 1.290 contro tonnellate 1.425 nel 1971. Ciò è dovuto al fatto che la bilancia dei pagamenti del Sud Africa è passata nel corso dei due anni da un saldo passivo ad uno attivo, con la conseguenza che le sue vendite di oro sul mercato sono discese di circa un terzo, da tonnellate 1.050 a tonnellate 715. Sembra inoltre che le vendite di oro sul mercato da parte di altri paesi (escludendo l'Unione Sovietica e il resto dell'Europa orientale) siano aumentate lo scorso anno di tonnellate 85 circa, raggiungendo un totale che si stima in tonnellate 370.

Fonti e usi dell'oro (stime).

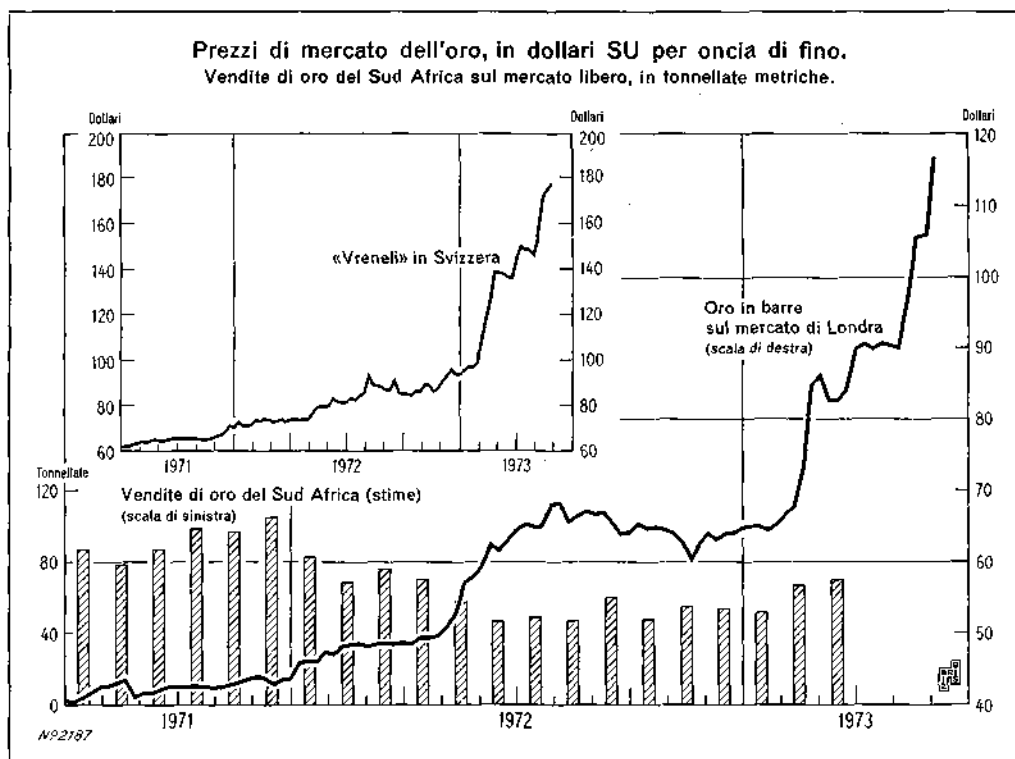
Voci	1968 aprile- dicembre	1969	1970	1971	1972
	tonnellate metriche				
Produzione . . . . .	940	1.260	1.290	1.250	1.180
Vendite da parte dei paesi comunisti (stime)	—	5	50	90	205
<b>Totale . . . . .</b>	<b>940</b>	<b>1.265</b>	<b>1.340</b>	<b>1.340</b>	<b>1.385</b>
Variazioni nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale . . . . .	595	110	290	— 85	95
Vendite sul mercato libero* . . . . .	345	1.155	1.050	1.425	1.290

\* Cifre ottenute come residuo.

Con la diminuzione del quantitativo di oro immesso nel mercato si è accompagnata l'anno scorso una forte domanda di oro per usi non monetari. Sembra inoltre che la domanda di oro per investimento - ivi incluso un probabile aumento delle scorte detenute dalle industrie utilizzatrici di oro - si sia rapidamente dilatata nel 1972, in parte per effetto della precaria situazione monetaria internazionale, e in parte in conseguenza delle previsioni sul futuro dell'oro-merce in un mondo caratterizzato da sviluppo economico e da inflazione rapidi. Inoltre si è registrato un ulteriore aumento nell'uso industriale dell'oro nei paesi ad economia sviluppata. Sono apparsi invece in rapido declino gli acquisti effettuati dalle aree tradizionalmente tesoreggiatrici di oro, come l'India e l'Estremo Oriente.

La flessione nella quantità di nuovo oro immesso nel mercato, combinandosi con la forte domanda del metallo per usi non monetari, ha provocato nel 1972 un aumento, senza precedenti fino a quel momento, del 50% nel prezzo di mercato che ha raggiunto \$65 per oncia. Tale rialzo, tuttavia, è stato del tutto oscurato da quello molto più rapido avvenuto fin dai primi mesi del 1973 e che ha portato la quotazione dell'oro ad oltre \$120 per oncia, e ciò nonostante le accresciute vendite di oro sul mercato da parte del Sud Africa e dell'URSS.

All'inizio del 1972 il prezzo di mercato dell'oro era di circa \$43,50 per oncia; successivamente, all'inizio di febbraio, ha toccato una punta di poco superiore a \$49, in parte per effetto della svalutazione smithsoniana del dollaro e in parte per la riduzione dell'offerta di metallo ad opera del Sud Africa in concomitanza con l'incipiente miglioramento della sua bilancia dei pagamenti. Dopo un lieve calo rispetto al livello massimo di febbraio, le quotazioni sono rimaste fino alla metà di aprile intorno ai valori di \$48-48,50. Da quel momento il Sud Africa, per la prima volta sin dal 1969, ha cominciato a destinare all'incremento delle sue scorte auree parte della produzione corrente, che allora aveva assunto un ritmo molto inferiore rispetto al 1971; inoltre, sembra esservi stata una temporanea sospensione delle vendite da parte dell'Unione Sovietica. Una delle conseguenze di questa contrazione dell'offerta è stata quella di stimolare la domanda a fini di investimento e di speculazione, e così, per effetto della interazione dei due fattori, il prezzo di mercato tra l'11 aprile e l'8 giugno è salito da \$48,50 a \$66,75 per oncia.



Successivamente, si è avuto qualche movimento di assestamento, che è però risultato di breve durata perchè, dopo la fluttuazione della sterlina e la nuova fuga dal dollaro, il prezzo è risalito ai primi di luglio a \$65 per oncia. Verso la fine di quel mese, le voci circa la possibilità che la Comunità Europea stabilisse un nuovo e più elevato prezzo dell'oro per i regolamenti ufficiali all'interno del Mercato Comune hanno spinto ancora più in alto le quotazioni, sicchè il 2 agosto si raggiungeva un prezzo di \$70 per oncia, la punta massima dell'anno.

A metà agosto, notizie sull'eventualità che l'Unione Sovietica si trovasse nella necessità di vendere oro per finanziare gli acquisti di grano hanno prodotto una nuova flessione del prezzo a \$65 circa per oncia. Successivamente le quotazioni hanno oscillato attorno a quel livello fino a novembre, quando a metà mese sono cadute a circa \$60, probabilmente in rispondenza al rafforzamento del dollaro avvenuto a partire dall'estate. Verso la fine dell'anno, peraltro, si è avuto ancora un rialzo della domanda di oro, in parte in previsione che in Francia e in Italia l'imposta sul valore aggiunto venisse applicata agli acquisti di oro e in parte per effetto dei timori sull'esito delle elezioni parlamentari francesi fissate per il marzo del 1973.

Il 1973 è iniziato con il prezzo al livello di circa \$65 per oncia ed è rimasto caratterizzato da condizioni del mercato alquanto tranquille fino al risorgere della crisi sui mercati dei cambi verso la fine di gennaio. La domanda di oro è allora cresciuta nuovamente, spingendo il prezzo a metà mese sopra la sua punta massima dell'agosto 1972 e, il 23 febbraio, sino a \$89 per oncia che costituisce un aumento del 35% nello spazio di quattro settimane — nonostante il Sud Africa stesse vendendo di nuovo sul mercato praticamente tutta la sua produzione ed anche l'URSS effettuasse cessioni di oro in notevoli quantità. Dopo alcuni giorni di irregolari fluttuazioni, il mercato ha cominciato a calmarsi e le quotazioni a metà marzo sono discese a \$80 per oncia; peraltro, alla fine di quel mese il prezzo era salito a \$90 per oncia. A partire dalla seconda settimana di maggio, una nuova ondata di sfiducia nel dollaro ha determinato un ennesimo brusco aumento della domanda di oro, che ha fatto salire le quotazioni ad oltre \$120 per oncia ai primi di giugno. Dal mese di marzo 1973 la domanda d'oro del mercato si è accentuata per effetto di un brusco aumento degli acquisti giapponesi effettuati in previsione dell'attenuazione delle restrizioni alle importazioni di oro in lingotti nel Giappone, disposta a partire dal 1° aprile 1973.

Le riserve di oro del mondo occidentale, se valutate al prezzo di \$38 per oncia, sono cresciute di \$115 milioni nel 1972, raggiungendo alla fine dell'anno il totale di \$44.905 milioni. Il Sud Africa ha accresciuto le sue riserve di \$235 milioni attingendo alla sua produzione corrente di oro, mentre nel resto del mondo i depositi censiti sono diminuiti di \$120 milioni. L'Uruguay ha annunciato la vendita sul mercato di oro tratto dalle sue riserve che, se valutato al prezzo di \$38 per oncia, ammonta a \$40 milioni.

Nel 1972, di fronte all'inconvertibilità del dollaro e ad un crescente divario tra prezzo ufficiale e quello di mercato, si è avuto uno scarso uso monetario dell'oro. Di gran lunga il maggiore trasferimento monetario di oro è stato rappresentato dal riacquisto avvenuto a gennaio da parte del FMI, su richiesta del governo statunitense,

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel			Disponibilità a fine 1972
	1970 (a \$35 per oncia)	1971 (a \$38 per oncia)	1972 (a \$38 per oncia)	
milioni di dollari SU				
Stati Uniti . . . . .	— 785	— 940	— 595	10.485
Regno Unito . . . . .	— 125	— 625	— 40	800
Altri paesi dell'Europa occidentale . . . . .	— 435	+ 545	+ 40	21.475
Canada . . . . .	— 80	+ 5	— 30	835
America latina . . . . .	— 10	— 55	+ 5	1.125
Medio Oriente . . . . .	— 80	+ 30	— 5	1.085
Altri paesi dell'Asia . . . . .	+ 140	+ 100	—	1.520
Sud Africa . . . . .	— 450	— 275	+ 235	680
Altri paesi . . . . .	— 70	+ 30	—	860
Totale per tutti i paesi <sup>1</sup> . . . . .	— 1.895	— 1.185	— 390	38.865
Istituzioni internazionali . . . . .	+ 2.220	+ 1.080	+ 505	6.040
di cui				
BRI . . . . .	+ 200	+ 645	— 120	215
Fondo Europeo . . . . .	— 10	+ 10	— 15	45
FMI . . . . .	+ 2.030	+ 425	+ 640 <sup>2</sup>	5.780 <sup>2</sup>
Totale complessivo . . . . .	+ 325	— 105	+ 115	44.905

<sup>1</sup> Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina continentale e la Corea del Nord. <sup>2</sup> Esclusi \$50 milioni di sottoscrizione in oro ricevuti dalla Romania.

dei restanti \$435 milioni di oro originariamente venduti al Tesoro SU nel periodo 1956-60. Inoltre nel gennaio 1972 il Fondo ha ritirato dalla Banca della Riserva Federale di New York e dalla Banca d'Inghilterra, rispettivamente, \$155 e 30 milioni di oro ivi depositato in contropartita delle loro vendite di oro ad altri paesi, vendite connesse con l'aumento delle quote del Fondo avvenuto nel 1965. Inoltre, la Banca d'Inghilterra ha eseguito un rimborso di \$30 milioni al Fondo come parte di una più ampia restituzione di \$1,2 miliardi eseguita nell'aprile 1972 (vedasi pagina 144) usando oro riacquistato dalla Banca del Canada. Nel resto del mondo si sono registrati scarsi mutamenti nelle riserve auree.

**Riserve globali.**

Il 1972 ha rappresentato il terzo anno consecutivo di massiccia espansione delle riserve complessive. Il totale degli averi ufficiali dei paesi in oro, valute straniere, e diritti speciali di prelievo, insieme alle posizioni di riserva sul Fondo, è aumentato ulteriormente di \$24,4 miliardi, e cioè del 18,5%. A determinare tutto il predetto incremento hanno concorso, come nel 1970 e 1971 (fatta eccezione per gli effetti della rivalutazione dell'oro in termini di dollari), le riserve in valuta estera e in DSP, che sono cresciute rispettivamente di \$21,9 e 3,1 miliardi, quest'ultima cifra corrispondendo grosso modo al totale delle assegnazioni di DSP effettuate lo scorso anno. In lieve diminuzione sono risultate le riserve auree e le posizioni di riserva presso il Fondo.

**Variazioni nelle riserve globali\*.**

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva presso il FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari SU				
<b>Gruppo dei dieci</b>					
1970 . . . . .	— 920	+ 8.460	+ 540	+ 2.340	+ 10.440
1971 . . . . .	+ 1.670	+ 25.830	— 835	+ 2.470	+ 29.135
1972 . . . . .	— 675	+ 7.275	— 80	+ 2.060	+ 8.580
Consistenze in essere alla fine del 1972 . . . . .	31.410	57.255	4.910	6.870	100.445
<b>Altri paesi sviluppati</b>					
1970 . . . . .	— 800	+ 1.685	+ 60	+ 300	+ 1.245
1971 . . . . .	+ 105	+ 5.375	+ 30	+ 270	+ 5.780
1972 . . . . .	+ 290	+ 7.665	+ 45	+ 400	+ 8.400
Consistenze in essere alla fine del 1972 . . . . .	3.950	19.885	955	970	25.760
<b>Paesi in via di sviluppo</b>					
1970 . . . . .	— 175	+ 1.965	+ 370	+ 485	+ 2.645
1971 . . . . .	+ 230	+ 4.140	+ 5	+ 515	+ 4.890
1972 . . . . .	— 5	+ 6.935	— 45	+ 590	+ 7.475
Consistenze in essere alla fine del 1972 . . . . .	3.505	24.525	950	1.590	30.570
<b>Altri paesi</b>					
1970 . . . . .	— 1.895	+ 12.130	+ 970	+ 3.125	+ 14.330
1971 . . . . .	+ 2.005	+ 35.345	— 800	+ 3.255	+ 39.805
1972 . . . . .	— 390	+ 21.875	— 80	+ 3.050	+ 24.455
Consistenze in essere alla fine del 1972 . . . . .	38.865	101.665	6.815	9.430	156.775

\* Comprende variazioni nelle valutazioni.

L'aumento di \$21,9 miliardi nel totale delle riserve in valute estere, durante il 1972, è stato influenzato da numerosi fattori straordinari che in complesso hanno certamente contribuito a contenere l'espansione delle riserve — probabilmente di parecchi miliardi di dollari al di sotto di ciò che altrimenti sarebbe stata. Senza dubbio l'incremento complessivo è stato gonfiato dal fatto che l'ammontare di valute straniere, detenute temporaneamente nelle riserve della Banca Nazionale Svizzera per effetto dei riporti effettuati a fine anno con le banche commerciali svizzere, è salito da un livello sostanzialmente pari a zero nel 1971 a \$1,2 miliardi l'anno scorso. Ciò, peraltro, è stato più che compensato dagli effetti dei vari provvedimenti presi dalle autorità giapponesi — soprattutto depositi e riporti con banche commerciali ma anche taluni acquisti di titoli statunitensi a più lungo termine — al fine di contenere l'aumento delle riserve del Giappone. Inoltre il deprezzamento della sterlina tra giugno e dicembre 1972 ha avuto l'effetto di ridurre di \$0,7 miliardi la consistenza di fine 1972 delle riserve in sterline, valutate in termini di dollari SU.

Come nei due anni precedenti, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti statunitense ha rappresentato il fattore predominante nel determinare la rapida espansione delle riserve in valuta. Quasi la metà dell'aumento totale, e cioè \$10,3 miliardi, è consistita in dollari detenuti da autorità straniere negli Stati Uniti; mentre soltanto una piccola parte dei restanti \$11,6 miliardi può essere chiaramente identificata: e cioè i \$1,2 miliardi detenuti dalla Banca Nazionale Svizzera nel periodo di fine d'anno, che sono stati collocati al di fuori degli Stati Uniti, e i \$0,4 miliardi che du-

rante l'anno si sono aggiunti agli averi ufficiali in marchi tedeschi in Germania. Le riserve in sterline detenute nel Regno Unito hanno presentato un piccolo aumento in termini di dollari corrispondente a \$0,1 miliardi. Per la restante parte, pari a \$10 miliardi circa, dell'aumento registrato lo scorso anno nel totale delle riserve valutarie, non si dispone di statistiche né in base alle valute né in base ai paesi in cui questi fondi sono stati collocati.

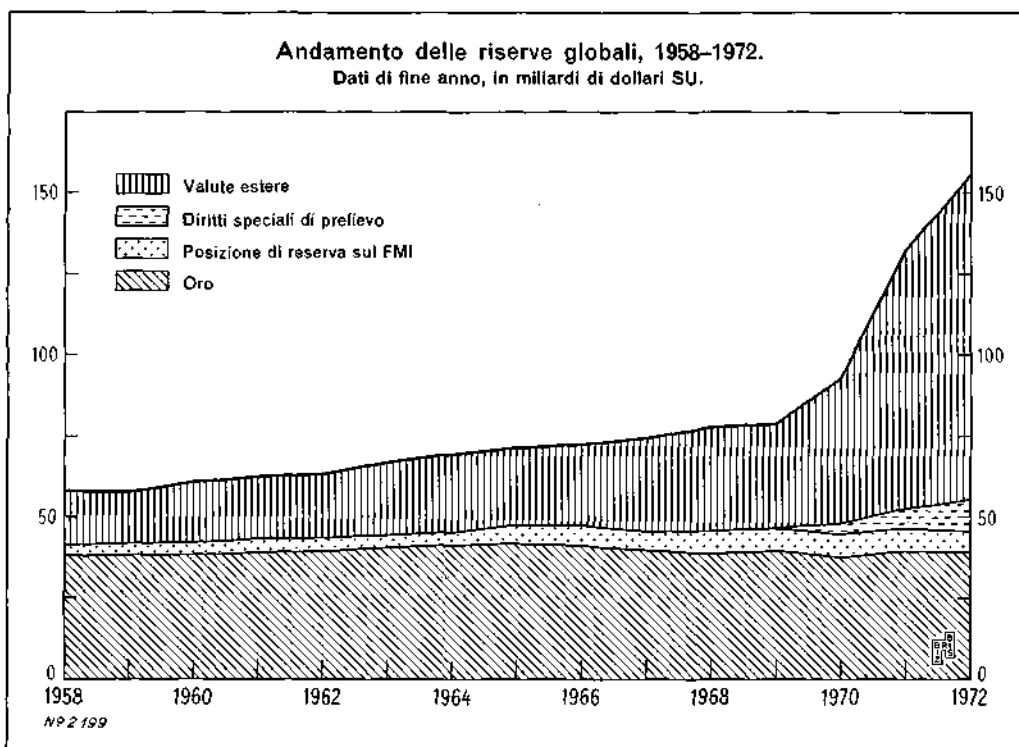
Senza dubbio gran parte di questi 10 miliardi di dollari, forse un ammontare pari a \$7-8 miliardi, è andato ad accrescere il totale delle disponibilità ufficiali sui mercati dell'eurodollaro e delle altre eurodivise. Peraltro, sembra che questa restante parte contenga anche taluni incrementi nella disponibilità di monete diverse dal dollaro statunitense, dalla sterlina e dal marco tedesco presso i paesi d'emissione delle monete in riferimento, come pure alcuni investimenti delle riserve in strumenti finanziari a più lungo termine.

L'aumento delle riserve globali nel 1972 è risultato considerevolmente diverso da quelli dei due anni precedenti in un aspetto, e cioè nel fatto che si è ripartito molto più largamente tra i vari paesi, sicché tra il 1971 e il 1972 la quota dei paesi del Gruppo dei dieci è scesa dal 73 al 35%, mentre quella degli altri paesi è cresciuta in corrispondenza. In termini assoluti, l'aumento delle riserve dei paesi del Gruppo dei dieci è risultato inferiore del 70% a quello dell'anno precedente — per effetto soprattutto del rovesciamento della posizione verso l'estero del Regno Unito — mentre l'aumento delle riserve degli altri paesi sviluppati e di quelli in via di sviluppo è stato superiore rispettivamente del 45 e del 53% a quello del 1971. L'aumento della partecipazione di questo secondo gruppo di paesi allo sviluppo delle riserve globali consente di spiegare perché, sebbene le riserve globali siano cresciute molto meno che nel 1971, gli impieghi in eurodivise sembrano essere saliti notevolmente di più: una considerevole porzione dell'aumento degli impieghi in eurodivise è dovuta al fatto che i paesi in via di sviluppo depositano nuovamente sull'euromercato i proventi dei prestiti in eurodivise ottenuti dai loro residenti.

All'interno di queste tre ampie categorie di paesi, la distribuzione degli aumenti delle riserve è risultata meno equilibrata. Nel Gruppo dei dieci, la Germania e il Giappone hanno fatto registrare ancora i maggiori incrementi — rispettivamente \$5,2 e 3 miliardi — seguiti dalla Francia (\$1,8 miliardi) e dai Paesi Bassi (\$1 miliardo). Le riserve del Regno Unito, d'altro canto, sono diminuite di \$3,2 miliardi, dopo il loro rapidissimo aumento di \$6 miliardi nel 1971, e quelle dell'Italia di \$0,7 miliardi. Nel gruppo degli altri paesi sviluppati, l'Australia e la Spagna, rispettivamente con \$2,8 e 1,8 miliardi, hanno fatto segnare il maggiore incremento di riserve. Inoltre, un considerevole sviluppo hanno avuto le riserve del Sud Africa e della Turchia (\$0,6 miliardi ciascuno), della Jugoslavia e della Grecia (\$0,5 miliardi), dell'Austria e del Portogallo (\$0,4 miliardi).

L'espansione delle riserve dei paesi in via di sviluppo si è concentrata molto meno intensamente che in passato nei paesi produttori di petrolio. A questi, infatti, vanno attribuiti soltanto \$2,1 miliardi dei \$7,5 miliardi di aumento complessivo registrato in questo gruppo, contro i \$3 miliardi su \$4,9 miliardi di aumento totale per il 1971. Nell'area dei paesi produttori di petrolio, l'Arabia Saudita con \$1,1 miliardi ha fatto segnare il maggiore incremento nelle riserve; mentre quelle della Libia sono

salite soltanto di \$0,3 miliardi, contro un aumento di \$1,1 miliardi nell'anno precedente. Al di fuori del gruppo dei paesi produttori di petrolio, si segnala il Brasile, che da solo - con \$2,4 miliardi pari a un aumento del 140% - rappresenta poco meno della metà dell'incremento di tutte le riserve degli altri paesi in via di sviluppo. La restante parte di \$3 miliardi è distribuita piuttosto diffusamente su un certo numero di altri paesi in via di sviluppo, tra cui primeggia Israele, le cui riserve sono salite di \$0,5 miliardi.



Per effetto dell'ulteriore massiccio sviluppo avvenuto l'anno scorso, le riserve globali alla fine del 1972 sono salite a \$156,8 miliardi, essendo raddoppiate pressochè esattamente nel corso di tre anni. Nello stesso periodo le riserve in valuta estera sono un po' più che triplicate, passando da \$32,3 a 101,7 miliardi e portando la loro incidenza sul totale complessivo dal 41 al 65%. A fronte della cresciuta incidenza delle riserve in valuta su quelle globali sta la flessione dal 50 al 25% della componente in oro, nonostante la sua rivalutazione dell'8,6% in termini di dollari. La restante parte dell'aumento pari a \$9,4 miliardi è derivata dalle prime tre distribuzioni annuali di DSP. Malgrado ciò e nonostante gli effetti sulle riserve dell'aumento delle quote del Fondo avvenuto nel 1970, la quota dei crediti verso il FMI, sul totale delle riserve, è salita pochissimo nel corso dei tre anni, passando da poco meno del 10% a poco più. Le assegnazioni di DSP, invece di costituire la componente principale così come ritenuto nei calcoli che stanno a fondamento delle decisioni relative alla loro assegnazione, hanno rappresentato soltanto il 12% degli aumenti delle riserve nel 1970-72. Per il 1973 si è deciso di non procedere ad ulteriori assegnazioni di DSP.

Prescindendo dalle dimensioni pure e semplici del loro sviluppo, l'altro importante aspetto dell'andamento delle riserve nel periodo 1970-72 è rappresentato dal modo in cui quelle in valuta sono cresciute e in particolare la misura in cui questo sviluppo non ha seguito le forme tradizionali. Alla fine del 1969 le riserve in valuta ammontavano in totale a \$32,3 miliardi, di cui \$23 miliardi identificabili come detenuti sotto forma di dollari statunitensi negli Stati Uniti e di sterline nel Regno Unito. Nei tre anni successivi, l'aumento della consistenza totale delle riserve in valute, misurata in dollari, è risultato pari a \$69,4 miliardi, di cui \$44 miliardi sono stati riconosciuti come detenuti nelle forme testè descritte. I rimanenti \$25,4 miliardi sono stati investiti in forme non tradizionali, soprattutto sul mercato delle eurodivise e sui mercati nazionali di alcuni paesi europei, ma anche, in qualche misura, in dollari a più lungo termine e in altri titoli a reddito fisso e in alcuni casi persino in titoli azionari. La massa degli investimenti "non tradizionali" di riserve in valute si è avuta nel corso di questi tre anni al di fuori dei paesi del Gruppo dei dieci: infatti, su \$27,8 miliardi rappresentanti l'aumento globale delle riserve in valuta di paesi al di fuori del Gruppo nel periodo 1970-72 - più della metà del quale è avvenuto nel solo 1972 - \$7 miliardi solamente, e cioè un quarto, hanno assunto la forma identificabile di disponibilità in dollari detenuti negli Stati Uniti e in sterline detenute nel Regno Unito.

Nel primo trimestre del 1973 le riserve globali hanno subito una considerevole espansione risentendo soprattutto dell'impatto della crisi valutaria. Se si valutano in dollari l'oro e le altre attività con garanzia aurea sulla base del presunto nuovo contenuto in oro del dollaro, l'aumento, secondo dati provvisori, può essere fatto ascendere a \$20 miliardi; di cui \$14,8 miliardi sono da attribuire al Gruppo dei dieci mentre \$2,2 e 3 miliardi vanno rispettivamente agli altri paesi sviluppati e a quelli in via di sviluppo. Gli effetti della rivalutazione hanno inciso in misura pari a \$3,5 miliardi circa, sulla crescita totale di \$13,6 miliardi avvenuta nelle riserve ufficiali dei paesi del Gruppo dei dieci esclusi gli Stati Uniti; il restante aumento di 10 miliardi circa risulta pari al disavanzo registrato nel primo trimestre nella bilancia dei pagamenti statunitense misurata sulla base delle transazioni ufficiali. Come nel 1972, la Germania ha registrato il maggiore incremento di riserve, e cioè \$8,6 miliardi, di cui \$6 miliardi nel solo mese di febbraio. Altri considerevoli aumenti si riscontrano nei Paesi Bassi (\$1,3 miliardi), in Francia (\$1,2 miliardi), in Belgio (\$1,1 miliardi) e in Svezia (\$0,5 miliardi).

### **Il Fondo Monetario Internazionale.**

In presenza di una situazione di quasi equilibrio tra prelievi lordi e riacquisti dei paesi membri, l'anno scorso si è avuto, dopo il notevole declino del 1971, un lieve incremento di \$50 milioni nell'utilizzo netto delle risorse del Fondo. I nuovi prelievi sono risultati in totale di \$1.749 milioni e i riacquisti di \$1.699 milioni.

Dal lato dei prelievi, tre paesi, e cioè gli Stati Uniti, il Regno Unito e l'Argentina, hanno assorbito i due terzi del totale, mentre dal lato dei riacquisti il solo Regno Unito conta per quasi i due terzi. Il prelievo degli Stati Uniti, avvenuto nell'aprile 1972, ha contribuito all'estinzione del debito di \$1.249 milioni che il Regno Unito



Fondo monetario internazionale: prelievi e riacquisti nel 1972.

Paesi o aree	Prelievi	Riacquisti*	Prelievi netti
	milioni di dollari SU		
Stati Uniti . . . . .	217		217
Regno Unito . . . . .	634	1.083	— 449
Europa continentale . . . . .	35	129	— 94
<i>di cui</i>			
Turchia . . . . .	—	98	— 98
Medio Oriente . . . . .	27	132	— 105
Asia . . . . .	236	114	122
<i>di cui</i>			
Bangladesh . . . . .	68	—	68
Pakistan . . . . .	91	16	75
Africa . . . . .	114	92	22
America latina . . . . .	486	149	337
<i>di cui</i>			
Argentina . . . . .	308	—	308
Colombia . . . . .	—	58	— 58
Perù . . . . .	67	37	30
Totale . . . . .	1.749	1.699	50

\* Comprende riacquisti attraverso prelievi di altri paesi membri (Regno Unito: \$268 milioni) meno riacquisti di commissioni pagate in valuta (Regno Unito: \$217 milioni) e quelli effettuati in conto sottoscrizione (\$10 milioni).

aveva nei confronti del Fondo, attraverso la corrispondente riduzione del quantitativo di sterline detenute dal Fondo stesso. Contemporaneamente, lo stesso Regno Unito ha riacquistato direttamente la restante parte di \$1.031 milioni, ristabilendo così pienamente per la prima volta sin dal 1964 la sua tranche in oro nel Fondo. Nel luglio 1972 il Regno Unito ha prelevato \$634 milioni al fine di rimborsare parzialmente il sostegno dato alla sterlina dai paesi membri della CEE nell'ultima parte di giugno.

Nel 1972 sono state utilizzate dodici diverse monete per i prelievi e i riacquisti. Le principali monete oggetto di prelievo sono state il marco tedesco (\$448 milioni), la sterlina (279), lo yen giapponese (214) e il franco francese (157), mentre le più usate per i riacquisti sono stati il marco tedesco (366), il franco belga (132), il franco francese (131), lo yen giapponese (117) e il fiorino olandese (116). Per la prima volta nella storia del Fondo il dollaro SU non è stato usato né per i prelievi, né per i riacquisti. D'altro canto, si sono utilizzati \$387 milioni di DSP per i prelievi e \$537 milioni per i riacquisti.

Nel 1972 altri cinque paesi — Bangladesh, Bahrein, Qatar, Emirati Arabi Uniti e la Romania — sono entrati a far parte del FMI, portando il totale dei paesi membri a 125 e il totale delle quote del Fondo a \$31.668 milioni, con un aumento di \$391 milioni.

La terza assegnazione di DSP, il 1° gennaio 1972, è stata pari a \$3,2 miliardi, ed ha portato il totale delle assegnazioni nel primo periodo di base a \$10,1 miliardi. Nel 1972 il totale degli utilizzi lordi di DSP è risultato di \$1,6 miliardi, attribuibili per \$1,2 miliardi ai paesi partecipanti e per i restanti \$0,4 miliardi al Conto Generale del Fondo. Nel corso dell'anno l'uso dei DSP è avvenuto per la maggior parte in relazione alle operazioni intervenute tra il Regno Unito e il Fondo: ad aprile il Regno

Unito ha trasferito \$461 milioni di DSP al Fondo in parziale riacquisto della sua moneta, mentre a luglio il Fondo ha trasferito \$317 milioni al Regno Unito in parziale contropartita dei suoi prelievi e a sua volta il Regno Unito ha immediatamente ritrasferito questi DSP a Belgio, Francia, Germania, Paesi Bassi e Norvegia come regolamento parziale dei suoi debiti derivanti dal sostegno fornito da questi paesi alla sterlina nell'ultima parte di giugno.

Nel 1972 la fisionomia dei flussi netti di DSP è risultata identica a quella degli anni precedenti: i paesi in via di sviluppo hanno utilizzato un ammontare netto di \$221 milioni, e il Fondo e i paesi sviluppati hanno accettato un totale netto rispettivamente di \$152 e 69 milioni. Nel triennio 1970-72, settanta stati membri del Fondo sono risultati utilizzatori netti, su base cumulativa, per un totale di \$2.142 milioni con alla testa gli Stati Uniti (\$533 milioni) e il Regno Unito (\$436 milioni); \$1.459 milioni di questo utilizzo netto sono stati accettati da ventiquattro altri paesi membri del Fondo, le cui disponibilità di DSP alla fine del 1972 superavano quindi le loro assegnazioni, e i restanti \$683 milioni dal Fondo. Chiaramente i Paesi Bassi, il Belgio e la Germania sono stati i più importanti paesi ad avere accettato DSP su base netta (rispettivamente, nella misura di \$449, 341 e 304 milioni). Il gruppo dei paesi sviluppati alla fine del 1972 deteneva il 104% delle loro assegnazioni cumulative, mentre il gruppo dei paesi in via di sviluppo ne deteneva il 62%.

Per quanto riguarda le assegnazioni future di DSP, non è stata finora sottoposta al Consiglio dei Governatori del FMI alcuna proposta concernente sia la durata del prossimo periodo di base sia i quantitativi da assegnare nello stesso periodo.

Nei primi quattro mesi del 1973 le transazioni del Fondo, sia quelle consuete che quelle in DSP, sono risultate su scala molto ridotta.

### **I movimenti monetari.**

*Stati Uniti.* Nel 1972 negli Stati Uniti il peggioramento della posizione monetaria netta verso l'estero dei due settori combinati, ufficiale e bancario, è stato pari a \$12,9 miliardi, cifra abbastanza notevole, ma alquanto inferiore ai due terzi dell'ammontare di \$20,7 miliardi registrato l'anno precedente. Il peggioramento della posizione netta ufficiale è stato, tuttavia, poco più di un terzo di quello registrato nel 1971 - \$10,3 miliardi contro \$29,8 miliardi - per effetto di un capovolgimento di \$11,6 miliardi nella posizione del settore bancario, passata da un deflusso di \$9,1 miliardi nel 1971, ad un afflusso di \$2,5 miliardi l'anno scorso.

La svolta nella posizione netta verso l'estero delle banche statunitensi deriva quasi interamente dal fatto che le passività delle banche verso operatori esteri non ufficiali sono salite l'anno scorso di \$4,8 miliardi, dopo essere calate l'anno precedente di \$6,7 miliardi. Esistono diversi motivi a spiegazione di questo aumento: il primo e più importante è che, dopo la loro riduzione nel 1971, rimaneva ben poca possibilità per un'ulteriore flessione delle passività delle banche statunitensi verso le loro filiali estere ed infatti queste nel corso del 1972 sono aumentate poco, e cioè di \$0,5 miliardi, fino a raggiungere il livello di \$1,4 miliardi. Il secondo motivo è rappresentato dal fatto che le autorità giapponesi hanno sollecitato le loro banche a

ridurre il loro indebitamento netto verso le banche degli Stati Uniti; soprattutto in conseguenza di ciò, le passività delle banche statunitensi verso operatori giapponesi non ufficiali sono salite l'anno scorso di \$1,6 miliardi circa. Il terzo motivo è dato dal rialzo dei saggi di interesse sul mercato monetario statunitense che nel periodo centrale dell'anno ha spostato a favore degli Stati Uniti il divario esistente tra alcuni saggi d'interesse. I crediti a breve termine delle banche SU nei confronti dei non residenti sono saliti nel 1972 di \$2,2 miliardi, cifra praticamente uguale a quella dell'anno precedente. La maggior parte dell'aumento si è riscontrata nei prestiti all'America Latina e ai paesi europei, mentre quelli al Giappone hanno presentato pochissimi cambiamenti per l'anno nel suo complesso, diminuendo di \$0,8 miliardi nei primi nove mesi e poi risalendo di \$0,7 miliardi nell'ultimo trimestre.

Di fatto, il totale del disavanzo registrato l'anno scorso nella bilancia delle transazioni ufficiali è stato finanziato con un ulteriore aumento delle passività verso enti ufficiali stranieri, passività che alla fine dell'anno ammontavano a \$61,6 miliardi. Dal lato dell'attivo non si è avuto quasi nessun cambiamento globale: le disponibilità in DSP sono salite di \$0,7 miliardi per effetto dell'assegnazione del 1972; contemporaneamente, le consistenze di oro sono scese di \$0,6 miliardi in seguito al riflusso di

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1971	Anno	1972				1973 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve . . . . .	- 2.345	- 30	+ 100	+ 55	- 120	- 65	- 220
di cui							
Oro . . . . .	865	545	545	—	—	—	—
Valute estere . . . . .	380	35	65	+ 245	- 135	- 80	- 235
Assegnazioni di DSP . . . . .	+ 720	+ 710	+ 710	—	—	—	—
Trasferimenti di DSP . . . . .	470	5	—	5	—	—	—
"Tranche" di oro nel FMI . . . . .	1.350	155	—	185	+ 15	+ 15	+ 15
Passività verso enti ufficiali esteri . . . . .	-27.415	-10.310	-2.610	- 800	-5.465	-1.435	- 9.785
di cui							
Liquide . . . . .	-27.615	-9.715	-2.110	- 775	-5.350	-1.480	-8.605
Non liquide . . . . .	+ 200	595	500	25	115	+ 45	-1.180
Posizione ufficiale netta . . . . .	-29.760	-10.340	-2.510	- 745	-5.585	-1.500	-10.005
Crediti a breve verso stranieri . . . . .	+ 2.375	+ 2.245	+ 775	- 480	+ 370	+1.580	+ 2.590
Passività verso istituzioni non ufficiali e verso privati . . . . .	+ 6.690	- 4.785	- 590	-2.190	- 265	-1.740	+ 1.835
Posizione netta delle banche . . . . .	+ 9.065	- 2.540	+ 185	-2.670	+ 105	- 160	+ 4.425
Totale (con DSP) . . . . .	-20.695	-12.880	-2.325	-3.415	-5.480	-1.660	- 5.580
Totale (senza DSP) . . . . .	-21.415	-13.590	-3.035	-3.415	-5.480	-1.660	- 5.580

Nota: I dati relativi al secondo trimestre e per l'intero anno 1972 non includono gli effetti della svalutazione del dollaro sulle riserve.

oro nel FMI (vedansi pagine 134-135) e la posizione di riserva sul Fondo si è ridotta di \$0,2 miliardi, essenzialmente per effetto di un prelievo di sterline.

L'aumento di \$10,3 miliardi nelle passività ufficiali si è avuto soprattutto nei periodi febbraio-marzo e giugno-luglio; infatti, proprio in questi due periodi le passività ufficiali sono salite rispettivamente di \$1,7 e \$5,8 miliardi. Conclusosi il secondo di questi episodi, allorchè il mercato ha cominciato ad orientarsi in favore del dollaro, le passività ufficiali sono cresciute negli ultimi quattro mesi dell'anno di appena \$0,9 miliardi.

Nell'ambito dell'aumento globale di \$10,3 miliardi nelle passività ufficiali si registrano parecchi movimenti diversi fra loro. Alcune passività, per esempio, sono diminuite; quelle relative ai prelievi degli Stati Uniti in base alle facilitazioni di riporto sono scese di \$1,3 miliardi, soprattutto in virtù del rimborso di \$0,7 e \$0,4 miliardi rispettivamente al Regno Unito e alla Svizzera; il Tesoro degli Stati Uniti ha poi liquidato un debito obbligazionario in marchi tedeschi di \$0,3 miliardi nei confronti della Deutsche Bundesbank; e, inoltre, i trasferimenti di oro al Fondo hanno avuto una contropartita nella riduzione delle passività. Pertanto, altri tipi di passività ufficiali, e precisamente passività in dollari non garantite, sono salite di \$12,6 miliardi. Più della metà di questo aumento è avvenuto in forma di acquisti da parte della Deutsche Bundesbank, per un ulteriore ammontare di \$6,3 miliardi, di speciali obbligazioni e titoli non commerciabili del governo SU con scadenze che vanno dai quattro ai sette anni, ma quasi tutti questi titoli possono essere incassati con un breve preavviso in caso di necessità di pagamenti.

Nel primo trimestre del 1973 la posizione netta ufficiale SU è peggiorata ulteriormente di \$10 miliardi, \$9,8 dei quali rappresentano un aumento nelle passività ufficiali. Questo peggioramento è avvenuto per la maggior parte durante la crisi di febbraio, allorquando il disavanzo ufficiale netto è risultato di \$7,8 miliardi: 4,6 miliardi di esso rappresentano il risultato di un deflusso attraverso il sistema bancario. In detto mese i prestiti bancari a breve termine concessi a non residenti si sono dilatati di \$2,7 miliardi e inoltre presso le banche statunitensi i saldi di non residenti, escluse le istituzioni ufficiali, sono calati di \$1,9 miliardi. In marzo si è registrato un ulteriore disavanzo della bilancia delle transazioni ufficiali pari a \$2,8 miliardi, ma ben pochi ulteriori deflussi di fondi attraverso le aziende di credito.

*Regno Unito.* La posizione netta delle riserve del Regno Unito si è indebolita, nel 1972, di \$2,7 miliardi, dopo il rafforzamento di \$8,2 miliardi nel 1971. Se, da un canto, il peggioramento di \$6 miliardi nella bilancia dei pagamenti ha rappresentato il fattore maggiore di questa drammatica svolta, la variazione nei movimenti di fondi riguardanti il sistema bancario, passati da un afflusso di quasi \$4 miliardi ad un deflusso di \$1 miliardo circa, non è stata meno cospicua.

Sebbene il saldo passivo della bilancia dei pagamenti abbia raggiunto il massimo nell'ultimo trimestre dell'anno, tuttavia la perdita di riserve è stata concentrata nella terza settimana di giugno, allorquando si è registrato un deflusso di fondi pari a \$2,8 miliardi. Gli eventi di tale settimana hanno dominato il secondo trimestre, durante il quale una perdita netta di riserve pari a \$2,7 miliardi è stata causata da un saldo passivo della bilancia dei pagamenti di \$0,8 miliardi e da un deflusso netto di \$1,9

miliardi attraverso il sistema bancario. La sfiducia nella sterlina, che ha causato il deflusso, può chiaramente individuarsi in parecchie voci monetarie: nella conversione di \$0,8 miliardi di fondi da parte delle banche da sterline a valute straniere, che senza dubbio rappresenta in parte operazioni compiute dalle banche su loro iniziativa e in parte la contropartita a pronti di vendite a termine di valuta estera ai loro clienti; nell'aumento di \$0,5 miliardi dei prestiti in sterline contratti da non residenti con banche del Regno Unito; e nel prelievo di \$0,5 miliardi di saldi non pertinenti all'area della sterlina. Mentre i saldi relativi all'area della sterlina hanno presentato pochi cambiamenti nell'insieme del secondo trimestre, anch'essi tuttavia hanno subito una flessione nella crisi di giugno, sebbene nei precedenti mesi di aprile e di maggio siano stati in aumento.

La perdita netta di \$2,7 miliardi di riserve avvenuta nel secondo trimestre è stata essenzialmente finanziata per \$2,6 miliardi con l'assistenza a breve termine ricevuta dai paesi della CEE e dalla Norvegia. Quest'assistenza infatti spiega la maggior parte dei \$3,9 miliardi del peggioramento registrato nella posizione verso "altre autorità monetarie". Inoltre, questa voce è stata ridotta con il trasferimento alle riserve di \$1,1 miliardi precedentemente concessi ad altre autorità monetarie in base a facilitazioni di riporto. Nonostante questo trasferimento, tuttavia, le riserve vere e proprie sono salite soltanto di \$0,3 miliardi durante il trimestre, dal momento che si è fatto ricorso ad esse per \$0,2 miliardi al fine di sostenere la sterlina durante la crisi di giugno, e inoltre per \$0,5 miliardi al fine di estinguere ad aprile l'indebitamento verso il Fondo. La riduzione di \$0,4 miliardi avvenuta nel secondo trimestre nelle disponibilità di DSP è servita, anch'essa, ad estinguere debiti verso il Fondo che nel complesso sono diminuiti di \$1,2 miliardi, e in particolare \$1 miliardo in virtù dei rimborsi diretti del Regno Unito e la restante parte attraverso un prelievo in sterline da parte degli Stati Uniti.

Prescindendo dalla crisi di giugno, i movimenti monetari netti nel 1972 sono risultati di proporzioni ridotte. Nel primo trimestre dell'anno il saldo attivo globale e l'aumento delle riserve sono stati in gran parte dovuti alla terza assegnazione di DSP. Nel terzo trimestre i movimenti monetari non ufficiali erano stati molto esigui, mentre quelli avvenuti nel settore ufficiale erano essenzialmente il risultato del rimborso di \$2,6 miliardi corrispondenti agli aiuti concessi alla sterlina nella crisi di giugno. In realtà, tale rimborso è stato eseguito per \$2 miliardi attingendo alle riserve e per \$0,6 miliardi ricorrendo a prelievi dal Fondo; tuttavia, l'effettiva flessione delle riserve è risultata soltanto di \$1 miliardo e il miglioramento della posizione con le "altre autorità monetarie" soltanto di \$1,6 miliardi, giacchè sono stati trasferiti a riserve altri \$1,1 miliardi precedentemente dati a riporto ad altre autorità monetarie. Nel quarto trimestre, le riserve sono diminuite di \$0,4 miliardi, nonostante fosse ancora in atto la fluttuazione della sterlina. Circa la metà di questa flessione è attribuibile a pagamenti di fine anno di debiti verso il Nord America. L'ultimo trimestre ha presentato anche un notevole afflusso di fondi attraverso il sistema bancario, che comprendono \$0,4 miliardi per ricostituzione di saldi esterni all'area della sterlina e \$0,3 miliardi per conversioni in sterline da parte delle banche.

Nel primo trimestre del 1973 le riserve nette del Regno Unito sono salite di \$0,4 miliardi e un afflusso netto di pari ammontare si è realizzato attraverso il sistema

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1971	1972				1973	
		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 in oro e valute . . .	+3.385	-1.080	+ 135	+ 285	-1.040	- 460	+ 305
Assegnazioni di DSP . . .	+ 360	+ 325	+ 325	—	—	—	+ 120
Trasferimenti di DSP . . .	+ 15	- 310	+ 35	- 395	+ 35	+ 15	- 50
FMI . . . . .	+1.345	+ 690	+ 55	+1.270	- 635	—	+ 15
Altre autorità monetarie . . .	+3.060	-2.330	- 50	-3.865	+1.585	—	—
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+8.165</b>	<b>-2.705</b>	<b>+ 500</b>	<b>-2.705</b>	<b>- 55</b>	<b>- 445</b>	<b>+ 390</b>
<b>Altri movimenti monetari</b>							
<b>Saldi in sterline (al lordo di detentori del resto dell'area della sterlina)</b>							
ufficiali . . . . .	-1.215	- 810	- 390	- 120	- 30	- 370	} - 385
privati . . . . .	- 905	+ 400	+ 20	+ 145	+ 15	+ 220	
<b>di detentori non appartenenti all'area della sterlina</b>							
ufficiali <sup>1</sup> . . . . .	- 510	+ 100	- 145	+ 240	+ 30	- 25	
privati . . . . .	- 845	- 145	- 25	+ 290	- 10	- 400	
Crediti in sterline di banche RU <sup>2</sup> . . . . .	+ 40	+ 820	+ 280	+ 535	+ 15	- 10	- 295
Transazioni valutarie delle banche RU <sup>2</sup> . . . . .	- 510	+ 660	+ 170	+ 785	- 10	- 285	+ 310
<b>Totale . . . . .</b>	<b>-3.945</b>	<b>+ 925</b>	<b>- 90</b>	<b>+1.875</b>	<b>+ 10</b>	<b>- 870</b>	<b>- 370</b>
<b>Saldo complessivo . . . . .</b>	<b>+4.220</b>	<b>-1.780</b>	<b>+ 410</b>	<b>- 830</b>	<b>- 45</b>	<b>-1.315</b>	<b>+ 20</b>
<b>Saldo complessivo senza DSP . . . . .</b>	<b>+3.860</b>	<b>-2.105</b>	<b>+ 85</b>	<b>- 830</b>	<b>- 45</b>	<b>-1.315</b>	<b>+ 20</b>

<sup>1</sup> Compreso 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 i prestiti in valuta estera contratti a Londra da residenti RU per finanziare investimenti RU all'estero; comprese le transazioni nette delle banche RU in valute del resto dell'area della sterlina.

bancario. Metà di tale incremento è stato determinato dalla rivalutazione di febbraio delle riserve in valute diverse dal dollaro, la cui contropartita si riscontra nella bilancia dei pagamenti complessiva che, in mancanza di questa voce, presenterebbe nel trimestre un disavanzo di \$0,2 miliardi. Per quanto riguarda gli afflussi attraverso il sistema bancario, gran parte dell'aumento di \$0,4 miliardi nei saldi in sterline si spiega con la particolare ampiezza, in rapporto al momento, degli introiti dei paesi produttori di petrolio, mentre la diminuzione di \$0,3 miliardi nei prestiti bancari in sterline verso l'estero è stata probabilmente influenzata dagli alti livelli raggiunti dai tassi di interesse. Le passività bancarie nette in valute estere sono diminuite nel trimestre di \$0,3 miliardi, compensando parzialmente i cennati afflussi. Ad aprile le riserve sono aumentate di \$0,1 miliardi e a maggio di \$0,6 miliardi. Metà circa del notevole incremento registrato a maggio è rappresentata dai proventi dei prestiti ottenuti all'estero da società pubbliche.

*Germania.* Nel 1972, per il terzo anno consecutivo, le riserve della Germania sono aumentate molto considerevolmente, con un rialzo di \$5,1 miliardi nelle attività

monetarie nette ufficiali. La maggior parte dell'aumento è avvenuto nelle riserve in valuta, che sono salite ulteriormente di \$4,6 miliardi; inoltre le disponibilità in DSP della Germania si sono dilatate di \$0,4 miliardi, metà dei quali provenienti dall'assegnazione del 1972. Durante l'anno la Germania ha acquistato altri \$6,3 miliardi di titoli in dollari del governo statunitense non commerciabili, portando il totale delle sue consistenze di tali titoli a \$11,3 miliardi, e cioè ad una quota di poco inferiore ai due terzi delle riserve totali in dollari detenute alla fine dell'anno.

L'intero aumento delle riserve, lo scorso anno, è derivato dagli afflussi di bilancia dei pagamenti; infatti, considerando l'anno nel suo complesso, si è avuto un ridottissimo deflusso netto di \$0,1 miliardi attraverso il sistema bancario, conseguenza in parte dei più stringenti obblighi di riserva posti sulle passività delle banche verso l'estero. Nel corso dell'anno, tuttavia, la posizione netta sull'estero delle banche ha subito assai notevoli oscillazioni.

L'aumento delle riserve nel 1972 si è concentrato in due periodi, gennaio-febbraio e giugno-luglio: nel primo, le riserve sono salite di \$1,3 miliardi, nonostante il deflusso stagionale di \$2 miliardi attraverso il sistema bancario; mentre, nel secondo, l'incremento è stato di \$4,9 miliardi, di cui circa un terzo è affluito attraverso il sistema bancario, soprattutto per effetto dei maggiori saldi in marchi tedeschi detenuti da non residenti presso banche tedesche, pari a circa \$1,1 miliardi. L'aumento delle riserve è cessato a metà luglio e da allora sino alla fine dell'anno esse in realtà sono diminuite di \$1,3 miliardi. Tale declino avrebbe assunto dimensioni più ampie qualora non fosse intervenuto a dicembre un afflusso stagionale di fondi attraverso il sistema bancario, valutabile a \$1,1 miliardi circa.

Nel primo trimestre del 1973 la posizione ufficiale netta della Germania ha presentato un ulteriore enorme aumento di \$7,1 miliardi. Le attività di riserva ufficiali sono salite di \$8,6 miliardi, di cui \$8 miliardi circa provengono dagli afflussi determinatisi durante la crisi valutaria del febbraio-marzo e \$0,7 miliardi dalla rivalutazione delle attività di riserva in valute diverse dal dollaro in seguito alla seconda svalutazione del dollaro stesso. Ai cennati afflussi hanno contribuito sostanzialmente i trasferimenti di fondi attraverso il sistema bancario, rappresentati in gran parte da incrementi dei saldi in marchi tedeschi appartenenti a non residenti. Anche le passività ufficiali sono considerevolmente aumentate durante il trimestre, passando da \$0,9 a 2,4 miliardi, in gran parte per effetto di un aumento dei saldi in marchi tedeschi detenuti dalle autorità monetarie straniere presso la Deutsche Bundesbank. Alla fine di marzo del 1973 le riserve monetarie della Germania avevano raggiunto il livello di \$33,2 miliardi, che, prescindendo dai mutamenti di valore dovuti alle due svalutazioni del dollaro, rappresentava un aumento di quasi \$24 miliardi, pari al 300% circa, rispetto alla fine del 1969, e un incremento di \$13 miliardi nel periodo che va dal riallineamento monetario smithsoniano all'abbandono del saggio di cambio fisso tra il marco tedesco e il dollaro, nel marzo 1973. Non desta quindi sorpresa se alla riapertura dei mercati dei cambi dopo la crisi del febbraio-marzo sono avvenuti alcuni deflussi di fondi dalla Germania. In aprile-maggio le attività monetarie nette ufficiali sono scese di \$0,3 miliardi.

*Giappone.* Dopo la Germania, il Giappone è il paese che ha fatto registrare il maggiore aumento di riserve nel 1972: le attività ufficiali nette sono cresciute di \$2,9

**Paesi dell'Europa continentale,  
Canada e Giappone: Posizioni monetarie verso l'estero<sup>1</sup>.**

Paesi	Fine anno	Oro, DSP e riserve nette in valute estere	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 con DSP	senza DSP	Banche
milioni di dollari SU									
Austria . . . . .	1971	2.085	145	2.230	- 345	1.885	+ 475	+ 455	- 295
	1972	2.495	135	2.630	- 595	2.035	+ 400	+ 370	- 250
Belgio-Lussemburgo . . . . .	1971	2.740	650	3.390	- 990	2.400	+ 565	+ 495	- 140
	1972	3.265	560	3.825	-1.350	2.475	+ 435	+ 360	- 360
Danimarca . . . . .	1971	620	50	670	- 60	610	+ 210	+ 180	- 45
	1972	725	70	795	40	835	+ 125	+ 90	+ 100
Finlandia . . . . .	1971	570	70	640	- 55	585	+ 180	+ 160	+ 35
	1972	685	70	755	35	790	+ 115	+ 95	+ 90
Francia . . . . .	1971	7.145	475	7.620	-2.815	4.805	+ 3.730	+ 3.540	-1.470
	1972	8.875	500	9.375	-4.150	5.225	+ 1.755	+ 1.580	-1.335
Germania . . . . .	1971	17.395	1.170	18.565	-4.335	14.230	+ 5.030	+ 4.830	- 890
	1972	22.400	1.240	23.640	-4.620	19.020	+ 5.075	+ 4.890	+ 130 <sup>2</sup>
Grecia . . . . .	1971	470	35	505	5	510	+ 200	+ 185	-
	1972	995	35	1.030	15	1.045	+ 525	+ 505	+ 10
Irlanda . . . . .	1971	955	40	995	45	1.040	+ 300	+ 285	-
	1972	1.095	45	1.130	- 70	1.060	+ 135	+ 120	- 115
Islanda . . . . .	1971	55	5	60	- 10	50	+ 20	+ 15	- 5
	1972	65	5	70	- 15	55	+ 10	+ 5	- 5
Italia . . . . .	1971	6.310	355	6.665	- 125	6.540	+ 1.145	+ 1.040	- 215
	1972	6.600	335	5.935	- 635	5.300	- 730	- 835	- 510
Norvegia . . . . .	1971	1.080	65	1.145	- 65	1.080	+ 345	+ 315	- 165
	1972	1.230	75	1.305	- 55	1.250	+ 160	+ 130	+ 10
Paesi Bassi . . . . .	1971	3.055	700	3.755	220	3.975	+ 545	+ 455	+ 380
	1972	4.080	600	4.680	290	4.970	+ 925	+ 845	+ 70
Portogallo . . . . .	1971	1.830	30	1.860	200	2.060	+ 360	+ 360	-
	1972	2.275	30	2.305	220	2.525	+ 445	+ 445	+ 20
Spagna . . . . .	1971	3.130	105	3.235	- 165	3.070	+ 1.440	+ 1.400	- 115
	1972	4.890	115	5.005	- 190	4.815	+ 1.770	+ 1.715	- 25
Svezia . . . . .	1971	960	90	1.050	155	1.205	+ 350	+ 310	- 10
	1972	1.425	95	1.520	290	1.810	+ 470	+ 435	+ 135
Svizzera . . . . .	1971	6.930	-	6.930	3.165	10.095	+ 1.745	+ 1.745	-
	1972	6.995	-	6.995	3.235	10.230	+ 65	+ 65	+ 70
Turchia . . . . .	1971	485	70	415	.	.	+ 405	+ 385	.
	1972	530	30	560	.	.	+ 145	+ 125	.
Canada . . . . .	1971	5.195	330	5.525	160	5.685	+ 895	+ 775	-1.380
	1972	5.605	345	5.950	- 570	5.380	+ 425	+ 280	- 730
Giappone . . . . .	1971	14.635	490	15.125	-1.470	13.655	+10.335	+10.205	-2.530
	1972	17.425	620	18.045	510	18.555	+ 2.920	+ 2.760	+1.980

<sup>1</sup> 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 seguite a partire dalla fine del 1971 per convertire in dollari SU le passività e attività non espresse in dollari, non sono compatibili fra loro. <sup>2</sup> A causa di distorsioni contabili, questo dato non corrisponde alla differenza fra le posizioni nette estere delle banche tedesche in essere alla fine del 1971 e del 1972.



miliardi, di cui \$2,6 miliardi provengono dagli afflussi di bilancia dei pagamenti e i restanti \$0,3 miliardi dall'assegnazione di DSP avvenuta nell'anno e dalla rivalutazione delle riserve auree e delle attività di riserva basate sull'oro. Prescindendo da queste voci minori, l'aumento delle riserve ha riguardato interamente le disponibilità ufficiali di obbligazioni trasferibili e di altri titoli del governo americano; durante l'anno le riserve primarie in valuta hanno mostrato appena qualche variazione. L'aumento delle attività monetarie nette ufficiali sottovaluta considerevolmente l'afflusso lordo avvenuto l'anno scorso nelle riserve del Giappone, poichè durante l'anno le autorità hanno messo a disposizione delle banche, attraverso depositi e riporti, considerevoli quantità di valuta estera. In parte a seguito di queste transazioni, le banche hanno esportato nel 1972 un ammontare netto di \$2 miliardi. Pertanto il totale dell'avanzo monetario verso l'estero registrato nell'anno è risultato pari a \$4,9 miliardi, sostanzialmente identico a quello della Germania.

Esaminando l'andamento nel corso dell'anno, si osserva che nel primo trimestre le attività ufficiali nette sono salite di \$1,4 miliardi, nonostante un certo ammontare di depositi in dollari accesi presso le banche commerciali giapponesi. Pertanto a partire da aprile le autorità hanno cominciato a collocare maggiori quantità di valuta estera presso le banche, e infatti durante il secondo trimestre le riserve sono diminuite di \$0,8 miliardi, in connessione con un deflusso netto di \$1,3 miliardi attraverso le aziende di credito. Nel terzo trimestre le banche hanno esportato un ulteriore quantitativo di \$0,9 miliardi, ma le riserve hanno cominciato nuovamente a salire, aumentando di \$0,7 miliardi. Nell'ultimo trimestre esse hanno compiuto un ulteriore balzo di \$1,9 miliardi e in complesso non si è avuto nessun altro deflusso di fondi attraverso il sistema bancario.

Nei primi cinque mesi di quest'anno le attività monetarie nette ufficiali del Giappone sono diminuite di \$2,4 miliardi: alla fine di febbraio, in seguito ad un considerevole afflusso avvenuto durante il mese, esse superavano di \$0,8 miliardi il livello di fine 1972, ma nei successivi tre mesi sono discese di \$3,2 miliardi. Le attività nette sull'estero delle banche nei primi quattro mesi del 1973 sono diminuite di \$0,5 miliardi.

*Spagna.* Con un aumento di \$1,8 miliardi, pari al 55%, nelle attività monetarie nette ufficiali, la Spagna occupa il secondo posto tra i paesi europei per ampiezza di aumento di riserve nello scorso anno. A differenza di altri paesi che hanno presentato ingenti avanzi nella bilancia dei pagamenti per il 1972, nel caso della Spagna il saldo attivo si registra in larghissima misura nella bilancia di base e non comprende alcuna significativa componente di afflussi a breve derivanti dalla debolezza del dollaro. Le riserve in valuta sono salite durante l'anno di \$1,7 miliardi, a cui si aggiungono \$0,1 miliardi per effetto della rivalutazione delle riserve auree e delle attività monetarie ufficiali con garanzia aurea. Il saldo attivo globale della bilancia dei pagamenti è proseguito nel 1973, con riserve in ascesa nel primo trimestre in misura pari a \$0,2 miliardi.

*Francia.* Come in Germania, l'aumento di \$1,8 miliardi registrato nel 1972 nelle attività monetarie nette ufficiali della Francia — prescindendo dall'assegnazione di \$0,2 miliardi in DSP a gennaio — ha assunto essenzialmente la forma di un incre-

mento delle riserve in valuta estera di \$1,5 miliardi. Tuttavia, a differenza di quanto avvenuto in Germania, l'aumento delle riserve in valuta è stato determinato in ampissima misura da un afflusso di fondi attraverso il settore bancario e ciò, nonostante l'esistenza di un sistema di doppio mercato dei cambi; infatti le passività bancarie nette verso l'estero sono salite nel corso dell'anno di \$1,3 miliardi. Tale variazione si compone di due elementi differenti ma entrambi collegati con le diffuse incertezze esistenti in campo valutario: da una parte sta un'espansione di \$0,7 miliardi nelle passività nette in valute estere delle banche come contropartita di un aumento dei loro crediti in valute estere agli importatori francesi, e dall'altro lato un aumento di \$0,6 miliardi nelle loro passività nette in franchi francesi verso non residenti. Questi ultimi, in realtà, hanno aggiunto durante l'anno non meno di \$1,2 miliardi ai saldi in franchi detenuti presso banche francesi; tuttavia, contemporaneamente, i prestiti in franchi francesi ottenuti dagli stessi presso banche francesi sono aumentati di \$0,6 miliardi. L'espansione delle riserve e l'afflusso tramite il sistema bancario si sono entrambi concentrati ampiamente nel periodo della crisi valutaria di giugno-luglio, allorché essi hanno raggiunto la consistenza, rispettivamente, di \$1,4 e 1 miliardo.

Nel primo trimestre del 1973 le riserve ufficiali nette sono salite ancora di \$1,1 miliardi in termini di dollari e le passività nette estere delle banche di \$1,1 miliardi. Ambedue questi dati riflettono in misura sostanziale la svalutazione del dollaro avvenuta in febbraio; di conseguenza si è avuto un incremento di \$0,5 miliardi nel valore in dollari delle riserve della Francia per quella parte non costituita da dollari e rappresentata soprattutto da oro. Analogo aumento hanno subito le passività globali nette estere delle banche nel loro valore in dollari, per un ammontare che si può far ascendere a \$0,3 miliardi. A prescindere da questi mutamenti di valutazione, la principale variazione della posizione monetaria esterna durante il trimestre ha avuto luogo al principio di marzo per effetto di un afflusso di \$0,5 miliardi nelle riserve valutarie. Quando poi i mercati si sono riaperti, il 19 marzo, il franco è apparso relativamente forte all'interno del serpente europeo e in aprile-maggio le riserve della Francia sono salite ulteriormente di \$0,4 miliardi.

*Paesi Bassi.* L'avanzo monetario globale verso l'estero dei Paesi Bassi, pari nel 1972 a \$1 miliardo, è stato registrato quasi interamente nel settore ufficiale. Le riserve in dollari che alla fine del 1971 ammontavano soltanto a \$0,2 miliardi su un totale di \$3,8 miliardi di riserve, sono salite di \$1,1 miliardi. Sebbene nel corso dell'anno si siano prodotti esigui mutamenti nella posizione verso l'estero delle banche — in realtà le loro attività nette sull'estero hanno presentato un aumento di \$0,1 miliardi — la maggior parte dell'incremento delle riserve nello scorso anno è avvenuta a marzo e a luglio, allorché si sono avuti afflussi netti attraverso il sistema bancario pari a \$0,3 miliardi, sotto forma di vendite bancarie di dollari alla Nederlandsche Bank. Un altro afflusso di \$0,5 miliardi ha avuto luogo attraverso il sistema bancario durante la crisi valutaria del febbraio 1973, e più della metà di tale afflusso ha assunto la forma di aumento dei saldi in fiorini di non residenti, saldi che durante la maggior parte del 1972 erano risultati in diminuzione; tuttavia nel primo trimestre le banche sono responsabili soltanto per un quarto dell'incremento di \$1,3 miliardi nelle attività ufficiali nette. Quando i mercati dei cambi si sono riaperti, il 19 marzo, il fiorino appariva

relativamente debole e le attività ufficiali nette sono diminuite di \$0,3 miliardi in aprile.

*Unione Economica Belgio-Lussemburgo.* Durante il 1972 la posizione netta in riserve ufficiali dell'UEBL è salita di oltre \$0,4 miliardi. Contemporaneamente, tuttavia, si è avuto un aumento di \$0,4 miliardi circa nelle passività nette verso l'estero delle banche, sicchè la posizione monetaria complessiva ha presentato soltanto un piccolo avanzo. In realtà, se si tiene conto della terza assegnazione di DSP, la variazione nelle riserve ufficiali compensa esattamente l'aumento nelle passività nette verso l'estero delle banche.

Come in parecchi altri paesi europei, l'aumento delle riserve — prescindendo dall'assegnazione di DSP — è avvenuto essenzialmente nelle riserve in dollari e si è concentrato nei due periodi di tensione valutaria. Infatti, a febbraio e di nuovo nel periodo giugno-luglio le riserve nette sono cresciute rispettivamente di \$0,1 e 0,5 miliardi. Una buona parte di questi aumenti è il risultato di afflussi di fondi attraverso le banche tramite il mercato ufficiale dei cambi, poichè le passività totali nette verso l'estero delle banche (compresa la posizione sul mercato ufficiale e sul mercato finanziario) sono aumentate di oltre \$0,2 miliardi in ciascuno di questi periodi.

Nel primo quadrimestre del 1973 la posizione ufficiale netta dell'UEBL è salita ancora di \$1,1 miliardi: in particolare, \$0,3 miliardi sono l'effetto della rivalutazione delle attività di riserva diverse dal dollaro e \$0,3 miliardi di un aumento nelle riserve in dollari, mentre il saldo è rappresentato da un aumento nelle riserve in valute estere diverse dal dollaro, soprattutto in conseguenza di operazioni di sostegno delle monete nell'ambito degli accordi sui tassi di cambio della CEE e del Benelux. Per quanto riguarda le banche, le loro passività nette verso l'estero sono aumentate di \$0,9 miliardi nel primo trimestre, con un aumento delle passività nette in franchi belgi di \$0,3 miliardi e di quelle in valute estere di \$0,6 miliardi.

*Canada.* Nonostante il saldo passivo globale della bilancia dei pagamenti, un afflusso netto di \$0,7 miliardi di fondi attraverso il sistema bancario ha determinato l'anno scorso un aumento di \$0,4 miliardi nelle attività monetarie nette ufficiali del Canada, aumento che ha riguardato per la maggior parte le riserve in dollari. Nei primi otto mesi del 1972, allorchè i saggi di interesse a breve termine in Canada superavano quelli degli Stati Uniti, l'afflusso attraverso le aziende di credito è ammontato a \$1,4 miliardi, mentre le attività ufficiali nette sono salite di \$0,6 miliardi. Tuttavia, dall'ultima parte di agosto in poi, la situazione dei saggi d'interesse si è rovesciata, sicchè, nell'ultimo quadrimestre dell'anno, è avvenuto un deflusso di \$0,7 miliardi attraverso le banche, mentre le attività nette ufficiali sono diminuite di \$0,1 miliardi e ciò, sebbene la bilancia dei pagamenti sia passata in attivo. Nel primo quadrimestre del 1973 è continuata una lieve contrazione delle riserve, nonostante un rinnovato afflusso di fondi attraverso il sistema bancario pari, nei primi tre mesi, a \$0,4 miliardi.

*Austria.* L'avanzo monetario ufficiale verso l'estero dell'Austria, nel 1972 e nel primo trimestre del 1973, è in gran parte il risultato di afflussi di fondi avvenuti attraverso il sistema bancario. Durante i predetti quindici mesi le attività monetarie

nette ufficiali sono cresciute di \$0,5 miliardi e le passività nette verso l'estero delle banche di \$0,3 miliardi. Le passività in valuta estera di queste ultime sono salite in corrispondenza con l'aumento dei crediti in dette valute da esse concessi a residenti. Le banche, inoltre, hanno venduto valute estere a pronti per compensare gli acquisti a termine di valute da parte di esportatori austriaci. Le riserve sono aumentate di \$0,6 miliardi nei primi tre trimestri del 1972 e quindi sono discese di \$0,2 miliardi nel trimestre finale, in seguito alle restrizioni imposte ai prestiti contratti all'estero da residenti e agli investimenti in Austria da parte di non residenti. Le riserve sono nuovamente cresciute di \$0,1 miliardi nel primo trimestre del 1973, in corrispondenza con un ulteriore afflusso di fondi attraverso le aziende di credito.

*Portogallo.* Contrariamente a quanto avvenuto nella maggior parte dei paesi europei, le riserve del Portogallo si sono ampliate nel 1972 più che nell'anno precedente. Un quinto circa dell'aumento, di \$0,4 miliardi, delle attività ufficiali nette, è derivato dalla rivalutazione in termini di dollari delle riserve auree, e il resto dall'incremento delle riserve valutarie, che sono salite ulteriormente di \$0,2 miliardi nel primo trimestre del 1973.

*Svezia.* Tra la fine del 1971 e l'aprile 1973 le riserve valutarie della Svezia sono raddoppiate, passando da \$1,1 a 2,2 miliardi. Come il Portogallo, la Svezia ha segnato nel 1972 un aumento delle riserve superiore a quello dell'anno precedente e nel primo quadrimestre del 1973 ne ha conseguito uno ancor maggiore di quello registrato nell'intero anno precedente. La crescita delle attività ufficiali nette, ammontante nel 1972 a \$0,5 miliardi, ha coinciso con un'espansione di \$0,1 miliardi nelle attività nette sull'estero delle banche, sicché l'avanzo globale dell'anno è risultato di \$0,6 miliardi. A tanto ammonta anche l'incremento delle riserve avvenuto nel periodo gennaio-aprile 1973. Lo sviluppo delle riserve della Svezia, sebbene si sia concentrato soprattutto nei mesi della crisi, e cioè febbraio e marzo, è proseguito in aprile probabilmente perchè tale paese non ha accettato per intero la svalutazione del dollaro avvenuta a febbraio.

*Norvegia.* Le attività ufficiali nette della Norvegia sono cresciute nel 1972 di \$0,2 miliardi, e cioè soltanto circa della metà rispetto all'aumento registrato nel 1971: tale differenza si spiega col fatto che sono mancati gli afflussi di fondi avvenuti l'anno precedente attraverso le banche. Nei primi mesi del 1973 si è avuta un'ulteriore espansione delle riserve di \$0,1 miliardi.

*Danimarca.* Il saldo attivo globale della bilancia dei pagamenti per il 1972, pari a \$0,2 miliardi, è stato identico a quello del 1971 e si è rispecchiato in misura pressochè uguale sia nelle attività monetarie nette ufficiali, sia nella posizione verso l'estero delle banche. Nel corso dell'anno le riserve hanno subito notevoli oscillazioni, salendo nei primi mesi, cadendo piuttosto bruscamente poco prima della decisione della Danimarca di entrare a far parte della CEE — e cioè quando la Norvegia si era già pronunciata contro l'ingresso nella Comunità — per risalire nuovamente nel resto dell'anno. Come in Svezia, tuttavia, gli incrementi delle riserve si sono accentuati nella prima parte del 1973, ammontando a \$0,2 miliardi nel primo trimestre. Diversamente dalla Svezia, la Danimarca ha accettato l'intera svalutazione del dollaro avve-

nuta nel febbraio 1973 e sembra che il rafforzamento della sua bilancia dei pagamenti quest'anno debba porsi in relazione al suo ingresso nella CEE.

*Finlandia.* La contropartita monetaria verso l'estero del saldo attivo globale della bilancia dei pagamenti per il 1972, pari a \$0,2 miliardi, si è ripartita in misura pressochè uguale tra un miglioramento della posizione verso l'estero delle banche e gli incrementi delle riserve. Dopo essere state in ascesa durante i primi nove mesi dell'anno, con un aumento di \$0,2 miliardi, le riserve hanno cominciato a diminuire nell'ultimo trimestre, continuando in tal senso nel primo trimestre del 1973.

*Italia.* L'Italia è stata l'unico paese europeo, a parte il Regno Unito, a presentare nel 1972 un saldo passivo nella bilancia dei pagamenti che è poi continuato nel 1973. Le attività ufficiali nette sono diminuite lo scorso anno di \$0,7 miliardi (dopo aver tenuto conto di un'assegnazione di \$0,1 miliardi di DSP) e tale contrazione avrebbe potuto assumere proporzioni più rilevanti se le autorità non avessero fatto ricorso ancora una volta all'acquisizione di prestiti all'estero a mezzo di enti pubblici e del sistema bancario, al fine di contribuire al finanziamento del disavanzo.

L'andamento durante il periodo sotto rassegna può infatti dividersi in tre fasi. Nella prima, che copre il periodo gennaio-maggio 1972, le riserve sono diminuite di \$0,3 miliardi, ma ciò essenzialmente in conseguenza di un rimborso anticipato di prestiti assunti all'estero da enti pubblici nel 1971 e non della necessità di sostenere la lira sui mercati dei cambi.

La seconda fase è iniziata con la crisi di giugno della sterlina che immediatamente ha sottoposto la lira ad una forte pressione, continuata con fasi alterne fino a quando, nel febbraio 1973, anche per la lira è stata consentita la fluttuazione. Dall'inizio di giugno 1972 al 13 febbraio l'ammontare complessivo degli interventi ufficiali sul mercato è risultato pari all'enorme somma di \$5,2 miliardi, e cioè a circa i quattro quinti delle riserve dell'Italia all'inizio di detto periodo. Le riserve nette, tuttavia, in quegli otto mesi e mezzo non sono diminuite più di \$1,2 miliardi; i restanti \$4 miliardi di interventi ufficiali di sostegno sono derivati, per \$1,5 miliardi, dalla liquidazione di dollari concessi a riporto alle banche italiane, per \$0,9 miliardi, da dollari ottenuti a riporto dalle banche e, per \$1,6 miliardi, da speciali prestiti di natura compensativa contratti dagli enti pubblici all'estero.

Dal 13 febbraio, inizio della fluttuazione della lira, si sono resi necessari altri interventi delle autorità per impedire che il tasso di cambio subisse un eccessivo deprezzamento; peraltro, la copertura finanziaria di tali interventi è stata ottenuta attraverso ulteriori prestiti di natura compensativa contratti dagli enti pubblici, sicchè a tutto maggio le riserve non hanno subito in complesso alcuna ulteriore contrazione.

*Svizzera.* Nel 1972 non si sono avuti quasi cambiamenti nel totale della posizione monetaria verso l'estero della Svizzera. Inoltre, per l'intero anno le attività nette sull'estero di entrambi i settori, quello ufficiale e quello delle banche private, hanno presentato soltanto movimenti molto limitati. Su queste variazioni non si riflette l'ammontare di \$0,6 miliardi che la Banca Nazionale Svizzera ha assorbito dalle banche svizzere a fine d'anno sotto forma di riporti in dollari e che è stato ridepositato dalla

stessa presso le banche svizzere, in quanto questa transazione non incide sulla posizione netta in attività sull'estero sia del settore ufficiale, sia di quello bancario. Peraltro, la Banca Nazionale ha anche assorbito altri \$0,6 miliardi dalle banche alla fine dell'anno e li ha impiegati presso banche al di fuori della Svizzera. Il risultato di tale operazione è stato quello di trasferire temporaneamente dalle banche commerciali alla Banca Nazionale Svizzera la proprietà di attività sull'estero e pertanto, senza di essa, nel 1972 le attività nette sull'estero delle banche avrebbero presentato un aumento di \$0,7 miliardi e quelle del settore ufficiale una diminuzione di \$0,6 miliardi. Nel corso del 1972 la Riserva Federale ha ridotto di \$0,4 miliardi il debito contratto, sulla base di una facilitazione di riporto con la Banca Nazionale Svizzera.

Durante l'anno si sono avute notevoli oscillazioni nella posizione verso l'estero dei settori ufficiale e bancario. Nei primi cinque mesi le banche hanno esportato un ammontare netto di \$1 miliardo, mentre le attività ufficiali nette sono diminuite di \$0,6 miliardi. Nei due successivi mesi di rinnovati perturbamenti valutari, un aumento di \$1,1 miliardi nelle riserve (gli acquisti ufficiali di dollari sul mercato, nelle prime due settimane di luglio, hanno raggiunto il totale di \$1,3 miliardi) è avvenuto in corrispondenza di un afflusso di fondi attraverso il sistema bancario. A giugno le passività lorde verso l'estero delle banche erano salite di \$0,8 miliardi; e a luglio, mentre, un rafforzamento delle misure ufficiali contro l'afflusso di fondi esteri ha determinato una riduzione di \$1,8 miliardi nelle passività bancarie verso l'estero, le banche hanno contemporaneamente rimpatriato \$2,7 miliardi di attività sull'estero, sicché in complesso nel mese si è realizzato attraverso questo tramite un ulteriore afflusso netto di \$0,9 miliardi. Queste variazioni di giugno e luglio sono state largamente rovesciate nel resto dell'anno, allorquando la posizione ufficiale nelle riserve, escludendo gli effetti dei riporti di fine anno, si è ridotta di \$1 miliardo e le banche hanno ricostituito le loro attività nette sull'estero per lo stesso ammontare.

Nei primi due mesi del 1973 la posizione monetaria complessiva verso l'estero della Svizzera ha presentato il notevole avanzo di \$1,7 miliardi: le attività nette sull'estero delle banche sono ulteriormente cresciute di \$1 miliardo e le attività nette ufficiali di \$0,7 miliardi. L'aumento delle riserve è dovuto in gran parte alla rivalutazione in termini di dollari delle riserve auree della Svizzera, in misura pari a \$0,5 miliardi, oltre che alla rivalutazione degli averi ufficiali in titoli obbligazionari del governo statunitense non commerciabili ed espressi in franchi svizzeri. A marzo le riserve sono salite di altri \$0,2 miliardi, ma è seguita in aprile una contrazione di pari ampiezza.

*Altri paesi europei.* In *Grecia* le attività ufficiali nette sono più che raddoppiate nel corso dei quindici mesi terminanti a marzo 1973, passando da \$0,5 a 1,1 miliardi; durante il 1972 si è registrato, inoltre, un modesto deflusso di fondi attraverso il sistema bancario. La maggior parte dell'aumento delle riserve si è avuto nelle disponibilità di valute estere. In *Turchia* le attività ufficiali nette sono cresciute di \$0,1 miliardi nel 1972; peraltro, in questo caso, la maggior parte dell'aumento è servito a migliorare la posizione della Turchia nel FMI. Nel primo trimestre del 1973 un ulteriore incremento di \$0,2 miliardi nelle riserve si è riflesso in gran parte nelle disponibilità di valute estere. In *Irlanda* nel 1972 si è avuta un'espansione di \$0,1 miliardi nelle attività monetarie nette ufficiali, in connessione con un afflusso di fondi, attraverso le banche, di ammontare pressochè uguale, avvenuto interamente nell'ul-

timo trimestre dell'anno. Nel primo trimestre del 1973 le riserve sono diminuite in misura quasi pari all'aumento registrato nel 1972, parzialmente per effetto di un deflusso di fondi attraverso il sistema bancario. Infine, l'aumento di \$5 milioni delle riserve dell'*Islanda*, nel corso dei quindici mesi terminanti a marzo 1973, è stato interamente dovuto ad afflussi di fondi attraverso il sistema bancario.

### **I mercati dei cambi.**

Un quadro generale degli sviluppi verificatisi sui mercati dei cambi e della influenza da essi esercitata sul dollaro statunitense e sul sistema monetario internazionale è stato già fornito nel capitolo I. Pertanto, nelle pagine seguenti, si darà un resoconto dettagliato dei movimenti delle principali valute.

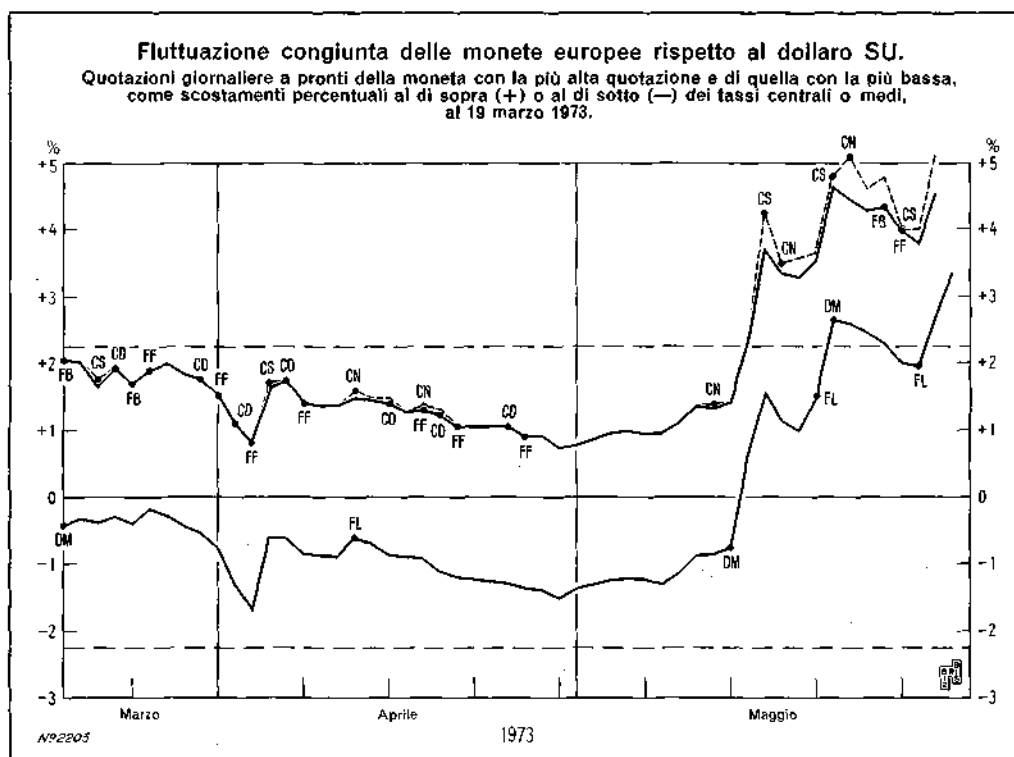
#### *Accordi sui mercati dei cambi tra i paesi membri della Comunità Economica Europea.*

Il 24 aprile 1972 i paesi membri della CEE hanno messo in funzione il sistema successivamente noto come "il serpente dentro il tunnel", in virtù del quale nè le oscillazioni nel tempo tra due qualsiasi monete dei paesi partecipanti all'accordo, nè il divario tra due di esse in qualsiasi momento, debbono superare quelli ammessi tra qualsiasi moneta dei paesi membri e il dollaro, e cioè rispettivamente 4,50% e 2,25% (vedasi la 42<sup>a</sup> Relazione annuale, pagine 145-147). Poco dopo l'avvio del nuovo sistema tre probabili membri della CEE vi hanno aderito, precisamente, il Regno Unito e la Danimarca il 1<sup>o</sup> maggio e la Norvegia il 23 maggio. All'inizio il franco francese è risultato la moneta più forte nel serpente, seguita a breve distanza dal franco belga, mentre la lira rappresentava la più debole. A sua volta, il serpente stesso stava nella parte alta del tunnel e alla fine di giugno si trovava al limite superiore. Quando a metà del mese si sono verificati gli attacchi speculativi alla sterlina, il meccanismo di intervento è stato per la prima volta messo in moto e cioè la sterlina è stata sostenuta da tutte le altre monete partecipanti, ad eccezione della corona danese e della lira. Questi interventi hanno mantenuto la sterlina ben al di sopra del suo limite inferiore rispetto al dollaro mentre hanno spinto il serpente verso la parte bassa del tunnel. Quando la sterlina ha abbandonato il serpente e ha cominciato a fluttuare, l'Italia ha ottenuto, in seguito ad accordi, una dispensa temporanea, in virtù della quale la lira poteva essere mantenuta all'interno del serpente attraverso interventi in dollari, si trovasse o meno al suo limite inferiore nei confronti del dollaro. Contemporaneamente anche la Danimarca si è ritirata dallo schema.

Quando, il 28 giugno, i mercati dei cambi si sono riaperti, le monete rimaste all'interno del serpente, con l'eccezione della lira, sono presto ritornate ai loro limiti superiori nei confronti del dollaro, limiti su cui si sono attestate, esattamente o approssimativamente, sino alla seconda metà di luglio. Mentre alcune di queste monete, la terza settimana di luglio, si sono allontanate dai loro limiti superiori, il serpente stesso non si è spostato in maniera significativa dal tetto del tunnel se non nell'ultima parte di settembre. L'11 ottobre la Danimarca rientrava nello schema, riservandosi però il diritto di intervenire in dollari entro i limiti del serpente.

Alla fine del 1972 è scaduta la dispensa che permetteva alle autorità italiane di sostenere la lira esclusivamente in dollari e, nel contempo, si aveva un certo generale rilassamento delle norme relative agli interventi ed ai regolamenti delle operazioni. Nondimeno, la riattivazione del sostegno della Comunità alla lira ha immediatamente portato il serpente in basso all'interno del tunnel. Agli inizi di febbraio, la grave debolezza del dollaro ha fatto salire le altre monete, all'interno del serpente, ai limiti superiori rispetto al dollaro o nelle immediate vicinanze, mentre la lira, nonostante la creazione del doppio mercato dei cambi, aveva ancora bisogno di sostegno. L'Italia allora si è ritirata dallo schema.

In seguito alla svalutazione del dollaro, le monete ancora all'interno del serpente sono apparse, alla riapertura dei mercati, piuttosto deboli, ma a partire dal 1° di marzo tutte quante erano nuovamente al tetto del tunnel. L'11 marzo accordi per una fluttuazione congiunta nei confronti del dollaro sono stati conclusi tra Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania e Paesi Bassi ed entrati in vigore il 19 marzo. La Norvegia e la Svezia hanno poi deciso di partecipare alla fluttuazione congiunta, mentre il Regno Unito, l'Irlanda e l'Italia hanno espresso la loro intenzione di fare altrettanto, non appena le condizioni lo avessero consentito. Gli stessi precedenti accordi si applicano per gli interventi in monete degli stati partecipanti, ma naturalmente non sussiste più alcun obbligo di intervenire in dollari ai limiti prestabiliti. Tuttavia la possibilità di interventi in dollari non viene esclusa e questi possono avere luogo per accordo generale tra i membri del Gruppo. La responsabilità dell'azione concertata, necessaria per assicurare il buon funzionamento del sistema,



Nota: La linea continua indica i movimenti delle monete CEE e la spezzata quelli delle restanti monete.



nonchè della multilateralizzazione sia delle posizioni risultanti tra le banche centrali CEE, sia dei regolamenti all'interno della Comunità, viene ora affidata al Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria che è stato costituito nell'aprile di quest'anno e ha iniziato ad operare dal 1° giugno (vedasi capitolo VII).

Durante le prime otto settimane della fluttuazione congiunta la situazione è apparsa in generale calma: la fascia delle monete europee era scesa di più dell'1% nei confronti del dollaro alla fine di aprile, ma successivamente, nelle prime due settimane di maggio, ha riguadagnato metà circa del terreno perduto. Il marco tedesco e il fiorino sono risultati a turno le monete più deboli tra quelle dei paesi partecipanti ed hanno richiesto ciascuno alquanto sostegno. A metà maggio la situazione è brusca-mente cambiata, allorchè il dollaro si è trovato nuovamente sotto pressione e il serpente è uscito fuori da quello che, sulla base del sistema precedente, sarebbe stato il tunnel. Il 1° giugno, la più debole delle monete partecipanti, e cioè il fiorino, si trovava al di sopra della sua parità nominale centrale con il dollaro di circa il 4,5% e la moneta più forte, la corona svedese, di quasi il 7%.

*Sterlina.* Nei primi mesi del 1972 la sterlina si è considerevolmente rafforzata nei confronti del dollaro, passando da un livello del 2% circa al di sotto della sua parità smithsoniana al volgere dell'anno, ad uno lievemente al di sopra di questa parità a metà aprile. Il 14 giugno essa era ancora lievemente al di sopra della sua parità col dollaro, allorquando la fiducia è immediatamente svanita e sono iniziati contro la sterlina i movimenti speculativi che hanno portato il 23 giugno alla decisione di lasciar fluttuare il suo tasso di cambio. La crisi è stata innescata dalle imminenti prospettive di uno sciopero nazionale dei portuali, tuttavia le sue cause fondamentali sono da ricercare nei più generali timori di conflitti nel settore dell'industria, nell'affievolirsi delle speranze di successo delle attuali politiche di contenimento dell'inflazione e nella conseguente crescente inquietudine circa le prospettive della bilancia dei pagamenti, anche se il conto delle partite correnti con l'estero, per il secondo trimestre del 1972, si presentava ancora in attivo, ad un saggio annuale superiore a \$1 miliardo.

Alla fine della settimana di crisi la sterlina, in virtù del sostegno di \$2,6 miliardi accordato dai paesi della CEE, era ancora dell'1% al di sopra del suo limite inferiore nei confronti del dollaro; tuttavia lo sconto sul mercato a termine a tre mesi si era allargato, superando l'8% per anno. Quando è iniziata la fluttuazione il tasso a pronti è rapidamente caduto ad un livello inferiore di circa il 7% alla parità, all'inizio di luglio. Successivamente si è mantenuto per circa due mesi su un livello corrispondente ad uno sconto del 6% circa, avendo ricevuto sostegno fino a settembre dalle operazioni di copertura eseguite da quanti avevano venduto sterline a termine a tre mesi nella crisi di giugno.

Tale sostegno è cessato nello stesso tempo in cui cominciavano a diffondersi le voci di una possibile nuova stabilizzazione della sterlina. Il tasso a pronti allora ha cominciato nuovamente a declinare nell'ultima settimana di settembre e questo movimento si è fatto più rapido nella seconda metà di ottobre, allorquando è divenuto chiaro che i tentativi del governo di instaurare una politica dei prezzi e dei salari su base volontaria erano falliti. Il 30 ottobre il tasso di cambio ha raggiunto il basso

valore di \$2,33 circa, che rappresentava un livello del 10,5% al di sotto della parità smithsoniana. Tuttavia l'annuncio del congelamento dei prezzi e dei salari ha arrestato la discesa e il tasso di cambio si è ripreso un poco, presentando rispetto alla parità smithsoniana uno sconto che ha oscillato sino alla fine dell'anno entro una fascia piuttosto ristretta intorno al 10%.

Dall'inizio del 1973 la sterlina ha recuperato gran parte del terreno perduto nei confronti del dollaro durante il 1972. Ovviamente ciò è in misura rilevante il riflesso della debolezza del dollaro, piuttosto che di una particolare forza della sterlina, che in realtà si è ulteriormente deprezzata contro la maggior parte delle monete europee e contro lo yen, e continua ancora a fluttuare perfino nei confronti delle monete consorelle del Mercato Comune. La ripresa della sterlina nei confronti del dollaro è cominciata agli inizi di gennaio e il 9 febbraio, poco prima della svalutazione del dollaro, il tasso di cambio si trovava dell'8,5% circa al di sotto della parità smithsoniana. Alla riapertura dei mercati dopo la svalutazione, il divario si è ristretto a meno del 6,5% e al momento in cui tutti i mercati dei cambi furono chiusi nuovamente, il 2 marzo, il divario si era ridotto a poco più del 3,5%. In seguito, alla seconda riapertura dei mercati il 19 marzo, la sterlina era quotata a circa il 5,5% al di sotto della parità smithsoniana; tuttavia essa ben presto ha cominciato a rafforzarsi nuovamente e all'inizio di maggio il divario si era ridotto al 4,5%. Durante la rinnovata fuga dal dollaro che ne è seguita, la sterlina si è nuovamente apprezzata, portandosi bruscamente ai primi di giugno entro poco più dell'1% dalla sua parità smithsoniana con il dollaro.

Tassi di cambio del dollaro SU (1971-73).

Valute	Parità al 5 maggio 1971	Variazioni tra			Variazioni cumulative dal 5 maggio 1971 al 1° giugno 1973	Saggio di chiusura di mercato al 1° giugno 1973
		il 5 maggio 1971 e il riallineamento smithsoniano	il riallineamento smithsoniano e il 19 marzo 1973 <sup>1</sup>	il 19 marzo 1973 e il 1° giugno 1973		
	Unità di valuta per dollaro SU	Apprezzamento (+) o deprezzamento (-) percentuale nei confronti del dollaro SU				Unità di valuta per dollaro SU
Marco tedesco . . .	3,66	+ 13,6	+ 14,4	+ 5,2	+ 36,8	2,6755
Franco francese <sup>2</sup> . .	5,55419	+ 8,6	+ 11,1	+ 6,4	+ 28,3	4,3275
Franco belga <sup>2</sup> . . .	50	+ 11,6	+ 11,1	+ 6,1	+ 31,6	37,999
Fiorino olandese . .	3,62	+ 11,6	+ 11,1	+ 4,5	+ 29,6	2,7925
Corona danese . . .	7,5	+ 7,4	+ 11,1	+ 5,5	+ 25,9	5,9550
Corona norvegese . .	7,14286	+ 7,5	+ 11,1	+ 6,5	+ 27,2	5,615
Corona svedese . . .	5,17321	+ 7,5	+ 5,5	+ 6,9	+ 21,3	4,2650
Scellino austriaco . .	26	+ 11,6	+ 13,6	+ 4,9	+ 33,0	19,545
Lira sterlina . . . .	2,40 <sup>3</sup>	+ 8,6	- 5,6	+ 4,6	+ 7,3	2,5745 <sup>2</sup>
Lira italiana <sup>2</sup> . . . .	625	+ 7,5	+ 1,7	- 1,1	+ 8,1	578,225
Franco svizzero . . .	4,372825	+ 13,9	+ 18,1	+ 5,6	+ 42,1	3,07625
Yen giapponese . . .	360	+ 16,9	+ 16,7	- 0,3	+ 36,0	264,70

<sup>1</sup> Per le prime otto valute elencate si riportano i saggi nominali centrali o medi; per le ultime quattro i saggi di chiusura di mercato (per la lira italiana al 20 marzo). <sup>2</sup> I saggi commerciali laddove esiste un doppio mercato. <sup>3</sup> Dollari SU per lira sterlina.

Nella prima metà del 1972, fino al momento in cui la sterlina fu lasciata fluttuare, sul mercato londinese delle divise per investimenti — e cioè il mercato dove i residenti del Regno Unito acquistano valute straniere per investimenti di portafoglio, e, qualora non sia consentito l'accesso al mercato ufficiale, per altri investimenti sull'estero, disponendo del 75% dei proventi della cessione di tali investimenti — il tasso di cambio per il dollaro ha oscillato tra il 18 e il 35% al di sopra del tasso del mercato ufficiale dei cambi, stando, il 22 giugno, ad un livello rappresentante un premio del 30%. I provvedimenti di controllo sui cambi instaurati il giorno seguente hanno ampliato il mercato delle divise per investimenti sì da includervi operazioni d'investimenti di portafoglio con paesi dell'area internazionale della sterlina. Il prezzo dei dollari per investimento è sceso nella settimana seguente ad un premio di appena il 13% nei confronti del tasso di cambio notevolmente deprezzato del mercato ufficiale, indubbiamente per effetto delle vendite di realizzo da parte di detentori di titoli esteri in sterline. Entro la fine dell'anno tuttavia il premio del dollaro per investimento era nuovamente salito a circa il 25%; nei primi mesi del 1973 il divario tra i due tassi si è nuovamente ristretto, per riflesso della debolezza dei più importanti mercati azionari internazionali, come pure di alcune vendite di realizzo avvenute dopo la rivalutazione della moneta australiana alla fine del 1972. Nel maggio 1973 il premio si manteneva entro una fascia del 10-15%, mentre il prezzo assoluto dei dollari per investimento in termini di sterline si era portato sul livello più basso che si sia registrato in un periodo prolungato di tempo, a partire dalla svalutazione della sterlina del 1967.

*Marco tedesco.* Nel 1972 e nella prima parte del 1973 l'andamento del marco tedesco sui mercati dei cambi ha rispecchiato in ampia misura, sebbene con segni opposti, le alterne fortune del dollaro SU. All'inizio del 1972 il marco tedesco, sulla scia dell'accordo smithsoniano, si trovava ancora dell'1,5% circa al di sotto della sua parità centrale con il dollaro sul mercato a pronti; a metà gennaio si era portato al di sopra della parità centrale ed era oggetto di forte domanda durante la fuga dal dollaro del febbraio-marzo. Sebbene, in quella fase, il tasso di cambio non abbia raggiunto completamente il limite superiore, le autorità hanno tuttavia acquistato ingenti quantitativi di dollari. Successivamente, esso si è attestato su un livello dell'1-1,5% al di sopra della parità centrale, fintanto che nella terza settimana di giugno è stato spinto al ribasso dalla flessione della sterlina. Allorchè la sterlina si è ritirata dal serpente, il marco tedesco è immediatamente balzato al suo limite superiore nei confronti del dollaro e lì è rimasto finchè, in seguito alla riunione dei Ministri delle Finanze della CEE il 17-18 luglio e alla ripresa delle operazioni in marchi tedeschi sul mercato dei cambi da parte del Sistema della Riserva federale il 19 luglio, è divenuto chiaro che nessun cambiamento nei tassi di cambio era imminente.

Per il resto del 1972 e nei primi giorni del 1973 il marco tedesco, insieme alle altre monete europee, ha avuto nei confronti del dollaro un andamento alquanto più calmo; dalla metà di agosto del 1972 raramente ha superato il livello dell'1% al di sopra della sua parità centrale smithsoniana, mentre ad ottobre ed ancora a gennaio 1973 scendeva quasi alla sua parità centrale. Nella crisi valutaria del febbraio-marzo 1973 il marco tedesco ha sostenuto il peso maggiore della fuga dal dollaro: il tasso a pronti si è mantenuto al suo limite superiore dal 1° al 9 febbraio e quello a termine

a tre mesi è salito ad un livello corrispondente ad un premio annuo dell'8%. In seguito alla svalutazione del dollaro, il marco tedesco a pronti dapprima è sceso al suo nuovo margine inferiore, ma non appena si è sviluppata la seconda fase della crisi è salito, il 1° marzo, al nuovo limite superiore nei confronti del dollaro e al 4,5% al di sopra della sua nuova parità centrale il giorno successivo, esattamente prima della chiusura dei mercati.

Precedentemente alla riapertura dei mercati il 19 marzo, il marco tedesco è stato rivalutato del 3%. Non sorprende, quindi, che dopo l'enorme afflusso di fondi in Germania in febbraio e all'inizio di marzo, il marco tedesco si presentasse inizialmente come la più debole delle monete della fluttuazione congiunta, trovandosi ai primi di aprile a più dell'1,5% al di sotto della sua parità nominale con il dollaro così da ricevere sostegno dagli altri partecipanti alla fluttuazione congiunta; sul mercato a termine, tuttavia, esso continuava a mantenersi forte nei confronti del dollaro. Il marco a pronti a maggio ha reagito alla nuova fase di debolezza del dollaro ed è salito dall'1% circa al di sotto della parità nominale al 5,25% al di sopra, il 1° giugno.

*Franco francese.* In seguito al riallineamento smithsoniano il franco francese commerciale si è portato ai primi di febbraio del 1972 al di sopra del suo tasso medio con il dollaro, toccando il limite superiore durante i perturbamenti valutari di marzo. Successivamente, il suo andamento si è alquanto indebolito per riassumere nuovamente un tono molto fermo agli inizi di maggio e rimanere vicino al suo limite superiore dalla metà di quel mese fino alla terza settimana di giugno, allorché è stato spinto al ribasso dalla sterlina. Contemporaneamente il franco finanziario, grazie ai considerevoli acquisti di titoli francesi da parte di non residenti, faceva premio in misura superiore al 6% nei confronti del franco commerciale, alla vigilia della crisi della sterlina.

In seguito alla decisione del Regno Unito di far fluttuare la sterlina, il franco francese è balzato al suo limite superiore ed è stato l'ultima tra le monete europee ad allontanarsi da esso. Alla fine di settembre si manteneva ancora entro lo 0,5% da tale limite, mentre il tasso di cambio per il franco finanziario lo superava del 2,5%. Nell'ultimo trimestre del 1972 il franco ha subito un improvviso rovescio di fortuna: il franco commerciale si è indebolito dapprima gradualmente poi a dicembre più rapidamente, portandosi poco al di sotto della parità col dollaro alla fine dell'anno. Il franco finanziario dal canto suo è scivolato al di sotto di quello commerciale a novembre, pur non discostandosene mai eccessivamente. Il saggio a termine a tre mesi, che sin dall'inizio di giugno aveva presentato un piccolo premio rispetto al saggio a pronti del franco commerciale, ad ottobre era passato ad un livello di sconto, che a dicembre aveva raggiunto il 2% per anno. All'indebolimento del franco hanno contribuito diversi fattori tra cui va annoverata la flessione della sterlina in ottobre, l'incertezza sull'esito delle elezioni generali del marzo 1973 e una certa preoccupazione per il fenomeno inflazionistico.

All'inizio del 1973 il franco ha assunto un tono più fermo: sul mercato commerciale è risultato vicino al limite massimo smithsoniano anteriore alla svalutazione del dollaro e, il 1° marzo, raggiungeva il suo nuovo margine superiore nei confronti del dollaro. In quel periodo la quotazione del franco finanziario è rimasta vicina a

quella del franco commerciale, mentre il tasso a termine a tre mesi è ritornato a quotare un premio nell'ultima parte di febbraio. La fluttuazione congiunta è iniziata poco dopo che le elezioni generali avevano confermato la situazione politica preesistente e il franco commerciale si è attestato sulla metà superiore del serpente europeo. Ai primi di maggio il franco è divenuto temporaneamente la più forte moneta tra quelle partecipanti alla fluttuazione, con il franco commerciale al di sopra di circa l'1% rispetto alla parità nominale col dollaro e il franco finanziario in posizione molto prossima alla stessa parità commerciale; agli inizi di giugno si trovava a circa il 6,5 e lo 0,75% al di sopra del suo tasso di cambio centrale nominale con il dollaro rispettivamente sul mercato commerciale dei cambi e su quello finanziario.

*Il franco belga e il fiorino olandese.* Dopo il riallineamento valutario del dicembre 1971, il franco belga commerciale e il fiorino olandese sono rimasti per un considerevole periodo di tempo entro una fascia dell'1,5% su entrambi i lati della parità indiretta che era stata concordata nell'agosto 1971. Il franco belga è risultato la più solida moneta europea nel periodo immediatamente successivo all'accordo smithsoniano e il fiorino in posizione non molto arretrata. Entrambe le monete si trovavano a volte ai loro margini superiori nei confronti del dollaro in febbraio e ai primi di marzo del 1972, mentre successivamente si sono indebolite alquanto fino alla vigilia della crisi della sterlina, allorchè il franco si è portato nuovamente vicino al suo limite superiore e il fiorino in posizione più arretrata dello 0,75%. Dopo una flessione nella terza settimana di giugno, entrambe le monete sono salite ai loro margini superiori nei confronti del dollaro, non appena la sterlina ha cominciato a fluttuare.

Successivamente, gli andamenti delle due monete hanno iniziato a divergere. Il fiorino si è allontanato dal suo limite superiore nella seconda metà di luglio e si è continuamente indebolito, portandosi attorno al suo tasso di cambio centrale per la maggior parte di ottobre e salendo raramente più dello 0,5% al di sopra di tale parità per il resto del 1972; il franco belga, d'altro canto, si è allontanato dal suo limite superiore nei confronti del dollaro soltanto a metà agosto, allorchè il Sistema della Riserva federale ha venduto un certo quantitativo di franchi sul mercato. La sua flessione non è stata così estesa come quella del fiorino e il suo saggio è rimasto in generale, per il resto dell'anno, ad un livello dell'1% circa, o poco più, al di sopra della parità con il fiorino. Occasionalmente, questo divario si è allargato e, a settembre e ottobre, sono entrati in funzione gli accordi d'intervento del Benelux, determinando un indebitamento dei Paesi Bassi verso il Belgio. La relativa sostenutezza della moneta belga in quel periodo era da attribuirsi all'attiva bilancia delle partite correnti del Belgio combinata con una politica di restrizioni monetarie, mentre nei Paesi Bassi si assisteva al venir meno di alcuni favorevoli sfasamenti, già esistenti, nei termini di pagamento.

Agli inizi del gennaio 1973, sia il franco che il fiorino sono discesi rispetto al dollaro in conseguenza dell'indebolimento della lira. Successivamente, agli inizi di febbraio, entrambe le monete sono salite ai loro limiti superiori nei confronti del dollaro, e ancora nei primi di marzo ai loro nuovi limiti: il fiorino raggiungeva infatti il 1° marzo un livello di quasi il 2,5% al di sopra del suo nuovo tasso centrale di cambio col dollaro.

Quando è iniziata la fluttuazione congiunta, il fiorino è risultato la seconda moneta più debole tra quelle partecipanti, mentre il franco era una delle più forti.

Nelle sei settimane successive, entrambe le monete si sono considerevolmente indebolite sia nei confronti delle altre valute partecipanti alla fluttuazione congiunta sia nei confronti del dollaro. Dagli inizi di aprile, per gran parte del tempo, il fiorino è stato la moneta più debole all'interno del serpente; inoltre, il meccanismo di sostegno del Benelux è dovuto entrare nuovamente in azione. A maggio il franco belga commerciale e il fiorino si sono rafforzati nei confronti del dollaro, e il 1° giugno si trovavano rispettivamente al 6 ed al 4,5 % circa al di sopra dei loro tassi centrali nominali con il dollaro.

Sul mercato libero (finanziario) durante il 1972 - fatta eccezione per due periodi da marzo ai primi di aprile e da luglio ai primi di agosto - il franco belga è rimasto entro lo 0,5 % rispetto alla sua posizione sul mercato ufficiale dei cambi. Un premio si è venuto a determinare in entrambe le fasi degli sconvolgimenti valutari del febbraio-marzo 1973; esso, dopo aver raggiunto il 2 % circa il 1° marzo, è successivamente scomparso alla fine di aprile.

*Lira.* Dopo il riallineamento smithsoniano, la lira è rimasta per alcuni mesi, fatta eccezione per i primi di marzo 1972, al di sotto del suo nuovo tasso centrale di cambio. Agli inizi di giugno essa si è trovata dello 0,5 % al di sopra di detto tasso prima di orientarsi nuovamente al ribasso. In seguito alla crisi della sterlina ed alla decisione di lasciarla fluttuare, la lira è stata oggetto di forti pressioni sicchè, come si è già detto, è stato consentito temporaneamente all'Italia di prestare sostegno alla lira all'interno del serpente attraverso interventi in dollari. Per gran parte del resto del 1972 questo sostegno si è dimostrato necessario in misura molto considerevole, mentre la lira ha continuato ad essere al livello del divario massimo consentito rispetto alle altre monete partecipanti o in sua prossimità. Poichè queste ultime si trovavano nella fascia superiore del margine possibile di oscillazione nei confronti del dollaro, di conseguenza, la lira si è mantenuta bene al di sopra del suo limite inferiore nei confronti del dollaro.

Quando, dal 1° gennaio 1973 in poi, l'Italia ha iniziato a conformarsi nuovamente agli accordi CEE circa gli interventi sui mercati dei cambi, la lira è stata oggetto di sostegno nei confronti del franco belga e della corona danese. Ciò ha avuto l'effetto di far scendere la fascia di oscillazione CEE, e in particolare la lira, che si è portata da un livello appena inferiore al tasso centrale di cambio, a fine dicembre, all'1 % al di sotto, il 19 gennaio. Il 22 gennaio le autorità hanno annunciato l'istituzione di un sistema di doppio mercato dei cambi: per le transazioni commerciali il mercato sarebbe rimasto immutato, sebbene si fossero prese misure per contenere le dimensioni degli sfasamenti nei termini di pagamento, mentre le transazioni finanziarie sono state deviate su un mercato separato, dove la lira avrebbe potuto trovare liberamente il proprio livello. La quotazione della lira commerciale è divenuta più ferma, risultando appena superiore al suo tasso centrale immediatamente prima della svalutazione del dollaro; a quel momento, il cambio sul mercato finanziario, che si era inizialmente portato ad uno sconto dell'8 %, si è ripreso tornando a meno del 4 % al di sotto del tasso centrale.

In seguito alla svalutazione del dollaro, l'Italia ha deciso di lasciar fluttuare anche il cambio della lira commerciale, ritirandosi in tal modo dagli accordi CEE.

Alla riapertura dei mercati, il 14 febbraio, entrambi i tassi sono apparsi più fermi nei confronti del dollaro e sono ulteriormente saliti nella seconda fase della crisi valutaria. Peraltro, dopo la metà di marzo, la lira ha perduto nuovamente terreno e agli inizi di maggio i cambi della lira commerciale e finanziaria sono risultati rispettivamente dell'1,75 e 3,25% al di sotto del tasso centrale smithsoniano. In seguito al nuovo indebolimento del dollaro al principio di giugno, detti cambi si sono portati rispettivamente allo 0,5% al di sopra e al 2,5% al di sotto del tasso centrale.

Successivamente alla creazione del doppio mercato dei cambi, lo sconto sul tasso di cambio della lira biglietto - determinatosi all'estero per effetto del divieto del giugno 1972 di accreditamento delle banconote rimpatriate nei conti intrattenuti da non residenti presso banche italiane - ha subito una marcata flessione, scendendo dal 9%, agli inizi di gennaio, al 5% per la lira commerciale, il 1° giugno.

*Franco svizzero.* Il franco svizzero si è apprezzato più di ogni altra moneta nei confronti del dollaro nel periodo sotto rassegna e sostanzialmente dall'inizio della sua fluttuazione nell'ultima parte del gennaio 1973. La sostenutezza che ha finora caratterizzato quest'anno le sue quotazioni contrasta fortemente con la sua relativa debolezza registrata nella prima parte del 1972. In realtà, in seguito al riallineamento smithsoniano il franco svizzero, se si eccettuano pochi giorni all'inizio di marzo, è rimasto costantemente al di sotto del suo nuovo tasso medio nei confronti del dollaro fino agli inizi di giugno. Non appena la sterlina ha cominciato a fluttuare, tuttavia, il franco si è portato al suo limite superiore; le autorità allora si sono ritirate dal mercato e il cambio è leggermente salito, al 3% circa al di sopra del tasso medio.

Gli interventi ufficiali sono stati ripresi il 3 luglio ed entro la metà del mese, nonostante l'instaurazione di nuovi controlli per scoraggiare l'afflusso di fondi, le autorità hanno dovuto acquistare \$1,3 miliardi dal mercato al limite superiore nei confronti del dollaro. Da metà luglio in poi il franco insieme alle altre monete europee si è indebolito rispetto al dollaro e all'inizio di ottobre il cambio era poco meno dell'1% al di sopra del tasso medio. A quel punto le autorità hanno ceduto un certo quantitativo di dollari sul mercato, in parte al fine di assorbire liquidità interna, e successivamente il tasso non ha subito ulteriori flessioni.

Dalla metà di novembre in poi il franco è ritornato su posizioni più salde, soprattutto per effetto di una politica monetaria più restrittiva. A metà gennaio 1973 di nuovo era praticamente al suo limite superiore, e poco dopo, la creazione del doppio mercato dei cambi in Italia innescava una forte domanda di franchi, che ha indotto le autorità, dopo l'acquisto di considerevoli quantitativi sul mercato, a lasciar fluttuare il franco a partire dal 23 gennaio, al fine di proteggere la liquidità interna dai pericoli derivanti da nuovi massicci afflussi di fondi.

Alla fine della prima fase della crisi valutaria che ne è seguita, il franco il 9 febbraio risultava apprezzato di oltre il 9% rispetto al suo tasso centrale precedente nei confronti del dollaro; dopo la svalutazione di quest'ultimo il franco è salito nuovamente e in modo ancora più rapido, portandosi il 2 marzo alla punta massima del 23% al di sopra del suo tasso medio smithsoniano, cioè a quasi l'11% al di sopra del suo livello dopo la seconda svalutazione del dollaro; da tale punta è disceso del

5 % alla riapertura dei mercati, il 19 marzo. Dopo avere oscillato entro una fascia piuttosto ristretta nei confronti del dollaro fino a metà maggio, si è nuovamente apprezzato in misura notevole, raggiungendo al principio di giugno un livello pari a quasi il 25 % al disopra del suo tasso centrale smithsoniano.

*Yen.* Lo yen ha toccato da vicino i suoi limiti superiori smithsoniani a febbraio e marzo 1972, ma da allora fino alla crisi valutaria del giugno-luglio si è mantenuto quasi sempre entro l'1-1,5 % al di sopra del suo tasso centrale. Quando il dollaro ha subito pressioni dopo l'inizio della fluttuazione della sterlina, lo yen ha raggiunto rapidamente il suo limite superiore e vi si è attestato fino al termine dell'anno. All'inizio del 1973 il tasso si è allontanato dal limite superiore e ne è rimasto al di sotto durante il mese di gennaio. All'inizio di febbraio, tuttavia, è ritornato a tale limite, mentre le autorità acquistavano \$1,1 miliardi prima della chiusura del mercato dei cambi avvenuta il 10 febbraio. Quando il dollaro è stato svalutato, le autorità giapponesi hanno annunciato che avrebbero lasciato fluttuare temporaneamente lo yen. Alla riapertura dei mercati lo yen è risalito, il 1° marzo, al 15,5 % circa al di sopra del tasso centrale smithsoniano, rimanendo da allora quasi sempre a quel livello, mentre dalla metà di marzo in poi le autorità giapponesi vendevano sul mercato dei cambi considerevoli quantitativi di dollari. Peraltro, al principio di giugno, lo yen si è apprezzato ancora dell'1 % nei confronti del dollaro.

*Dollaro canadese.* Nel periodo sotto rassegna il dollaro canadese ha oscillato entro la fascia compresa tra \$SU 0,99 e 1,03. All'inizio del 1972 era lievemente al di sotto della parità con il dollaro statunitense, mentre nei mesi successivi ha subito un rialzo, a cui hanno contribuito il favorevole andamento delle partite correnti con l'estero e il livello raggiunto dai saggi di interesse a breve sul mercato interno, portandosi ad un massimo di \$SU 1,0275 in giugno; contemporaneamente gli interventi ufficiali sul mercato hanno prodotto un considerevole aumento delle riserve. A giugno le autorità hanno preso provvedimenti per abbassare i saggi d'interesse e il dollaro si è nuovamente indebolito portandosi un poco al di sotto di \$SU 1,02. Nei quattro mesi successivi si sono registrati pochissimi cambiamenti sia nel cambio, che nelle riserve ufficiali. Dall'ultima parte di ottobre a metà dicembre, il dollaro canadese ha subito una rapida caduta, in larga parte dovuta al fatto che il divario dei saggi d'interesse a breve termine si è spostato in favore del dollaro SU, sicché le autorità sono nuovamente intervenute a novembre e questa volta per vendere dollari SU sul mercato. Finora, nel 1973, il dollaro canadese si è mosso lungo una ristretta fascia attorno alla parità con il dollaro SU, con piccoli mutamenti netti nelle riserve. La moneta canadese non ha risentito notevolmente degli eventi del febbraio-marzo, allorché le autorità hanno fatto chiaramente intendere che non desideravano un apprezzamento della loro moneta nei confronti del dollaro, sebbene il tasso di cambio fosse temporaneamente salito dell'1 % circa per effetto della speculazione al rialzo; nè essa tanto meno ha risentito in maniera significativa della debolezza del dollaro SU a maggio.

*Scellino austriaco.* Nel gennaio 1972 lo scellino si è mosso al di sopra del suo tasso centrale smithsoniano e nei dodici mesi successivi, è rimasto nella metà superiore della fascia di oscillazione consentita nei confronti del dollaro, sebbene non



abbia mai raggiunto il suo limite superiore. Esso si è portato a questo livello immediatamente prima della svalutazione del dollaro del febbraio 1973 e successivamente, il 1° marzo, ha raggiunto il suo nuovo limite superiore. Il 13 marzo lo scellino è stato rivalutato del 2,25% e alla fine di quel mese le autorità austriache hanno deciso che, sebbene l'Austria non partecipasse alla fluttuazione congiunta europea, esse sarebbero tuttavia intervenute sul mercato, in caso di necessità, al fine di mantenere lo scellino entro il 2,25% del suo cambio medio indiretto con le monete degli altri paesi partecipanti alla fluttuazione, ponderato sulla base dell'importanza di questi paesi nel contesto del commercio dell'Austria.

*Altre valute.* In seguito all'accordo smithsoniano, la corona svedese si è mossa al di sopra del suo nuovo tasso centrale con il dollaro a metà gennaio, seguita dalla corona norvegese circa un mese dopo e dalla corona danese, per breve periodo, all'inizio di marzo, e più a lungo, a maggio. La moneta danese si è notevolmente indebolita in armonia con l'andamento della sterlina durante giugno, ma successivamente è salita al di sopra del suo tasso centrale alla fine di quel mese, ivi attestandosi per il resto dell'anno. Nello stesso periodo anche le monete norvegese e svedese hanno assunto fermezza e in particolare la prima è rimasta per qualche tempo molto vicina al suo limite superiore in seguito alla fluttuazione della sterlina, scendendo peraltro quasi al suo tasso centrale verso la fine di settembre, allorché l'elettorato norvegese si è pronunciato contro l'ingresso della Norvegia nella Comunità Economica Europea. Tutte e tre le monete erano al loro limite massimo immediatamente prima della svalutazione del dollaro del febbraio 1973. Allora il tasso centrale di cambio per la corona svedese è stato abbassato del 5%, ma ben presto la corona si è riportata al suo nuovo limite superiore. Anche la moneta danese, ma non la norvegese, ha raggiunto il 1° marzo il suo limite superiore nei confronti del dollaro. Successivamente tutte e tre le monete sono apparse tra le più solide nella fluttuazione congiunta europea. Al principio di giugno la corona svedese si trovava ad un livello del 7% circa superiore al suo tasso centrale nominale rispetto al dollaro, mentre le monete danese e norvegese lo erano rispettivamente del 5,5 e del 6,5%. La Finlandia, seguendo la Svezia, ha abbassato la parità centrale della sua moneta del 5,4%, immediatamente dopo la svalutazione del dollaro del febbraio 1973.

Sino alla metà di marzo del 1972 la peseta spagnola è rimasta al suo limite inferiore smithsoniano. Successivamente è salita portandosi ad un livello appena al di sotto del suo tasso medio, dove è rimasta fin dopo la crisi della sterlina del giugno. Da allora si è mantenuta in generale ad un livello dell'1,5% al di sopra del suo tasso medio fino alla svalutazione del dollaro del febbraio 1973. In seguito, la peseta è risultata un po' al di sotto del suo nuovo tasso centrale, ma ben presto si è riportata a tale livello, attorno al quale è finora rimasta.

Nel febbraio 1972 l'escudo portoghese si è mosso al di sopra del suo tasso centrale smithsoniano e successivamente si è apprezzato ancora di poco, rimanendo in generale, nella seconda metà dell'anno, ad un livello dell'1% circa al di sopra di quel tasso. Dopo essere ulteriormente salito prima della svalutazione del dollaro, il tasso centrale di cambio per l'escudo è stato abbassato del 3,8% e agli inizi di giugno è risultato del 6% al di sopra del tasso nominale centrale con il dollaro.

### **Altri sviluppi sui mercati dei cambi.**

Il più importante avvenimento sui mercati dei cambi, nel periodo sotto rassegna, è stato certamente rappresentato dalla svalutazione del 10% del dollaro SU, il 13 febbraio del 1973. Sulla base delle diverse reazioni a questa decisione, gli altri paesi possono suddividersi, sulla scorta delle informazioni disponibili, in quattro gruppi. Un gruppo si compone dei seguenti paesi che hanno lasciato invariati rispetto all'oro e ai DSP le loro parità o i loro tassi centrali di cambio: Algeria, Arabia Saudita, Australia, Austria, Bahrein, Belgio-Lussemburgo, Botswana, Burma, Burundi, Cipro, Danimarca, Egitto, Etiopia, Francia e i paesi dell'area del franco francese, Germania, Ghana, Giordania, Guinea, Iran, Iraq, Kuwait, Lesoto, Libia, Malaysia, Mauritania, Marocco, Norvegia, Nova Zelanda, Paesi Bassi, Pakistan, Qatar, Romania, Singapore, Spagna, Sud Africa, Swaziland, Tunisia, URSS, Yemen e Zambia. Un secondo gruppo è composto dai paesi che hanno seguito il dollaro nella sua svalutazione e sono: Argentina, Bolivia, Cile, Colombia, Costa Rica, Corea del Sud, Ecuador, El Salvador, Filippine, Giamaica, Grecia, Guatemala, Haiti, Honduras, Indonesia, Islanda, Israele, Jugoslavia, Kenia, Laos, Liberia, Messico, Nicaragua, Nigeria, Panama, Paraguay, Perù, Repubblica Dominicana, Repubblica del Kmer, Ruanda, Siria, Sudan, Surinam, Tailandia, Tanzania, Turchia, Uganda, Uruguay, Venezuela, Vietnam del Sud, Zaire. Un terzo gruppo, costituito dal Brasile, Finlandia, Nepal, Portogallo, Svezia e Formosa, hanno svalutato le loro monete ma in misura inferiore a quella degli Stati Uniti. Il quarto gruppo comprende i paesi che hanno continuato a lasciar fluttuare le loro monete nei confronti del dollaro o hanno iniziato a farlo; essi sono: Bangladesh, Canada, Gambia, Giappone, Guiana, India, Irlanda, Italia, Malawi, Malta, Maurizio, Regno Unito, Sierra Leone, Sri Lanka, Svizzera, e Trinidad e Tobago. A questo gruppo se ne è aggiunto il 19 marzo un altro composto da: Austria, Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia.

Oltre che per gli eventi già descritti nel settore dei tassi di cambio, il periodo sotto rassegna è stato particolarmente importante in materia di cambi per i vari provvedimenti amministrativi volti a mantenere lo squilibrio dei pagamenti internazionali entro certi limiti, sì da non minacciare la struttura smithsoniana dei tassi di cambio. In pratica ciò ha significato che ad ogni successivo movimento speculativo contro il dollaro dopo l'accordo smithsoniano - nel febbraio-marzo 1972, giugno-luglio 1972 e febbraio-marzo 1973 - i paesi eccedentari hanno aggiunto altri controlli al loro già impressionante arsenale di strumenti diretti a impedire l'afflusso di fondi e in alcuni casi vi hanno anche unito misure destinate a stimolare il deflusso di fondi dal loro mercato. Mentre questo complesso di restrizioni in continuo aumento non ha impedito l'alquanto diffuso abbandono dei tassi di cambio fissi nel marzo 1973, la fluttuazione dei tassi non ha finora determinato alcun significativo smantellamento di quelle restrizioni.

In *Germania* il primo importante provvedimento, preso nel 1972 contro l'afflusso di fondi, è rappresentato dalla messa in applicazione il 1° marzo della legge "Bardepot" (deposito in contante) - mirante essenzialmente a disciplinare l'acquisizione di prestiti all'estero da parte di società non bancarie tedesche - fissando il rapporto "Bardepot" al 40%. Alcune categorie di crediti esteri - quelli direttamente connessi al normale regolamento delle transazioni in beni e servizi, i prestiti per rifinanziare o

coprire a termine esportazioni, e quelli per finanziare investimenti all'estero, come pure tutti i crediti di DM 2 milioni o meno — sono state esentate da tale obbligo, ma sono state sottoposte al vincolo di denuncia alle autorità. Il rapporto "Bardepot" è stato elevato al 50% nel luglio 1972 e il valore limite per la sua applicazione è stato ridotto in quel mese a DM 500.000 e ancora nel gennaio 1973 a DM 50.000. Con il rialzo del rapporto "Bardepot" a luglio si è accompagnato l'aumento dei coefficienti di riserva minima applicabili sia alla consistenza totale sia all'incremento avvenuto dopo il novembre 1971 nei depositi bancari di non residenti. Tale provvedimento ha avuto l'effetto di aumentare il rapporto di riserva obbligatoria su tali passività al 90-100%.

Uno dei risultati dell'applicazione del "Bardepot" è stato rappresentato dallo spostamento degli afflussi di fondi su altri canali, in particolare sulle transazioni in titoli; di conseguenza, nell'ultima parte del giugno 1972, tutte le vendite di titoli nazionali a reddito fisso a non residenti sono state assoggettate a un'autorizzazione ufficiale che in pratica non veniva concessa. In settembre questo provvedimento è stato modificato per consentire alle banche tedesche di vendere obbligazioni con scadenza superiore a quattro anni a singoli clienti, purchè non si avesse alcun aumento nel totale complessivo delle obbligazioni tedesche detenute dai loro clienti non residenti.

Nel febbraio 1973 sono stati presi ulteriori provvedimenti restrittivi: i controlli sugli acquisti da parte di non residenti di titoli a reddito fisso sono stati estesi alla acquisizione di titoli azionari tedeschi; tutti gli investimenti superiori a DM 500.000 effettuati da non residenti in imprese operanti in Germania sono stati sottoposti ad autorizzazione ufficiale; e l'acquisizione all'estero da parte di residenti di prestiti o di crediti d'ammontare superiore a DM 50.000 è stata sottoposta al controllo ufficiale, rimanendo inteso che in generale non sarebbe stato consentito alcun credito soggetto al "Bardepot".

Nel *Belgio-Lussemburgo* sono stati presi nel periodo sotto rassegna tre nuovi provvedimenti amministrativi per scoraggiare l'afflusso di fondi. Con il primo, nel marzo 1972, si sono date istruzioni alle banche perchè non incrementassero ulteriormente le loro passività nette a pronti verso l'estero, sia in franchi belgi che in divise estere, sul mercato dei cambi ufficiale. Contemporaneamente si sono invitate le banche a non contrarre sul mercato ufficiale dei cambi considerevoli posizioni passive nette complessive verso l'estero, ivi comprese tanto quelle a pronti che quelle a termine. In virtù del secondo provvedimento, emanato al culmine delle perturbazioni sul mercato dei cambi all'inizio del marzo 1973, l'uso da parte di non residenti dei loro conti in franchi belgi convertibili è stato temporaneamente limitato soltanto all'esecuzione di pagamenti per acquisti di beni e servizi da residenti dell'UEBL. Con il terzo provvedimento è stato applicato, alla riapertura dei mercati dei cambi il 19 marzo 1973, un saggio di interesse negativo dello 0,25% per settimana su tutti i saldi dei conti in franchi belgi convertibili di non residenti per la parte eccedente il livello medio registrato nel quarto trimestre del 1972.

Nei *Paesi Bassi* le autorità hanno reagito all'afflusso di fondi avvenuto nel marzo 1972 proibendo il pagamento di interessi sui depositi a vista in fiorini di non residenti e ritirando l'autorizzazione generale concessa ai non residenti di investire fiorini nei

depositi vincolati presso le banche olandesi. A luglio si è vietato ai residenti di attingere crediti finanziari all'estero e contemporaneamente si sono presi provvedimenti per limitare i termini di pagamento per le importazioni e le esportazioni olandesi a quelli usuali nei vari settori dell'industria. In seguito alla decisione di lasciar fluttuare il fiorino rispetto al dollaro nel marzo 1973, è stato imposto un obbligo di riserva del 50%, successivamente elevato in aprile all'80%, su qualsiasi posizione netta passiva in fiorini delle banche dei Paesi Bassi nei confronti di non residenti. Contemporaneamente, è stato applicato un saggio di interesse negativo dello 0,25% per settimana ad ogni ulteriore aumento nei depositi in fiorini di non residenti. Tale provvedimento è stato abolito agli inizi di maggio, mentre rimane ancora in vigore la proibizione del pagamento di interessi sui depositi di non residenti.

In *Giappone* nel 1972 e nella prima parte del 1973 sono stati presi ulteriori provvedimenti per limitare gli afflussi di fondi all'interno del Giappone e per incoraggiare i deflussi.

Per quanto riguarda i controlli sugli afflussi, anzitutto si è reintrodotta nel febbraio 1972 la limitazione (abolita immediatamente dopo l'accordo smithsoniano) sulla conversione in yen degli introiti anticipati per esportazioni. Contemporaneamente si è proibito alle banche straniere operanti in Giappone di procedere ad ulteriori conversioni di dollari in yen. A giugno è stato imposto un obbligo di riserva del 25% sugli aumenti delle passività bancarie libere in yen verso non residenti e a luglio il coefficiente di riserva è stato elevato al 50%. Gli altri provvedimenti, presi immediatamente dopo la fluttuazione della sterlina, includevano un nuovo rafforzamento delle restrizioni alla conversione degli introiti anticipati per esportazioni, come pure limitazioni sulla conversione anticipata di divise estere in yen da parte di non residenti al fine di comprare titoli giapponesi. A ciò ha fatto seguito in ottobre la decisione di proibire qualsiasi ulteriore aumento nelle consistenze complessive di titoli giapponesi appartenenti a non residenti, consentendo nuovi acquisti di titoli da parte di non residenti soltanto nella misura in cui gli stessi effettuavano vendite di titoli.

Per quanto riguarda i provvedimenti volti a promuovere movimenti di fondi verso l'estero, a maggio 1972 si è consentito a tutti i residenti di trattenere a tempo indeterminato la valuta ricavata dalle transazioni con non residenti — in precedenza soltanto le banche e le società di navigazione, quelle commerciali e assicurative godevano di simile facoltà — e di aprire liberamente conti in valuta estera presso le banche. Più tardi, nello stesso mese, è stata attenuata la disciplina concernente gli investimenti di portafoglio all'estero e a giugno sono state rimosse tutte le limitazioni agli investimenti diretti di residenti e agli acquisti immobiliari all'estero. Ad agosto si è imposto ai non residenti che collocavano obbligazioni in yen di convertire in valuta straniera il 90% dei proventi immediatamente dopo l'emissione dei titoli.

La *Svizzera* ha preso numerosi provvedimenti assai severi per porre sotto controllo gli afflussi di fondi nel periodo immediatamente successivo alla fluttuazione della sterlina. Sono stati proibiti gli investimenti esteri in titoli nazionali, in crediti ipotecari e in immobili; è stato applicato un saggio negativo di interesse del 2% per trimestre sugli ulteriori aumenti da parte di non residenti dei loro depositi in franchi svizzeri superiori a fr. sv. 50.000; si è sottoposta ad autorizzazione ufficiale

l'acquisizione di prestiti all'estero superiori a fr.sv. 1 milione (ridotti nell'aprile 1973 a fr.sv. 50.000 con l'eccezione dei crediti non convertiti in franchi svizzeri) da parte di operatori residenti non bancari; e le banche sono state obbligate a bilanciare giornalmente le loro posizioni valutarie globali a pronti e a termine. Quest'ultimo provvedimento è stato sospeso nell'ottobre 1972 e reintrodotta agli inizi del 1973. Quando il franco è stato sottoposto a pressione nell'ultima parte del gennaio 1973 le autorità, piuttosto che introdurre ulteriori controlli, hanno lasciato fluttuare il tasso di cambio.

Nel corso del 1972, le autorità svizzere hanno anche modificato in numerose occasioni le norme regolanti la conversione in valuta estera dei prestiti in franchi svizzeri ottenuti da non residenti. A partire dagli ultimi giorni di febbraio almeno il 25% dei proventi di tali prestiti ha dovuto essere convertito in dollari presso la Banca Nazionale Svizzera, al suo tasso di cambio ufficiale, per le vendite, di fr.sv. 3,9265; a maggio la quota da convertire alla Banca Nazionale è stata elevata al 40% e il tasso di cambio è stato mutato in fr.sv. 3,88; a luglio esso è stato elevato a fr.sv. 3,80 e a settembre la quota da convertire in dollari presso la Banca Nazionale è stata portata al 50% per i prestiti fino a cinque anni e al 60% per i prestiti a più lunga scadenza. Nel gennaio 1973 è stato abolito l'obbligo di conversione alla Banca Nazionale. Inoltre, nel febbraio 1972, le sottoscrizioni da parte di non residenti di titoli in franchi svizzeri a medio termine collocati privatamente sono state limitate al 40% del totale di ciascuna emissione - in luglio questo limite è stato esteso alle emissioni obbligazionarie in franchi svizzeri da parte di non residenti - mentre per le banche straniere tali sottoscrizioni sono state interdette.

In *Francia* la maggior parte dei controlli sugli afflussi di fondi, che erano stati introdotti tra l'agosto e il dicembre 1971, sono stati aboliti in seguito al riallineamento smithsoniano, mentre sono state attenuate numerose restrizioni sui trasferimenti all'estero di fondi (vedasi la 42<sup>a</sup> Relazione annuale, pagina 158). Nessun nuovo provvedimento restrittivo è stato preso nei periodi di tensione del mercato dei cambi, nè in febbraio-marzo 1972, nè in giugno-luglio dello stesso anno. Tuttavia a metà marzo 1973, in seguito alla decisione di partecipare alla fluttuazione congiunta europea nei confronti del dollaro, sono stati presi nuovi provvedimenti contro eventuali futuri afflussi di fondi: si è proibita la remunerazione dei nuovi conti in franchi francesi aperti da non residenti, fatta eccezione per quelli a scadenza fissa superiore a sei mesi; non si è più consentito ai non residenti, salvo minori eccezioni, d'usare i conti in franchi finanziari per acquistare carta a breve termine sul mercato monetario o per trasferimenti su conti di deposito a risparmio; un obbligo di riserva marginale del 100% è stato applicato alle passività bancarie in franchi verso non residenti per gli incrementi rispetto al livello del 4 gennaio 1973 (a luglio l'obbligo di riserva sulle passività complessive in franchi delle banche è stato elevato dal 10 al 12% per le passività a vista e dal 4 al 6% per le altre passività); si è proibito alle banche di compiere o di rinnovare operazioni di riporto riguardanti la vendita a termine a non residenti di franchi francesi contro acquisti a pronti; e inoltre si sono date istruzioni alle banche di non aumentare la loro posizione attiva netta a termine in valuta estera al di là dei livelli raggiunti alla fine di febbraio. Agli inizi di aprile sono state abolite le restanti restrizioni sugli acquisti a termine di valuta da parte di importatori francesi, come pure è stato soppresso il divieto agli esportatori di concedere ai loro clienti esteri crediti di durata superiore ai sei mesi.

Anche l'*Austria* ha preso nel periodo sotto rassegna nuovi provvedimenti per frenare l'afflusso di fondi. Alla fine di novembre 1972 si sono posti dei limiti agli acquisti da parte di non residenti di titoli austriaci e di immobili, come pure alla libera facoltà dei residenti di contrarre prestiti all'estero per finanziare le importazioni o gli investimenti all'interno, oltre che per rifinanziare i loro crediti all'esportazione. E' rimasto, inoltre, in vigore il "gentleman's agreement" intervenuto tra le banche e la Banca Nazionale Austriaca, che contempla il collocamento in conti infruttiferi presso la Banca Nazionale del 75% dell'aumento delle passività bancarie in scellini verso non residenti rispetto al loro livello a metà agosto 1971.

In *Spagna*, durante il periodo in rassegna, sono stati emanati altri provvedimenti diretti a frenare l'aumento dei conti in pesetas di non residenti. Già nell'ottobre 1971 le banche erano state sottoposte all'obbligo di riserva del 100% su ogni ulteriore aumento dei conti in pesetas convertibili appartenenti a non residenti e con preavviso di ritiro inferiore a 90 giorni; nel luglio 1972 un obbligo di riserva del 50% è stato posto su ogni successivo aumento dei conti in pesetas convertibili appartenenti a non residenti e con 90 o più giorni di preavviso, e agli inizi di febbraio del 1973 il coefficiente di riserva obbligatoria è stato elevato al 100%. In seguito a ciò, a metà marzo si è tolta ai non residenti la possibilità di riacquistare valuta estera con le pesetas precedentemente acquisite attraverso la vendita di valuta straniera e contemporaneamente si è proibito il pagamento di interessi sui conti in pesetas di non residenti.

In *Svezia*, nel 1972, si è assistito a numerose attenuazioni dei controlli valutari. Esse comprendono l'innalzamento dei limiti sulle disponibilità in valuta straniera delle banche, la rimozione di tutte le restrizioni alle esportazioni di capitali da parte di emigranti svedesi fino ad un ammontare di cor.sv. 100.000 e l'estensione da uno a due anni del periodo massimo durante il quale i residenti possono ottenere la copertura a termine dei pagamenti per importazioni, trasporti e noli. Nel marzo 1973 sono stati presi altri provvedimenti per stroncare il vasto afflusso di fondi allora in atto: si è minacciato un saggio di interesse negativo sui conti in corone detenuti da non residenti presso le banche svedesi per la parte eccedente il livello medio registrato a gennaio 1973 ed è stato annunciato che fino a nuovo avviso le banche avrebbero dovuto depositare su conti infruttiferi, per la durata di sei mesi, il 10% dei proventi derivanti da tutte le vendite di valuta estera alla banca centrale.

In *Danimarca*, all'inizio del 1973, è stato rimosso il divieto a non residenti di acquistare titoli azionari danesi e contemporaneamente sono state attenuate le restrizioni sui loro acquisti di obbligazioni danesi. A marzo 1973 è stata annunciata un'ulteriore attenuazione dei controlli valutari, che comprende tra l'altro la completa liberalizzazione dei crediti commerciali di durata fino a cinque anni tra residenti e non residenti, come pure una maggiore libertà di investimenti diretti sull'interno e sull'estero, e di investimenti in beni immobili esteri da parte di residenti.

In *Finlandia*, nel giugno 1972, è stato abolito l'obbligo, in vigore dal novembre 1970, di pagare in contanti prima del passaggio alla dogana alcune categorie di merci, che rappresentano un quarto circa delle importazioni totali del paese. Dall'inizio del 1973 i residenti finlandesi non sono più obbligati a cedere tutti i loro introiti in valuta estera, ma possono trattenerli in conti in valuta presso le banche.

In *Italia*, oltre alle misure sui tassi di cambio descritte a pagina 160, si sono presi, nel periodo sotto rassegna, numerosi altri provvedimenti tendenti a stroncare i deflussi di capitale e a incoraggiarne gli afflussi. Alla fine di giugno le banche sono state autorizzate ad assumere posizioni passive nette verso non residenti, mentre è rimasta ancora in vigore la proibizione, risalente al settembre 1971, di detenere posizioni attive nette verso l'estero. Come ulteriore incentivo all'acquisizione di prestiti all'estero, nel dicembre 1972, l'Ufficio Italiano dei Cambi ha offerto alle banche la possibilità di stipulare riporti in dollari contro lire per periodi di tre mesi con rimborso alla pari.

Nell'ultima parte del gennaio 1973, contemporaneamente alla scissione del mercato ufficiale dei cambi, le autorità hanno cercato di limitare l'ampiezza degli svantaggiosi sfasamenti nei termini di pagamento, riducendo il periodo massimo consentito per pagamenti anticipati di importazioni e riscossioni differite per esportazioni rispettivamente da 90 a 30 giorni e da un anno a 90 giorni. Anche il periodo massimo durante il quale è consentito ai residenti di detenere valuta estera ammessa alla cessione sul mercato dei cambi commerciale è stato ridotto da 180 a 30 giorni, mentre nella seconda metà di febbraio, è stato limitato da 30 a 7 giorni il periodo massimo entro cui è permesso ai residenti di trattenere valuta estera vendibile sul mercato dei cambi finanziari. All'inizio del febbraio 1973 l'ammontare massimo di valuta concessa a residenti per viaggi all'estero è stato ridotto da un controvalore di lire 1 milione a lire 300.000 per viaggio.

Nel *Regno Unito* la decisione del giugno 1972 di lasciar fluttuare la sterlina è stata accompagnata da provvedimenti per il controllo dei pagamenti per le partite correnti e dei deflussi di capitale verso paesi dell'area della sterlina, fatta eccezione per la Repubblica di Irlanda e successivamente per Gibilterra. Per quanto riguarda i movimenti di capitale, si sono sottoposti alla preventiva autorizzazione ufficiale gli investimenti diretti di residenti RU nei paesi dell'area della sterlina e gli investimenti di portafoglio sono stati trasferiti dal mercato ufficiale dei cambi al mercato del dollaro per investimento. Peraltro, l'insieme dei proventi derivanti dalla vendita di titoli pertinenti all'area della sterlina può essere convertito sul mercato dei dollari per investimento, mentre, nel caso di vendita di titoli non pertinenti all'area della sterlina, il 25 % dei proventi deve essere tuttora venduto sul mercato ufficiale dei cambi. Nel maggio 1973, la norma introdotta nel marzo 1972, in virtù della quale le società nazionali controllate da residenti dei paesi della CEE potevano finanziare nuovi investimenti diretti nel Regno Unito con prestiti in sterline ottenuti da creditori britannici, è stata estesa agli investimenti dello stesso tipo effettuati da compagnie nazionali controllate da non residenti senza distinzione.

Nel *Canada*, le limitazioni sui deflussi di capitali verso paesi diversi dagli Stati Uniti (introdotte nel 1966 ed estese nel 1968 al fine di impedire l'esportazione di capitali dagli Stati Uniti, attraverso il Canada, verso altri paesi) sono state modificate, con effetto dal 1° aprile 1972, per escludere tutti i nuovi crediti all'esportazione concessi da residenti canadesi, come pure i prestiti fatti a governi o banche centrali dei paesi in via di sviluppo o garantiti dagli stessi.

Negli *Stati Uniti* nel periodo sotto rassegna non si è avuto alcun cambiamento nei diversi controlli sui deflussi di capitale. Peraltro, al momento della svalutazione del dollaro nel febbraio 1973, le autorità SU hanno annunciato la loro intenzione di eliminare gradualmente tali controlli entro la fine del 1974.

Nell'*area della sterlina*, si possono distinguere tre principali gruppi di paesi in base alla loro reazione di fronte alla decisione del Regno Unito di far fluttuare la sterlina. Il primo comprende alcuni paesi le cui monete erano già ancorate al dollaro e che non hanno alterato i loro tassi nei confronti di questa moneta: e cioè Australia, Giordania, Ghana, Islanda, Kenia, Nigeria, Nuova Zelanda, Pakistan, Samoa occidentale, Tanzania, Uganda e Zambia. Nel secondo gruppo sono compresi diversi paesi precedentemente ancorati alla sterlina, che hanno analogamente mantenuto i loro tassi rispetto al dollaro, passando quindi ad ancorarsi a tale moneta: e cioè Cipro, Hong Kong, Kuwait, Malaysia, Oman e Singapore. Il terzo gruppo comprende quei paesi che hanno deciso di lasciare fluttuare le loro monete insieme alla sterlina, e cioè Bangladesh, Barbados, Botswana, Figi, Gambia, Giamaica, Guiana, India, Irlanda, Lesotho, Malawi, Maurizio, Sierra Leone, Sud Africa, Swaziland e Trinidad e Tobago. A questi paesi si può aggiungere lo Sri Lanka che è ritornato ad ancorarsi alla sterlina dopo essere stato in precedenza ancorato al dollaro, mentre Malta ha optato per una fluttuazione unilaterale e controllata. Infine l'Iraq, sebbene non facesse parte dell'area della sterlina, ha ancorato la sua moneta alla sterlina poco prima dell'inizio della fluttuazione.

Nel periodo sotto rassegna si sono avuti diversi altri significativi sviluppi nell'area della sterlina. In *Australia* nell'ultima parte di settembre, sono stati presi numerosi provvedimenti per contenere l'aumento delle riserve ufficiali e per limitare l'espansione del controllo di società nazionali da parte di stranieri: da un lato, si sono attenuate le restrizioni agli investimenti in titoli esteri da parte di residenti e sono state abolite le direttive che limitavano l'accensione di prestiti da parte di società straniere in Australia; dall'altro lato, la Banca della Riserva ha ritirato il suo benessere a tutti i prestiti all'estero, contratti da residenti, di ammontare superiore a \$A 100.000 per anno e che sono rimborsabili, o comportano l'opzione di ripagamento, entro due anni. Per rafforzare tale provvedimento è stata posta fine all'esenzione esistente per i prestiti in dollari australiani ricevuti da residenti nell'area della sterlina. Inoltre, nel tardo ottobre, sono state emanate norme legislative provvisorie per impedire operazioni dirette ad acquisire il controllo su società nazionali da parte di stranieri, non giudicate di pubblico interesse, ivi comprese quelle comportanti la detenzione da parte di un singolo ente straniero del 15% o più, o da parte di stranieri del 40% o più, in complesso, delle azioni con diritto di voto di una società nazionale. Il dollaro australiano è stato rivalutato, con effetto dal 22 dicembre, del 4,85% nei confronti dell'oro e la nuova parità è stata fissata a gr. 1,04360 di oro fino, mentre nei confronti del dollaro la rivalutazione è stata del 7,5% (vedasi la 42<sup>a</sup> Relazione annuale, pagina 162). Contemporaneamente sono state rafforzate le misure che limitano l'afflusso di capitali: in particolare è stato introdotto un obbligo variabile di deposito nei confronti dei nuovi prestiti contratti all'estero, diversi dal credito commerciale, di durata superiore a due anni e che eccedano \$A 100.000 nello spazio di dodici mesi; il relativo coefficiente è stato inizialmente fissato al 25% e nessun interesse viene corrisposto sui depositi. Il 1<sup>o</sup> febbraio del 1973 l'ambito dei controlli sugli afflussi di fondi è stato



ulteriormente ampliato fino ad includere restrizioni sul differimento dei pagamenti per importazioni e per certe partite invisibili, come pure limitazioni sui pagamenti anticipati per esportazioni.

Il *Sud Africa*, dopo aver lasciato inizialmente fluttuare la propria moneta in linea con la sterlina, ha fissato la nuova parità per il rand a gr. 1,0455 di oro fino, con effetto dal 24 ottobre 1972, e ha nuovamente ancorato il rand al dollaro SU. La variazione della parità ha comportato una svalutazione del 4,2% che, nei confronti del dollaro, è stata del 4% circa rispetto al tasso fluttuante di mercato raggiunto poco prima. In seguito alla svalutazione del dollaro nel febbraio 1973 il rand si è apprezzato dell'11,1% rispetto a tale moneta. Quindi, agli inizi di giugno, le autorità hanno deciso di non mantenere ulteriormente il tasso di cambio con il dollaro entro i limiti consentiti da entrambi i lati della parità. Contemporaneamente sono stati annunciati i nuovi cambi all'acquisto e alla vendita di dollari, che hanno comportato un ulteriore apprezzamento del rand del 5% circa.

In *Islanda* la corona è stata svalutata del 10,7% con effetto dal 19 dicembre 1972; successivamente nel febbraio 1973 è stata svalutata del 10% in corrispondenza con la svalutazione del dollaro; in aprile, tuttavia, l'Islanda ha rivalutato la sua moneta del 6%, stabilendo un rapporto di cambio centrale di cor.isl. 92.98 = \$SU 1.

Nel *Pakistan* l'11 maggio 1972 è stata attuata un'ampia riforma valutaria, consistente nella sostituzione del sistema di tassi di cambio multipli con un tasso unitario, il che ha comportato una svalutazione del 57% nei confronti dell'oro; la nuova parità della rupia è stata fissata a gr. 0,0744103 di oro fino.

Con effetto dal 17 gennaio 1973 la *Giamaica* ha reciso i legami della propria moneta con la sterlina e l'ha ancorata al dollaro statunitense. Contemporaneamente la sua moneta ha subito una svalutazione del 15,6% nei confronti dell'oro: la nuova parità è stata fissata a 0,900364 gr. di oro fino ed il nuovo saggio di cambio nei confronti del dollaro SU è risultato J\$ 0,91 = \$SU 1.

Quelle monete dell'area della sterlina, che fluttuavano in parallelo con la sterlina al momento della svalutazione del dollaro del febbraio 1973, hanno continuato nella loro fluttuazione. Tra quelle che si erano già ancorate al dollaro, alcune ne hanno accettato la svalutazione apprezzando quindi la loro moneta nei confronti del dollaro dell'11,1% prima di riancorarsi, mentre altre lo hanno seguito nella sua svalutazione: di quest'ultimo gruppo fanno parte principalmente Giamaica, Islanda, Kenia, Nigeria, Tanzania e Uganda.

Sebbene nei dodici mesi terminanti alla fine di maggio 1973 si siano avuti significativi cambiamenti nei tassi di cambio col dollaro di alcune tra le principali monete latino-americane, il numero dei tassi di cambio rimasti invariati è risultato il maggiore.

In *Argentina*, nel periodo sotto rassegna il tasso ufficiale di cambio è rimasto a pesos 5 = \$SU 1 e il tasso finanziario si è mantenuto piuttosto stabile, ad un livello superiore di quasi il doppio rispetto a quello indicato. Nei mesi di luglio e agosto 1972, tuttavia, la quota delle entrate da esportazioni che doveva essere ceduta sul mercato ufficiale e quella degli esborsi per importazioni consentiti per le categorie più essenziali attraverso lo stesso mercato, sono state ridotte due volte, dal 36 al

26% - il che equivale ad una svalutazione del 6% circa - mentre nel febbraio 1973 la corrispondente quota per alcune esportazioni è stata ulteriormente abbassata al 10%. Altre categorie di importazioni possono essere finanziate soltanto attraverso il mercato finanziario e, in ottobre, nuove norme hanno imposto un divieto della durata di sei mesi su alcune importazioni non essenziali. Contemporaneamente, a settembre, l'imposta sugli acquisti di valuta estera per spese di viaggio sul mercato finanziario è stata elevata da pesos 0,5 a 2 per dollaro SU; il quantitativo di valuta estera concesso per dette spese è stato ridotto e si sono pure rafforzate le norme disciplinanti le rimesse all'estero e il rimborso di prestiti contratti all'estero. Dall'aprile 1973 i pagamenti ricevuti dall'Europa occidentale, dal Canada e dal Giappone per esportazioni devono avvenire nelle monete dei rispettivi paesi senza che esista più, come prima, l'opzione in favore dei dollari SU.

In *Brasile* alla fine di maggio del 1973 il saggio di cambio era pari a cruz. 606/610 = \$SU 1, essendo stato svalutato nei dodici mesi precedenti soltanto del 3% nei confronti del dollaro. In *Cile* si sono avute nell'agosto 1972 svalutazioni che vanno da un minimo del 37% ad un massimo del 69% lungo tutta la gamma del sistema di tassi di cambio multipli. Il tasso più elevato è stato allora quello di esc. 20 = \$SU 1 per importazioni di generi alimentari essenziali e di petrolio, e per esportazioni di minerali diversi da quelli ferrosi, mentre il tasso più basso è risultato esc. 85 = \$SU 1 per l'acquisto di valuta straniera per spese di viaggio all'estero. Quest'ultimo tasso di cambio è stato anche sottoposto ad un sovrapprezzo superiore al 50% e, in seguito a due ulteriori aggiustamenti nel marzo ed aprile 1973, il prezzo effettivo della valuta straniera per viaggi all'estero risultava pari a esc. 325 = \$SU 1, ossia sedici volte superiore al tasso base di cambio.

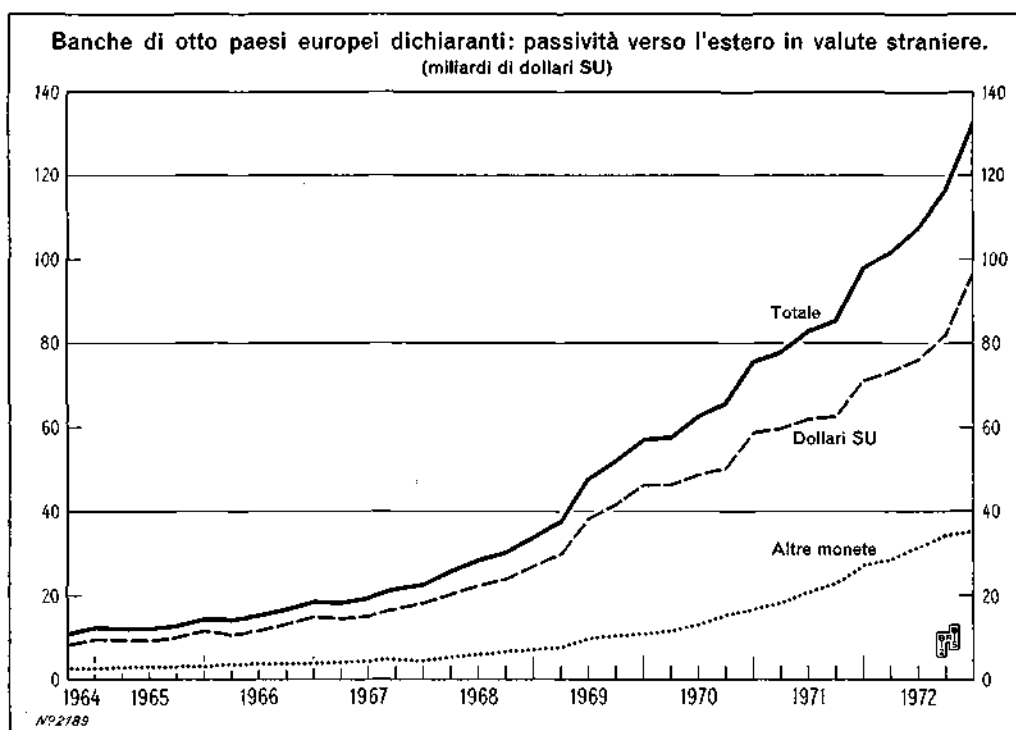
Il *Venezuela*, in seguito alla svalutazione del dollaro del febbraio, ha ridotto la parità del bolivar con il dollaro SU del 2,25% circa; i nuovi saggi di cambio risultano bol. 4,20 e 4,30 = \$SU 1 rispettivamente per transazioni riguardanti petrolio e altre attività estrattive, e per il resto delle altre transazioni. In ottobre la *Bolivia* ha dichiarato al FMI una nuova parità di pesos 20 = \$SU 1, che rappresenta un deprezzamento del 40% rispetto all'effettivo tasso di cambio in vigore sin dal 1959; viene, inoltre, mantenuta piena libertà per tutte le operazioni su partite correnti e in conto capitale. In *Uruguay* il peso è stato svalutato sul mercato ufficiale 12 volte nel corso dei dodici mesi terminanti a maggio 1973, in misura complessiva pari al 37%, sicchè il nuovo tasso di cambio è pesos 862 = \$SU 1. Ciò ha consentito di riportare il tasso ufficiale grosso modo in linea con quello del mercato libero, che era rimasto piuttosto stabile nel corso dello stesso periodo. A dicembre è stato rimosso il divieto, imposto nel maggio 1971, sulle importazioni di beni capitali; peraltro, simili importazioni devono essere finanziate dall'estero.

In *Costarica* sotto il sistema del doppio tasso di cambio instaurato nel febbraio 1972, entrambi i tassi sono rimasti su livelli stazionari nel corso degli ultimi dodici mesi; peraltro, in ottobre, è stata ulteriormente ridotta la lista delle importazioni che possono finanziarsi attraverso il mercato ufficiale e sin da allora l'obbligo di cessione della valuta al tasso ufficiale ha riguardato soltanto la metà degli introiti da esportazioni non tradizionali. In *Guatemala* tutte le restrizioni sulle operazioni relative alle partite correnti e in conto capitale sono state rimosse agli inizi del 1973, sicchè la moneta è ritornata ad una completa convertibilità al tasso di quetzal 1 = \$SU 1.

## V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE E DELLE EUROBLIGAZIONI.

### Il mercato delle eurodivise.

Nel 1972, per il quinto anno consecutivo il mercato delle eurodivise ha registrato una rapida espansione. Le attività verso l'esterno in divise estere, quali sono state dichiarate dalle banche di otto paesi europei, sono salite di \$31,7 miliardi passando a \$131,8 miliardi, mentre le loro passività sono aumentate di \$34,2 miliardi, portandosi a \$131,9 miliardi. Tali incrementi sono i più ampi finora registrati, quantunque in termini percentuali siano inferiori agli aumenti del 50 e del 60% conseguiti nel 1968 e nel 1969. Al netto di talune duplicazioni, ma comprese le posizioni nei riguardi dei residenti, si può stimare che i crediti in valuta estera, dovuti all'intermediazione di questo gruppo di banche, si siano accresciuti di \$20 miliardi circa e la loro componente in dollari di quasi \$16 miliardi, raggiungendo rispettivamente \$91 e 70 miliardi.



Nel corso del 1972 gli andamenti hanno seguito la consueta evoluzione stagionale. Nel primo trimestre l'espansione del mercato è stata relativamente moderata, nel secondo ha avuto un'accelerazione e nel quarto infine è avvenuta la consueta impennata di fine anno. I saggi d'interesse hanno manifestato una tendenza al ribasso

nella prima parte dell'anno e pur essendo in seguito risaliti, sono rimasti parecchio al di sotto dei vertici raggiunti nel 1971.

Il fatto che i saggi sui depositi in eurodivise siano risultati in media notevolmente più bassi che nel 1971, indica che l'impulso al rapido sviluppo del mercato è venuto principalmente dal lato dell'offerta. Come negli anni precedenti, il cospicuo passivo della bilancia dei pagamenti SU ha rappresentato un forte fattore d'espansione. Ciò ha contribuito sia ad ampliare le disponibilità monetarie al di fuori degli Stati Uniti, stimolando così l'offerta di fondi privati, sia ad accrescere le disponibilità ufficiali di dollari, gonfiando in tal modo il flusso di fondi delle banche centrali verso il mercato. In questo contesto non solo la dimensione del deficit SU, ma anche la distribuzione geografica delle eccedenze, si è dimostrata rilevante. Nel 1971 i saldi attivi si erano per lo più concentrati nei paesi del Gruppo dei dieci, i quali hanno concordato di non incrementare i collocamenti di riserve sul mercato delle eurodivise. Nel 1972, in parte per effetto del brusco rialzo dei prezzi delle materie prime, una quota molto più ampia del totale dei saldi attivi è andata a paesi non appartenenti al Gruppo dei dieci, che tendono di solito a depositare buona parte dei loro saldi in dollari sull'euromercato.

Inoltre, la debolezza del dollaro e della sterlina ha indotto le banche centrali a diversificare le riserve ufficiali in altre valute, quali il marco tedesco ed il franco svizzero, sicchè, a seguito dell'inasprimento dei controlli sui collocamenti esteri di fondi presso i mercati interni di tali paesi, larga parte degli incrementi delle riserve è stata impiegata sull'euromercato. I medesimi fattori ovviamente hanno anche stimolato il flusso di fondi privati non espressi in dollari verso il mercato stesso. Un ulteriore elemento che ha contribuito a dilatare l'offerta di mercato, durante il primo semestre 1972 in particolare, è stato rappresentato dalla politica espansiva adottata in vari paesi industriali allo scopo di superare la fase di ristagno dell'economia interna.

Oltre a questi fattori più generali, altri speciali hanno agito l'anno scorso in senso espansivo sull'offerta di fondi in eurovalute. Uno di essi è stato il volume senza precedenti delle emissioni di euroobbligazioni, ragguagliatosi a \$6,5 miliardi, in quanto parte dei loro proventi è stata depositata sull'euromercato a breve termine, in attesa di utilizzo. In secondo luogo sembra che, per ragioni di fiducia, siano affluiti al mercato delle eurodivise cospicui fondi privati non bancari provenienti dal Regno Unito e dall'Italia.

Dal lato della domanda, un importante fattore è consistito l'anno passato nel capovolgimento per \$6 miliardi delle posizioni in attività lorde delle eurobanche nei riguardi degli Stati Uniti. Nel 1971 le banche SU avevano effettuato ampi rimborsi alle proprie filiali estere operanti sull'euromercato, mentre nel 1972, invece, si è avuto un certo riassorbimento di fondi da parte delle banche degli Stati Uniti, in particolare da rappresentanze e filiali SU di banche estere.

D'altra parte, la debole attività d'investimento, le condizioni di credito facile all'interno e le restrizioni sull'indebitamento all'estero, quale il "Bardepot" in Germania, hanno provocato una sostanziale contrazione della domanda di prestiti da parte delle società europee. Per di più, le norme esistenti inibivano alle eurobanche di alcuni paesi l'indebitamento sul mercato delle eurodivise per scopi di impiego all'interno.

Data la vasta offerta di nuovi fondi e la chiusura di molti dei tradizionali sbocchi per i loro impieghi, le eurobanche sono state costrette a reperire nuovi prenditori di prestiti. Di conseguenza, l'erogazione di crediti ai paesi in via di sviluppo, soprattutto ad enti pubblici e semipubblici, nonché ai paesi dell'Europa orientale è cresciuta notevolmente. Tuttavia, una parte considerevole dei fondi dati a prestito ai paesi in via di sviluppo tendeva a rifluire sul mercato sotto forma di impieghi di riserve ufficiali. Pare infatti che molti prestiti siano stati contratti allo scopo di finanziare progetti piuttosto a lungo termine e che siano stati stipulati con scadenze alquanto remote nel tempo. Qualche perplessità ha suscitato in effetti l'accanita concorrenza tra le banche nella ricerca di nuovi prenditori di prestiti, che ha talvolta indotto le eurobanche a fissare date di rimborso dei prestiti eccessivamente lontane e a restringere i margini di profitto in tal misura da lasciare poco spazio ai premi di rischio. D'altra parte, un incremento nella concessione di prestiti ai paesi sottosviluppati può di per sé esser considerato produttivo.

Analogamente al settore dell'offerta, un certo numero di fattori ha influito sul mercato dal lato della domanda. Allo scopo di controbilanciare l'uscita di fondi privati non bancari, gli enti italiani pubblici e semi-pubblici, come pure le aziende di credito italiane sono stati invitati dalle autorità a contrarre prestiti sul mercato delle eurovalute. Pure le banche giapponesi si sono indebitate in misura notevole sul mercato stesso, mentre i residenti del RU non bancari hanno fatto ricorso in modo sostanziale al credito in eurodivise, impiegando buona parte dei fondi per il finanziamento di investimenti all'estero. Sembra inoltre che si sia registrato un aumento dell'indebitamento in eurovalute per scopi di finanziamento di progetti di vasta portata quali lo sfruttamento dei giacimenti petroliferi del Mare del Nord.

Infine, il rapido aumento delle attività e passività in valuta estera delle banche europee, consistito nella maggior parte in quello dei depositi interbancari, deve essere considerato alla luce della più marcata espansione dei bilanci delle banche all'interno dei paesi. In presenza di un accentuarsi dei fenomeni inflazionistici, nel 1972 i saggi di incremento degli aggregati monetari hanno raggiunto in molti paesi industriali livelli senza precedenti. Dato il ruolo crescente di mercato monetario interbancario che il mercato delle eurodivise va assumendo, non può dubitarsi del concorso di questi fattori alla nuova esplosiva espansione del mercato nello scorso anno.

Mentre nel 1972 l'ampliamento del mercato e la sua composizione valutaria non sono stati molto influenzati dal comportamento del dollaro sui mercati dei cambi, nel primo trimestre del 1973 l'andamento delle eurovalute è stato ampiamente dominato dalla rinnovata crisi del dollaro. Quantunque gli afflussi di eurodivise non abbiano costituito un fattore fondamentale della crisi, la richiesta di dollari da convertire in altre valute forti ha spinto al rialzo i saggi dell'eurodollaro e ha compresso quelli sugli eurodepositi in altre valute. Tuttavia l'aumento dei saggi sui depositi in eurodollari è stato inferiore rispetto all'estate del 1971, specialmente quando si tenga conto del contemporaneo rialzo dei saggi d'interesse SU.

Le statistiche complete circa le eurodivise per il primo trimestre 1973 non sono ancora disponibili, ma i dati provvisori indicano che, contrariamente al consueto andamento stagionale, il mercato si è dilatato a ritmo assai sostenuto. Com'era da prevedere, ciò ha riguardato in particolare la componente non in dollari, ma in con-

trasto con la situazione dell'agosto 1971, le passività in dollari delle banche hanno continuato a crescere in misura molto notevole, quantunque l'aumento delle loro attività in dollari sia stato molto inferiore. Complessivamente, sembra che le attività e le passività in valuta estera delle banche siano entrambe aumentate di circa \$10-15 miliardi ciascuna e, al netto di duplicazioni, il volume dei crediti in eurodivise in essere alla fine di marzo 1973 è stato probabilmente molto vicino a \$100 miliardi.

Data la cospicua offerta di dollari a termine da parte della clientela, le banche si sono evidentemente coperte prendendo a prestito dollari sul mercato delle eurodivise e vendendoli a pronti. In effetti la diminuzione della posizione netta in dollari delle banche nel primo trimestre 1973 pare sia stata più accentuata di quella registrata nel terzo trimestre del 1971. Sembra inoltre che si sia avuto un più rapido ampliamento dell'importo di nuovi crediti in eurodollari concessi a prenditori non bancari e ciò può esser interpretato come indice di un certo ruolo assunto questa volta dal mercato delle eurovalute nel finanziamento degli sfasamenti nei termini di pagamento e di altri tipi di copertura di rischi o di attività speculative. Nel corso del terzo trimestre 1971, invece, la concessione di nuovi prestiti in dollari a operatori non bancari si era arrestata.

Occorre tuttavia tener presente che la vendita di dollari sul mercato dei cambi da parte di eurobanche o l'utilizzo da parte di operatori non bancari di crediti in eurodollari per lo stesso scopo, contribuiscono ad aumentare la pressione globale sul dollaro solo nel caso in cui i fondi provochino trasferimenti netti dagli Stati Uniti. Altrimenti alle vendite di dollari devono corrispondere acquisti di pari importo. La conseguenza che può derivare dai flussi di eurovalute tra paesi al di fuori degli Stati Uniti consiste senza dubbio nello spostamento della pressione dal dollaro sull'una o sull'altra valuta, pressione che finisce col concentrarsi su talune divise chiave. I dati provvisori indicano per il primo trimestre 1973 un incremento delle passività in dollari delle eurobanche verso residenti SU dell'ordine di \$1,5-2,0 miliardi, ma tale cifra non comprende trasferimenti netti dagli Stati Uniti al mercato da parte di detentori esteri di dollari, sia privati che ufficiali.

*Posizioni complessive verso l'estero.* Le attività totali verso l'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti sono aumentate l'anno scorso di \$33,1 miliardi, le passività di \$34,4 miliardi. Dei citati incrementi, solamente \$1,4 miliardi e \$0,2 miliardi rispettivamente erano espressi in valuta nazionale. La posizione debitoria complessiva netta in valute interne delle banche dichiaranti si è ridotta di \$1,3 miliardi portandosi a \$11,9 miliardi. Tale variazione attiene principalmente alle banche di tre paesi: le passività esterne nette in valuta nazionale delle banche RU e olandesi che si sono contratte di \$1,1 e 0,6 miliardi rispettivamente, nonché la posizione delle banche svizzere, salita di \$0,7 miliardi da passività nette ad attività. Nel caso delle banche RU il decremento era dovuto principalmente alla debolezza della sterlina, mentre lo spostamento per quanto riguarda le banche svizzere ed olandesi riflette invece i provvedimenti adottati dalle autorità allo scopo di arginare gli afflussi di fondi esteri. Restrizioni del genere hanno pure consentito di mantenere effettivamente stabili le passività esterne in marchi delle banche tedesche, che negli anni precedenti si erano assai incrementate. A loro volta le esposizioni nette delle banche francesi verso l'estero in valuta nazionale si sono dilatate di \$0,7 miliardi.

**Passività e attività verso l'estero, in valute nazionali ed estere,  
delle banche dei 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	1971 Dicembre	890	10.500	480	10.120	- 410	- 380	- 790
	1972 Marzo	970	11.200	540	10.410	- 430	- 790	- 1.220
	Giugno	1.130	12.410	640	11.560	- 490	- 850	- 1.340
	Settembre	1.140	13.490	560	12.690	- 580	- 800	- 1.380
	Dicembre	1.180	14.780	610	14.140	- 570	- 620	- 1.190
Francia . . .	1971 Dicembre	1.810	13.900	570	11.950	- 1.240	- 1.950	- 3.190
	1972 Marzo	2.510	14.680	850	12.410	- 1.660	- 2.250	- 3.910
	Giugno	2.960	15.900	1.090	13.390	- 1.870	- 2.510	- 4.380
	Settembre	3.190	17.240	1.140	14.630	- 2.050	- 2.610	- 4.660
	Dicembre	3.180	19.170	1.210	16.350	- 1.970	- 2.820	- 4.790
Germania . .	1971 Dicembre	6.050	3.120	2.180	2.790	- 3.890	- 330	- 4.220
	1972 Marzo	5.180	3.080	3.260	2.880	- 1.920	- 180	- 2.100
	Giugno	5.760	3.080	3.280	2.490	- 2.480	- 590	- 3.070
	Settembre	5.540	3.130	2.940	2.440	- 2.600	- 590	- 3.290
	Dicembre	5.830	3.950	1.870	3.180	- 3.960	- 770	- 4.730
Italia . . . .	1971 Dicembre	890	12.410	230	12.550	- 660	140	- 520
	1972 Marzo	1.020	11.750	260	12.010	- 760	260	- 500
	Giugno	1.120	11.980	250	12.340	- 870	360	- 510
	Settembre	1.020	13.080	310	13.400	- 710	320	- 390
	Dicembre	1.540	18.780	840	18.510	- 700	- 270	- 970
Paesi Bassi .	1971 Dicembre	1.270	4.940	670	5.610	- 600	670	70
	1972 Marzo	1.340	5.110	640	5.580	- 700	470	- 230
	Giugno	1.140	5.430	720	5.890	- 420	460	40
	Settembre	1.030	5.850	720	6.010	- 310	160	- 150
	Dicembre	910	6.360	670	6.550	- 40	190	150
Regno Unito .	1971 Dicembre	6.810	45.710	1.070	43.340	- 5.740	- 2.370	- 8.110
	1972 Marzo	7.120	47.810	1.250	45.170	- 5.870	- 2.640	- 8.510
	Giugno	6.130	50.270	1.470	48.010	- 4.660	- 2.260	- 6.920
	Settembre	6.120	55.240	1.300	52.500	- 4.820	- 2.740	- 7.560
	Dicembre	6.090	59.780	1.420	56.400	- 4.670	- 3.380	- 8.050
Svezia . . . .	1971 Dicembre	290	640	120	950	- 170	310	140
	1972 Marzo	300	810	120	1.130	- 180	320	140
	Giugno	350	730	160	1.110	- 190	380	190
	Settembre	360	710	180	1.070	- 180	360	180
	Dicembre	360	650	170	1.120	- 190	470	280
Svizzera* . . .	1971 Dicembre	6.800	6.510	6.290	12.820	- 510	6.310	5.800
	1972 Marzo	6.990	7.190	6.990	13.660	-	6.470	6.470
	Giugno	6.830	7.520	7.100	14.310	- 270	6.790	7.060
	Settembre	6.270	7.630	6.000	14.950	- 270	7.320	7.050
	Dicembre	5.870	8.480	6.030	15.590	- 160	7.110	7.270
Totale . .	1971 Dicembre	24.810	97.730	11.590	100.130	- 13.220	2.400	- 10.820
	1972 Marzo	25.430	101.590	13.910	103.250	- 11.520	1.660	- 9.860
	Giugno	25.420	107.320	14.710	109.100	- 10.710	1.780	- 8.930
	Settembre	24.670	116.370	13.150	117.690	- 11.520	1.320	- 10.200
	Dicembre	24.960	131.930	13.020	131.840	- 11.940	- 90	- 12.030
Canada . . . .	1971 Dicembre	830	6.280	230	6.990	- 600	710	110
	1972 Marzo	880	6.840	260	7.100	- 620	260	- 360
	Giugno	890	7.760	260	7.500	- 630	- 260	- 890
	Settembre	950	8.100	250	7.700	- 700	- 400	- 1.100
	Dicembre	950	8.140	310	8.210	- 640	70	- 570
Giappone . .	1971 Dicembre	940	6.560	60	6.820	- 880	260	- 620
	1972 Marzo	980	7.160	90	7.120	- 890	- 40	- 930
	Giugno	1.010	6.600	90	7.900	- 920	1.300	380
	Settembre	970	6.690	130	9.000	- 840	2.310	1.470
	Dicembre	900	7.460	130	9.880	- 770	2.420	1.650

\* Comprese attività e passività in eurodivise della BRI.

Degli aumenti di \$31,7 e 34,2 miliardi nelle attività e passività esterne in valuta estera delle banche dichiaranti, oltre il 40% va ascritto alle sole banche RU, escludendo peraltro le posizioni bancarie in valuta estera nei confronti di residenti. In effetti i crediti delle banche RU verso operatori residenti non bancari si sono ampliati di \$1,8 miliardi, utilizzati dai prenditori per il finanziamento di investimenti all'estero.

Dopo le banche RU, il maggior incremento nelle posizioni in valuta estera è stato conseguito dalle banche italiane: le loro attività e passività verso l'estero sono aumentate di \$6,0 e 6,4 miliardi rispettivamente. Nello stesso tempo, tuttavia, soprattutto a causa delle incertezze sulla lira, i residenti italiani diversi dalle banche hanno effettuato rimborsi assai cospicui di crediti in valuta estera ad aziende di credito italiane ed hanno altresì incrementato i loro depositi in divisa estera. In relazione a ciò, i crediti netti delle banche italiane nei riguardi di residenti sono caduti da \$2,1 miliardi alla fine del 1971 a quasi zero. Il fatto che, nonostante tali ragguardevoli entrate di fondi in valuta estera provenienti da residenti, le banche italiane abbiano ridotto la propria posizione esterna netta in valuta estera di \$0,4 miliardi, è dovuto all'assorbimento da parte dell'Ufficio Italiano dei Cambi di \$2,4 miliardi mediante un'inversione dei suoi riporti in dollari con le banche stesse.

Le attività esterne in valuta estera delle banche francesi si sono accresciute di \$4,4 miliardi e le loro passività di \$5,3 miliardi. Il conseguente incremento di \$0,9 miliardi della loro posizione debitoria esterna netta è in gran parte costituito da un aumento da quasi zero a \$0,8 miliardi dei crediti netti in divisa estera verso residenti. Le banche del Belgio-Lussemburgo, che quanto a volume di affari in eurovalute diverse dal dollaro sono superate solo dalle banche RU, hanno anch'esse conseguito un altro deciso miglioramento nelle loro posizioni in eurodivise, avendo ampliato le attività e passività esterne rispettivamente di \$4,0 e 4,3 miliardi.

Nell'ambito delle aziende di credito dichiaranti, nel 1972 le banche svizzere sono state le sole grandi esportatrici nette di fondi in eurovalute; infatti le loro attività e passività in divisa estera, che comprendono le posizioni in eurodivise della BRI, sono cresciute rispettivamente di \$2,8 e 2 miliardi. Le posizioni relative agli investimenti fiduciari delle banche stesse, che l'anno scorso sembrano essersi ridotte, sono in gran parte escluse da tali cifre e le loro stime sono invece incluse nei dati esposti a pagina 187. D'altra parte, l'aumento di \$0,8 miliardi che ha portato le attività bancarie esterne nette in valuta estera a \$7,1 miliardi è sottovalutato di \$0,6 miliardi costituiti da riporti con la Banca Nazionale Svizzera posti in essere verso la fine dell'anno (vedasi pagina 152).

Mentre le banche olandesi hanno ridotto la loro posizione attiva netta verso l'estero di \$0,5 miliardi, le banche tedesche hanno diminuito la loro posizione debitoria esterna netta di un importo analogo.

I dati relativi alle banche canadesi e giapponesi non sono compresi negli aggregati esposti in questo capitolo. Le attività esterne in divisa estera delle aziende di credito giapponesi si sono ampliate di \$3,1 miliardi e le loro passività di \$0,9 miliardi. L'incremento delle attività nette è da attribuire in parte all'introito da parte della Banca del Giappone di fondi in dollari sotto forma di depositi e di riporti. Inoltre, le banche giapponesi hanno dilatato il loro indebitamento netto nei riguardi delle



**Passività e attività verso l'estero, in dollari e altre valute estere,  
delle 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 . . .	1971 Dicembre	5.090	4.530	— 560	5.410	5.590	180
	1972 Marzo	5.530	4.860	— 670	5.670	5.550	— 120
	Giugno	6.020	5.220	— 800	6.390	6.340	— 50
	Settembre	6.410	5.760	— 650	7.060	6.930	— 150
	Dicembre	7.430	7.190	— 240	7.330	6.950	— 380
Francia . . . . .	1971 Dicembre	10.060	8.600	—1.460	3.840	3.350	— 490
	1972 Marzo	10.420	8.980	—1.460	4.240	3.450	— 790
	Giugno	11.070	9.670	—1.400	4.830	3.720	—1.110
	Settembre	12.010	10.720	—1.290	5.230	3.910	—1.320
	Dicembre	13.660	11.910	—1.750	5.510	4.440	—1.070
Germania . . . . .	1971 Dicembre	2.680	2.200	— 480	440	590	150
	1972 Marzo	2.500	2.140	— 360	560	740	180
	Giugno	2.550	1.880	— 670	530	610	80
	Settembre	2.670	1.960	— 710	460	480	20
	Dicembre	3.560	2.750	— 810	390	430	40
Italia . . . . .	1971 Dicembre	8.150	8.660	510	4.280	3.890	— 370
	1972 Marzo	7.570	8.170	600	4.180	3.840	— 340
	Giugno	7.550	8.230	680	4.430	4.110	— 320
	Settembre	8.540	9.390	850	4.540	4.010	— 530
	Dicembre	13.950	13.970	20	4.830	4.540	— 290
Paesi Bassi . . . . .	1971 Dicembre	2.450	3.170	720	2.490	2.440	— 50
	1972 Marzo	2.780	3.280	500	2.330	2.300	— 30
	Giugno	2.940	3.570	630	2.490	2.320	— 170
	Settembre	3.080	3.570	490	2.770	2.440	— 330
	Dicembre	3.620	4.220	600	2.740	2.330	— 410
Regno Unito . . . . .	1971 Dicembre	36.860	33.930	—2.930	8.850	9.410	560
	1972 Marzo	38.590	35.320	—3.270	9.220	9.850	630
	Giugno	39.830	37.340	—2.490	10.440	10.670	230
	Settembre	44.010	41.150	—2.860	11.230	11.350	120
	Dicembre	48.230	45.610	—2.620	11.550	10.790	— 760
Svezia . . . . .	1971 Dicembre	410	600	190	230	350	120
	1972 Marzo	510	750	240	300	380	80
	Giugno	450	710	260	280	400	120
	Settembre	460	770	310	250	300	50
	Dicembre	420	800	380	230	320	90
Svizzera* . . . . .	1971 Dicembre	5.050	9.810	4.760	1.460	3.010	1.550
	1972 Marzo	5.200	10.270	5.070	1.990	3.390	1.400
	Giugno	5.520	10.570	5.050	2.000	3.740	1.740
	Settembre	4.950	10.760	5.810	2.680	4.190	1.510
	Dicembre	5.860	11.550	5.690	2.620	4.040	1.420
Totale . . . . .	1971 Dicembre	70.750	71.500	750	26.980	28.830	1.650
	1972 Marzo	73.100	73.750	650	28.490	29.500	1.010
	Giugno	75.930	77.190	1.260	31.390	31.910	520
	Settembre	82.130	84.080	1.950	34.240	33.610	— 630
	Dicembre	96.730	98.000	1.270	35.200	33.840	—1.360
Canada . . . . .	1971 Dicembre	6.010	6.690	670	270	310	40
	1972 Marzo	6.570	6.780	190	270	340	70
	Giugno	7.450	7.140	— 310	310	360	50
	Settembre	7.740	7.280	— 460	360	420	60
	Dicembre	7.820	7.830	10	320	380	60
Giappone . . . . .	1971 Dicembre	6.320	6.220	— 100	240	600	360
	1972 Marzo	7.000	6.570	— 430	160	550	390
	Giugno	6.400	7.300	900	200	600	400
	Settembre	6.490	8.340	1.850	200	660	460
	Dicembre	7.210	9.110	1.900	250	770	520

\* Compresa attività e passività in eurodivise della BRI.

aziende di credito dell'area europea dichiarante da \$0,7 a 2,5 miliardi. I capitali provenienti da queste due fonti sono stati utilizzati dalle banche del Giappone per spostare la loro posizione netta nei confronti degli Stati Uniti da \$0,4 miliardi di passività a \$3,2 miliardi di attività, per accrescere la loro posizione creditoria netta verso il resto del mondo di \$0,3 miliardi, portata quindi a \$1,7 miliardi, nonchè per prestiti a residenti.

Le banche canadesi hanno diminuito la propria posizione attiva netta verso gli Stati Uniti da \$0,7 a 0,4 miliardi e da creditrici nette per \$0,5 miliardi nei riguardi dell'area europea dichiarante sono divenute debentrici nette per \$0,1 miliardi. I fondi così affluiti sono stati utilizzati dalle banche canadesi per ridurre i loro debiti netti verso il resto del mondo nella misura di \$0,2 miliardi; inoltre \$0,7 miliardi sono stati dalle stesse convertiti in valuta nazionale.

*Composizione delle valute.* L'aumento complessivo delle attività e passività in valute estere delle banche europee dichiaranti è stato rappresentato per l'80% circa da dollari. Tale percentuale è nettamente superiore ai due anni precedenti, e la quota in dollari delle posizioni complessive, dopo essere diminuita dall'82 al 72% tra la fine del 1969 e la fine del 1971, è risalita al 74%. Nel 1972 non si è riscontrato sul mercato delle eurovalute alcun sintomo di fuga dal dollaro, nonostante tale valuta fosse talora debole sui mercati dei cambi. L'unico indizio che potrebbe denotare una certa interdipendenza tra fattori di fiducia e composizione valutaria del mercato in esame è dato dal fatto che nel contesto dell'aumento delle posizioni in divise estere la quota in dollari ha registrato la più vasta espansione nel quarto trimestre, allorchè il dollaro presentava un'accentuata sostenutezza sui mercati valutari. In contrasto con lo spostamento delle posizioni bancarie nette in altre valute estere, le attività nette in dollari delle banche stesse si sono dilatate di \$0,5 miliardi e l'incremento sarebbe stato molto più rilevante senza le operazioni di riporto poste in essere dalle banche italiane con l'Ufficio Italiano dei Cambi e, alla fine dell'anno, dalle banche svizzere con la Banca Nazionale Svizzera. L'espansione di \$0,7 miliardi delle attività nette in dollari avvenuta nel terzo trimestre, quando il dollaro era quasi costantemente sotto pressione, ha qualcosa di paradossale, ma ciò denota che, se non altro, le eurobanche hanno esercitato in complesso una certa influenza stabilizzatrice con gli acquisti di dollari a pronti.

Le attività e passività esterne in valute diverse dal dollaro sono salite rispettivamente di \$5,2 e 8,2 miliardi, ossia in misura notevolmente inferiore rispetto al 1971. L'apporto del solo marco tedesco a tali incrementi è stato di \$4,2 e 4,9 miliardi; esso ha quindi mantenuto la propria quota dell'intero mercato pari a circa il 15% ed ha rafforzato la sua posizione di eurovaluta più importante dopo il dollaro. Il decremento di \$0,7 miliardi delle attività nette in marchi tedeschi è dovuto ai più stretti controlli disposti in Germania sugli afflussi di fondi dall'estero. Del pari, a causa dei controlli svizzeri sui capitali e della difficoltà di reperire richiedenti prestiti in franchi svizzeri al di fuori della Svizzera, la posizione netta delle banche in tale valuta è passata da un attivo di \$0,4 miliardi ad un passivo di \$1,0 miliardi. La quota di mercato del franco svizzero è scesa pertanto dall'8% alla fine del 1971 al 6%, mentre quella della sterlina, che dopo vari anni di declino nel 1971 aveva tratto vantaggio dal rafforzamento della sterlina stessa, ha mostrato nuovamente tendenza a ridursi. Le passività lorde in

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
Passività										
1966	Dicembre .	14.770	4.130	3.700	510	970	1.220	710	70	730
1967	Dicembre .	18.120	4.680	4.330	470	1.670	1.400	800	100	360
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
	Giugno . . .	37.960	8.690	9.450	1.320	4.260	3.290	910	340	650
	Settembre .	41.540	9.960	10.240	1.340	4.800	3.790	760	240	650
1970	Dicembre .	46.200	10.460	10.640	1.320	4.640	4.030	810	350	810
	Marzo . . .	46.050	11.100	11.410	1.370	4.430	4.960	970	350	700
	Giugno . . .	49.440	11.000	13.090	1.660	5.550	5.360	940	410	830
1971	Settembre .	50.230	10.770	15.190	2.310	6.830	5.740	940	550	1.130
	Dicembre .	58.700	11.240	16.590	2.450	8.080	5.720	940	550	1.300
	Marzo . . .	59.600	11.120	18.000	2.530	9.360	5.250	1.320	450	1.620
1972	Giugno . . .	61.930	10.910	20.400	3.110	11.330	5.670	1.420	490	1.490
	Settembre .	62.430	9.380	22.850	2.700	12.380	6.730	1.460	510	1.570
	Dicembre .	70.750	9.980	26.980	2.750	14.630	7.760	2.110	860	1.620
1972	Marzo . . .	73.100	10.050	28.490	2.760	14.640	7.560	2.640	880	2.770
	Giugno . . .	75.930	11.340	31.390	3.670	16.130	8.540	3.030	980	2.710
	Settembre .	82.130	11.700	34.240	3.940	18.770	8.650	2.420	1.230	3.170
Dicembre .	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.610	2.210	1.360	3.280	
Attività										
1966	Dicembre .	16.070	2.100	4.180	690	1.420	930	800	170	860
1967	Dicembre .	19.890	3.430	4.960	850	2.060	1.110	970	230	690
1968	Dicembre .	30.430	5.150	7.400	1.500	3.920	1.620	610	290	760
1969	Marzo . . .	33.650	5.230	7.430	1.670	4.020	1.850	590	250	720
	Giugno . . .	42.280	5.940	9.180	2.030	5.380	2.010	670	310	810
	Settembre .	44.820	6.110	10.820	2.520	6.980	2.240	630	240	730
1970	Dicembre .	47.630	6.090	10.700	2.160	5.990	2.980	580	370	780
	Marzo . . .	46.970	6.760	11.770	2.470	6.270	3.490	880	340	790
	Giugno . . .	52.030	8.560	13.100	2.980	6.850	3.930	710	470	1.140
1971	Settembre .	52.930	9.890	15.470	3.940	8.140	4.540	640	550	1.600
	Dicembre .	60.370	11.850	17.880	4.670	10.110	5.080	610	560	1.520
	Marzo . . .	62.460	13.380	19.220	5.590	11.440	4.500	930	490	1.860
1972	Giugno . . .	65.080	14.040	20.750	5.960	12.450	5.000	950	510	1.840
	Settembre .	63.440	13.830	23.910	6.350	13.680	6.420	1.200	480	2.130
	Dicembre .	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	1.910
1972	Marzo . . .	73.750	13.650	29.500	6.770	16.480	8.150	1.620	630	2.620
	Giugno . . .	77.190	15.030	31.910	7.410	18.130	9.040	1.790	640	2.310
	Settembre .	84.080	16.290	33.610	8.350	20.240	8.200	1.920	660	2.590
Dicembre .	98.000	18.340	33.840	8.000	20.400	7.780	2.180	720	2.760	
Posizione netta										
1966	Dicembre .	1.300	-2.030	480	180	450	-290	90	100	130
1967	Dicembre .	1.770	-1.250	630	380	390	-290	70	130	330
1968	Dicembre .	3.560	-1.090	510	460	910	-470	-190	40	220
1969	Marzo . . .	3.770	-2.370	-240	740	960	-950	-310	-30	90
	Giugno . . .	4.320	-2.750	-270	710	1.120	-1.280	-240	-30	160
	Settembre .	3.280	-3.850	580	1.180	2.180	-1.550	-130	-	80
1970	Dicembre .	1.430	-4.370	60	840	1.350	-1.050	-230	20	30
	Marzo . . .	920	-4.340	360	1.100	1.840	-1.470	-90	-10	90
	Giugno . . .	2.590	-2.440	10	1.320	1.300	-1.430	-230	60	310
1971	Settembre .	2.700	-880	280	1.630	1.310	-1.200	-300	-	470
	Dicembre .	1.670	610	1.290	2.220	2.030	-640	-330	10	220
	Marzo . . .	2.860	2.260	1.220	3.060	2.080	-750	-390	40	240
1972	Giugno . . .	3.150	3.130	350	2.850	1.120	-670	-470	20	350
	Settembre .	1.010	4.450	1.260	3.650	1.300	-310	-260	-30	560
	Dicembre .	750	4.380	1.650	4.000	1.590	420	-490	-160	290
1972	Marzo . . .	650	3.600	1.010	4.010	1.840	580	-1.020	-250	-150
	Giugno . . .	1.260	3.690	520	3.740	2.000	500	-1.240	-340	-400
	Settembre .	1.950	4.590	-630	4.410	1.470	-450	-500	-570	-580
Dicembre .	1.270	6.530	-1.360	4.380	860	-1.030	-30	-640	-520	

sterline sono cresciute di \$0,9 miliardi portandosi ad un totale di \$3 miliardi nel primo semestre dell'anno, per poi contrarsi di \$0,8 miliardi nel secondo, in parte a causa di mutamenti di valutazione. Le passività bancarie in franchi francesi e in fiorini olandesi hanno conseguito incrementi abbastanza notevoli, in termini percentuali, ma la quota di tali valute nelle posizioni complessive delle eurobanche è rimasta comunque limitata.

*Natura dei mutuanti e dei mutuatari.* La caratteristica saliente nell'ampliamento del mercato delle eurovalute nel 1972 è stata di nuovo la predominanza delle posizioni interbancarie. Infatti, per quanto attiene agli utilizzi, il maggiore sviluppo dell'espansione del mercato rispetto al 1971 è da attribuire quasi per intero ai crediti interbancari. I prestiti concessi a non banche sono aumentati di \$5,2 miliardi, cioè solamente di \$0,6 miliardi in più rispetto al 1971, mentre le attività verso banche si sono dilatate di \$26,5 miliardi, contro \$17,3 miliardi nel 1971. I tre quarti di tale incremento nei crediti verso operatori non bancari sono avvenuti in dollari; come nel 1971, l'anno scorso non vi è stata alcuna traccia di ragguardevoli prestiti in eurodollari concessi per il finanziamento di sfasamenti nei termini di pagamento con l'estero, di coperture finanziarie o di manifesta speculazione contro il dollaro. Al contrario, nel primo trimestre, quando il dollaro era ancora debole, i crediti concessi ad operatori non bancari si sono contratti; nel terzo trimestre essi sono poi aumentati di \$1,3 miliardi, ma tale incremento è inferiore rispetto a quelli del secondo e del quarto trimestre, allorché il dollaro dimostrava una relativa sostenutezza.

Quanto alle fonti, il ruolo assunto dalle posizioni dirette nei confronti di operatori non bancari si è ancora ristretto. Le passività verso non banche si sono ampliate di \$2,7 miliardi, ossia in misura notevolmente superiore che nei due anni precedenti (sebbene la riduzione messa in luce dalle statistiche del 1971 fosse dovuta ad una variazione metodologica nella rilevazione dei dati delle banche svizzere, senza la quale sarebbe risultato un modesto incremento) ma molto limitata rispetto all'aumento di \$31,5 miliardi delle passività interbancarie. Le esposizioni in dollari verso prenditori non bancari, che si erano accresciute in misura assai cospicua nel 1969, per ampliarsi poi solo di \$1 miliardo circa (dedotta approssimativamente la menzionata variazione nel metodo di rilevazione) tra la fine del 1969 ed il 1971, sono aumentate di \$1,8 miliardi fino a raggiungere l'importo di \$11,8 miliardi. Le passività in marchi tedeschi nei riguardi di operatori non bancari sono salite da \$1,7 miliardi a \$2,1 miliardi nei primi nove mesi dell'anno per poi scendere nuovamente a \$1,7 miliardi nell'ultimo trimestre nonostante un brusco rialzo dei saggi d'interesse sui depositi in euromarchi.

La prevalenza delle posizioni interbancarie nel rapido incremento delle attività e passività bancarie in valuta estera solleva il problema delle implicazioni monetarie di tale espansione. E' necessario anzitutto osservare che le cifre gonfiano il ruolo delle banche commerciali nell'offerta e nell'utilizzo di fondi dell'euromercato. Ciò per molte ragioni.

a) I dati attinenti alle attività e passività verso banche comprendono le posizioni nei confronti delle istituzioni monetarie ufficiali, sebbene esse differiscano dalle altre posizioni interbancarie. I depositi della specie intrattenuti presso le banche dichiaranti possono esser valutati in \$20 miliardi circa alla fine del 1972. L'unica infor-

mazione diretta disponibile sull'aumento dei depositi ufficiali nel corso di tale anno riguarda un incremento di \$ 3 miliardi, di cui \$ 2,5 miliardi in dollari, nei fondi versati da istituzioni ufficiali presso le filiali estere di banche SU. Ove si attribuisca a queste ultime una quota del totale di tali operazioni compresa tra il 35 ed il 50%, l'incremento globale registrato presso tutte le banche nel 1972 può esser stimato tra \$ 6 e 8,5 miliardi.

b) Le cifre esposte dalle banche svizzere prescindono per lo più dai fondi depositati da operatori non bancari per investimenti fiduciari. Ma nella misura in cui tali fondi vengono collocati dalle banche svizzere presso altre banche dell'area dichiarante, essi vengono rilevati nelle statistiche in questione tra le passività interbancarie; nella tabella relativa alle dimensioni nette del mercato, che segue a pagina 187, i fondi stessi sono compresi tra le passività verso operatori non bancari sulla base di stime grezze. Gli importi relativi sono assai rilevanti, sebbene paia che nel 1972 essi si siano contratti.

c) Le posizioni verso banche includono fondi in divisa estera di originaria provenienza non bancaria, ma entrati nel mercato per il tramite di banche non appartenenti all'area europea dichiarante, o fondi in valuta estera attinti sul mercato da banche non rientranti nell'area medesima e dati successivamente in prestito a prenditori non bancari.

d) Le statistiche citate non comprendono le posizioni in valuta estera verso residenti interni non bancari, per le quali non si dispone di dati completi (quantunque ampie stime di tali posizioni siano incluse nella tabella a pagina 187). Secondo le limitate informazioni di cui si dispone, le posizioni in parola sono in alcuni casi cospicue.

Tuttavia, pur tenendo conto di queste deficienze statistiche, resta il fatto che la componente singola più rilevante del mercato delle eurovalute è costituita dalle transazioni tra banche commerciali. In altri termini, il più importante ruolo assunto dal mercato delle eurodivise è quello di mercato monetario interbancario, ruolo che presenta aspetti diversi.

Anzitutto, le banche di alcuni particolari paesi, considerate in gruppo, hanno utilizzato il mercato sia come sbocco di liquidità interna eccedentaria, sia come fonte di fondi nei casi di penuria di liquidità interna. Da questo punto di vista, il mercato delle eurovalute agisce da canale per i movimenti di capitali da paesi a saggi d'interesse relativamente bassi verso paesi a saggi relativamente elevati, mentre i sistemi bancari dei singoli paesi vi hanno un ruolo simile a quello assunto da ciascuna banca in seno al mercato monetario nazionale. Naturalmente tali fondi sono di originaria provenienza non bancaria e vengono in ultima istanza dati in prestito ad operatori non bancari. Ma poichè le corrispondenti attività e passività nei riguardi di non banche sono in genere espresse in valuta nazionale (e di solito anche quelle verso residenti) esse non compaiono nelle statistiche delle eurovalute e le banche stesse debbono in certo senso esser considerate creatrici e utilizzatrici originarie dei fondi in divisa estera.

In secondo luogo, il mercato delle eurovalute ha una funzione di mercato interbancario in quanto consente alle aziende di credito di taluni paesi un utilizzo più completo, rispetto a quello altrimenti possibile, di un determinato livello complessivo di liquidità interna. Pertanto le banche in uno stesso paese hanno contempo-

raneamente posizioni attive e passive sul mercato — e lo stesso tende certamente a verificarsi per quelle banche che hanno fatto ricorso al mercato al fine di aggiustare la struttura delle scadenze delle proprie attività e passività. Da questo punto di vista la funzione del mercato delle eurodivise risulta per le banche assai simile a quella del mercato monetario di New York per le banche degli Stati Uniti. A questo tipo di attività va in larga misura imputato il divario tra l'ampia posizione lorda e le posizioni nette piuttosto limitate assunte sul mercato delle eurodivise dai sistemi bancari di numerosi paesi dell'Europa continentale.

Infine, le posizioni interbancarie nell'euromercato derivano dal fatto che i fondi, nel passare dal prestatore originario all'utilizzatore finale transitano attraverso numerose banche del mercato. Tali depositi interbancari vengono effettuati per varie ragioni: una di esse è che le banche sono solite mantenere entro certi limiti i prestiti concessi a particolari mutuatari e su determinati mercati; un'altra è che molte banche sono specializzate, quanto ad attività svolta sia dal punto di vista geografico che funzionale. Tale attività di rideposito dà quindi luogo a duplicazioni di registrazione, nella misura in cui gli stessi fondi transitano attraverso più banche all'interno dell'area dichiarante e le operazioni a catena che ne derivano vengono registrate più di una volta tra le attività e le passività. La tabella relativa alla dimensione netta del mercato (di pagina 187) tende appunto ad eliminare tale genere di duplicazione. Nelle stime del ruolo di mercato monetario interbancario di cui ai precedenti punti 1 e 2 assunto dal mercato sono state effettuate tuttavia alcune detrazioni.

*Distribuzione geografica.* Le tabelle di pagina 185 e di pagina 187 espongono le fonti regionali e le destinazioni dei fondi intermediati dalle eurobanche. I dati contenuti in queste due tabelle e le differenze circa la loro base concettuale sono stati esaminati nelle precedenti Relazioni annuali.

Una caratteristica del 1972 è data dal rapido incremento delle posizioni nei confronti di paesi al di fuori dell'area europea dichiarante e diversi dagli Stati Uniti. Le passività delle banche dichiaranti verso i paesi citati sono dunque aumentate di \$16,5 miliardi e le loro attività di \$14,2 miliardi, ossia del 50% circa ognuna. Quanto alle passività, i depositi ufficiali possono aver contribuito per quasi metà all'incremento totale, mentre i prestiti a paesi in via di sviluppo hanno costituito un importante elemento dell'espansione delle attività. In effetti l'aumento più rilevante registrato nelle attività bancarie concerne la voce residua "Altri" (+ \$5,4 miliardi), che comprende tra l'altro l'Estremo Oriente (eccettuato il Giappone) e l'Africa, nonché le attività verso l'America Latina (+ \$2,3 miliardi). I prestiti ad "Altri paesi dell'Europa occidentale" (+ \$2,1 miliardi), all'Europa orientale (+ \$1,8 miliardi) ed al Giappone (+ \$1,3 miliardi) si sono anch'essi ampliati notevolmente. Su base netta il Medio Oriente (\$2,6 miliardi), gli "Altri paesi dell'Europa occidentale" (\$2,4 miliardi) e l'America Latina (\$0,6 miliardi) hanno fornito nuovi fondi alle eurobanche, mentre i paesi raggruppati sotto la voce "Altri" (\$1,6 miliardi), l'Europa orientale (\$0,7 miliardi) ed il Giappone (\$0,7 miliardi) sono stati debitori netti. Sulla base di ciò e di quanto detto a pagina 180 sembra che, contrariamente a quanto si è frequentemente asserito nel 1972 circa l'inondazione di fondi giapponesi sul mercato delle eurovalute, i residenti in Giappone, e le banche in particolare, siano stati invece prenditori netti di fondi in eurodivise.

**Posizioni in valute estere delle banche europee dichiaranti  
verso non residenti.**

Posizioni verso	Dicembre 1971			Giugno 1972			Dicembre 1972		
	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>Area esterna</i>									
Altri paesi dell'Europa occidentale . . .	4.940	2.400	7.340	5.440	3.400	8.840	7.340	4.530	11.870
Europa orientale . . .	1.230	1.070	2.300	1.640	1.310	2.950	1.860	1.540	3.400
Canada . . . . .	3.990	390	4.380	3.890	300	4.190	4.780	270	5.050
Giappone . . . . .	870	30	900	980	50	1.030	1.440	40	1.480
America latina . . .	4.050	760	4.810	4.460	700	5.160	6.860	680	7.740
Medio Oriente . . .	3.920	1.170	5.090	4.720	1.900	6.620	5.900	2.070	7.970
Altri paesi . . . . .	5.260	1.380	6.640	6.370	2.350	8.720	7.360	3.070	10.430
<b>Totale . . . . .</b>	<b>24.260</b>	<b>7.200</b>	<b>31.460</b>	<b>27.500</b>	<b>10.010</b>	<b>37.510</b>	<b>35.540</b>	<b>12.400</b>	<b>47.940</b>
Stati Uniti . . . . .	6.470	340	6.810	6.830	450	7.280	7.050	550	7.600
<b>Totale area esterna .</b>	<b>30.730</b>	<b>7.540</b>	<b>38.270</b>	<b>34.330</b>	<b>10.460</b>	<b>44.790</b>	<b>42.590</b>	<b>12.950</b>	<b>55.540</b>
<i>Area interna</i>									
Belgio . . . . .	2.240	1.470	3.710	2.240	1.750	3.990	3.640	2.190	5.830
Francia . . . . .	5.950	1.400	7.350	6.200	1.880	8.080	8.060	2.750	10.810
Germania . . . . .	1.450	1.980	3.430	1.270	2.100	3.370	1.740	1.750	3.490
Italia . . . . .	6.340	2.140	8.480	5.920	2.480	8.400	9.870	2.960	12.830
Paesi Bassi . . . . .	2.660	1.670	4.330	2.890	1.510	4.400	3.350	1.850	5.200
Regno Unito . . . .	8.590	2.460	11.050	9.710	3.270	12.980	11.870	3.190	15.060
Svezia . . . . .	400	150	550	560	160	720	580	160	740
Svizzera . . . . .	11.570	7.810	19.380	11.860	7.370	19.230	13.560	6.810	20.370
<b>Totale area interna .</b>	<b>39.200</b>	<b>19.080</b>	<b>58.280</b>	<b>40.650</b>	<b>20.520</b>	<b>61.170</b>	<b>52.670</b>	<b>21.660</b>	<b>74.330</b>
Non specificate . . .	820	360	1.180	950	410	1.360	1.470	590	2.060
<b>Totale complessivo</b>	<b>70.750</b>	<b>26.980</b>	<b>97.730</b>	<b>75.930</b>	<b>31.390</b>	<b>107.320</b>	<b>96.730</b>	<b>35.200</b>	<b>131.930</b>
<b>Attività</b>									
<i>Area esterna</i>									
Altri paesi dell'Europa occidentale . . .	3.960	1.680	5.640	4.160	2.200	6.360	5.100	2.650	7.750
Europa orientale . . .	2.350	1.120	3.470	3.030	1.570	4.600	3.890	1.340	5.230
Canada . . . . .	1.790	400	2.190	2.860	270	3.130	2.920	330	3.250
Giappone . . . . .	3.080	420	3.480	4.010	270	4.280	4.510	280	4.760
America latina . . .	4.000	650	4.650	4.300	580	4.880	6.260	680	6.940
Medio Oriente . . .	1.160	200	1.360	960	380	1.340	1.440	200	1.640
Altri paesi . . . . .	6.830	1.290	8.120	8.850	1.480	10.330	11.730	1.820	13.550
<b>Totale . . . . .</b>	<b>23.150</b>	<b>5.760</b>	<b>28.910</b>	<b>28.170</b>	<b>6.750</b>	<b>34.920</b>	<b>35.850</b>	<b>7.270</b>	<b>43.120</b>
Stati Uniti . . . . .	9.200	350	9.550	9.640	390	10.030	10.440	480	10.920
<b>Totale area esterna .</b>	<b>32.350</b>	<b>6.110</b>	<b>38.460</b>	<b>37.810</b>	<b>7.140</b>	<b>44.950</b>	<b>46.290</b>	<b>7.750</b>	<b>54.040</b>
<i>Area interna</i>									
Belgio . . . . .	3.170	2.360	5.530	3.240	2.740	5.980	4.380	3.320	7.700
Francia . . . . .	6.710	1.940	8.650	6.580	2.310	8.890	9.000	2.790	11.790
Germania . . . . .	2.630	8.390	11.020	2.330	9.120	11.450	2.970	8.130	11.100
Italia . . . . .	6.920	1.930	8.850	5.760	2.210	7.970	10.660	2.860	13.520
Paesi Bassi . . . . .	1.790	1.120	2.910	2.030	1.370	3.400	2.680	1.750	4.410
Regno Unito . . . .	12.990	3.730	16.720	15.340	4.150	19.490	17.380	4.540	21.920
Svezia . . . . .	570	430	1.000	580	490	1.070	470	550	1.020
Svizzera . . . . .	3.720	2.190	5.910	3.520	1.920	5.440	4.190	1.700	5.890
<b>Totale area interna .</b>	<b>38.500</b>	<b>22.090</b>	<b>60.590</b>	<b>39.380</b>	<b>24.310</b>	<b>63.690</b>	<b>51.710</b>	<b>25.640</b>	<b>77.350</b>
Non specificate . . .	650	430	1.080	—	460	460	—	450	450
<b>Totale complessivo</b>	<b>71.500</b>	<b>28.630</b>	<b>100.130</b>	<b>77.190</b>	<b>31.910</b>	<b>109.100</b>	<b>98.000</b>	<b>33.640</b>	<b>131.840</b>

I crediti delle banche dell'area dichiarante verso gli Stati Uniti si sono accresciuti di \$1,4 miliardi, dopo esser scesi di \$4,7 miliardi nel 1971. Tale incremento va in gran parte ascritto all'indebitamento a breve termine delle banche SU presso il mercato delle eurovalute nonché ai prestiti contratti dalle filiali americane di banche europee con le loro sedi centrali. Le passività verso residenti SU hanno registrato un aumento di \$0,8 miliardi, pari soltanto alla metà di quello del 1971. Esso è avvenuto nel primo e nel terzo trimestre, allorchè il dollaro era debole sui mercati dei cambi e conseguentemente il premio dei saggi sull'eurodollaro rispetto ai rendimenti del mercato monetario SU è stato alquanto più elevato.

Le posizioni delle banche dichiaranti all'interno delle rispettive aree di attività sono le più difficili da interpretare. Le cifre della tabella a pagina 185, quantunque notevolmente gonfiate da duplicazioni di registrazioni, denotano un incremento delle attività di \$16,8 miliardi, all'incirca uguale al 1971 e una dilatazione delle passività di \$16,1 miliardi.

Come di consueto, i maggiori incrementi nelle posizioni in valuta estera delle banche dichiaranti verso non residenti attengono al Regno Unito, nei cui confronti le attività e passività sono cresciute di \$5,2 e 4 miliardi rispettivamente. L'aumento di \$1,2 miliardi nei crediti netti verso il Regno Unito è stato in gran parte causato da un flusso netto di fondi dalle altre banche europee dichiaranti alle banche RU, che a loro volta li hanno impiegati in prestiti a residenti RU. Il rimanente incremento di \$4 miliardi nelle attività e passività lorde nei confronti degli Stati Uniti rispecchia principalmente il ruolo delle banche RU di intermediarie di eurodivise.

Una caratteristica significativa del mercato nel 1972 è costituita dal fatto che i crediti alla Germania, i quali negli anni recenti sono stati una delle principali forze traenti dell'ampliamento del mercato, non hanno registrato altri incrementi di rilievo. Ciò a causa dell'obbligo "Bardepot" sui prestiti esteri accesi da imprese tedesche non bancarie e sulle passività verso l'estero delle banche tedesche non soggette a riserva, obbligo imposto nel marzo 1972 e che ha cominciato a produrre i suoi effetti già nel periodo tra l'annuncio e la sua introduzione. I saggi da applicare erano stati originariamente fissati al 40% ma nel luglio 1972 sono stati rialzati al 50%. A tale livello il "Bardepot" frenerà certamente l'indebitamento all'estero solo fino a quando i saggi applicati ai crediti in euromarchi saranno superiori più della metà rispetto al costo del credito interno in Germania. Sicchè, quando nel terzo trimestre del 1972 i saggi degli euromarchi relativi a talune scadenze sono precipitati a zero, i crediti in eurodivise sono divenuti di nuovo competitivi rispetto all'indebitamento interno in Germania e le eurobanche hanno registrato un incremento di \$0,8 miliardi nei crediti verso la Germania. Il marcato incremento dei saggi sugli euromarchi del quarto trimestre ha indotto peraltro le imprese tedesche a rimborsare i propri debiti, sicchè i crediti verso la Germania sono scesi di \$1,2 miliardi, malgrado l'indebitamento su larga scala per operazioni di fine anno delle banche tedesche.

Le passività lorde nei confronti della Svizzera, che sul mercato occupano dal lato dell'offerta un posto anche più importante di quello detenuto dalla Germania dal lato dell'utilizzo, si sono incrementate solo di \$1,0 miliardi pervenendo a quota \$20,4 miliardi, dopo essersi accresciute di \$5,1 e 2,9 miliardi rispettivamente nel 1970 e nel 1971. L'aumento relativamente modesto dell'anno scorso riflette soprattutto



una riduzione del volume dei fondi fiduciari incanalati sul mercato dalle banche svizzere.

La crescita di \$0,9 miliardi, fino al livello di \$2,1 miliardi delle passività non specificate, è connessa con l'espansione delle emissioni di certificati di deposito in dollari effettuate dalle banche londinesi.

**Dimensione del mercato delle eurodivise (stima).**  
(Consistenza dei crediti in valuta estera erogati attraverso le banche europee dichiaranti.)

Fine periodo	Area dei paesi europei dichiaranti			Stati Uniti	Resto del mondo	Non specificati	Totale
	Totale	di cui					
		Banche <sup>1</sup>	Settore non bancario				
miliardi di dollari SU							
<b>Impieghi</b>							
1969 . . . . .	15,0	7,0	8,0	16,8	12,0	0,2	44,0
1970 . . . . .	24,0	9,0	15,0	13,1	19,0	0,9	57,0
1971 . . . . .	32,8	13,7	19,1	8,3	28,9	1,0	71,0
1972 . . . . .	37,9	17,1	20,8	9,6	43,1	0,4	91,0
<b>Fonti</b>							
1969 . . . . .	21,7	9,5	12,2 <sup>2</sup>	4,1	17,6	0,6	44,0
1970 . . . . .	27,7	13,5	14,2 <sup>2</sup>	4,5	24,0	0,8	57,0
1971 . . . . .	32,4	16,4	16,0 <sup>2</sup>	6,1	31,4	1,1	71,0
1972 . . . . .	34,2	16,4	17,8 <sup>2</sup>	6,9	47,9	2,0	91,0
<b>Posizione netta<sup>3</sup></b>							
1969 . . . . .	- 6,7	- 2,5	- 4,2	+ 12,7	- 5,6	- 0,4	-
1970 . . . . .	- 3,7	- 4,5	+ 0,8	+ 8,6	- 5,0	+ 0,1	-
1971 . . . . .	+ 0,4	- 2,7	+ 3,1	+ 2,2	- 2,5	- 0,1	-
1972 . . . . .	+ 3,7	+ 0,7	+ 3,0	+ 2,7	- 4,8	- 1,6	-

<sup>1</sup> Include: a) sotto la voce "Impieghi", le conversioni bancarie di moneta estera in nazionale e i fondi in valuta estera forniti dalle banche dichiaranti alle banche commerciali dei paesi di emissione della valuta di cui trattasi (ad esempio, fondi in DM depositati presso banche tedesche); b) sotto la voce "Fonti", i depositi di istituzioni monetarie ufficiali dell'area dichiarante, le conversioni bancarie di moneta nazionale in estera e i fondi in valuta estera che le banche dichiaranti hanno ricevuto dalle banche del paese di emissione della valuta in questione (ad esempio, fondi ricevuti in marchi tedeschi da banche tedesche). <sup>2</sup> Include i fondi fiduciari nella misura in cui sono trasferiti da banche svizzere ad altre banche entro l'area dichiarante e non sono dichiarati dalle stesse banche svizzere come passività verso operatori non bancari esterni all'area dichiarante. <sup>3</sup> Un segno meno indica che il paese o l'area in questione è un erogatore netto di fondi in eurodivise, mentre un segno più indica che ne è un utilizzatore netto.

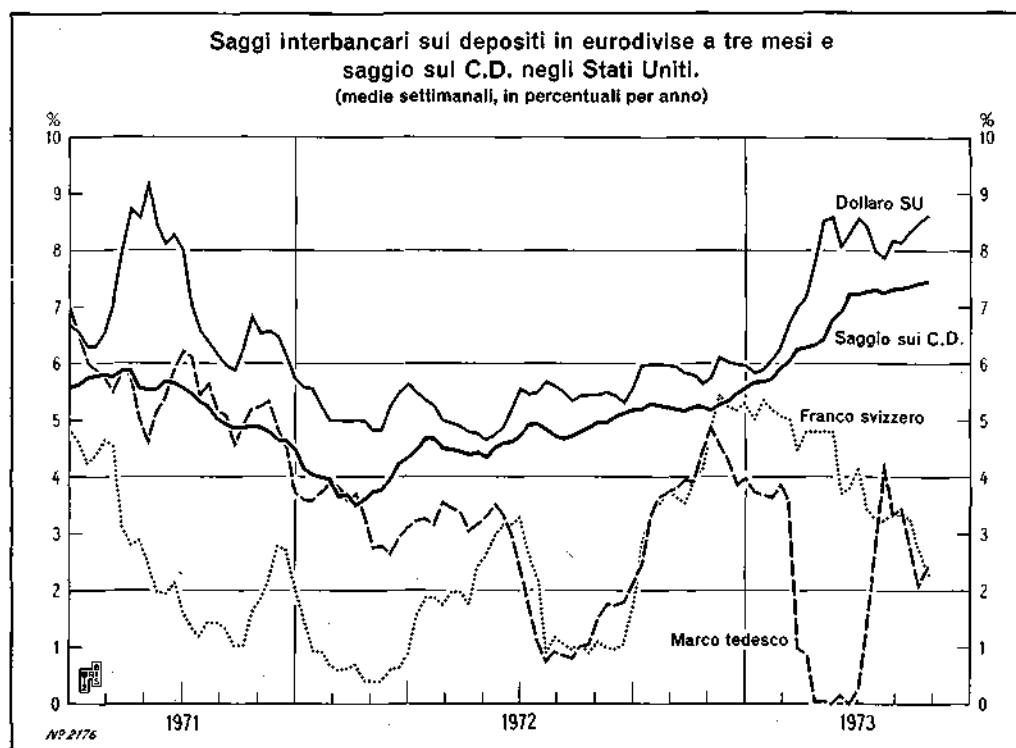
Le stime, di cui alla tabella che precede, tendono ad eliminare le duplicazioni di registrazioni connesse a ridepositi tra banche, ma tengono conto delle posizioni verso residenti; esse rivelano che l'offerta di nuovi fondi in eurodivise provenienti dall'area europea dichiarante si è ampliata solamente di \$1,8 miliardi, mentre la richiesta di fondi in eurovalute da parte della stessa area si è dilatata di \$5,1 miliardi. Tale risultato è nettamente inferiore al 1971, anno in cui gli incrementi sono stati rispettivamente di \$4,7 e 8,8 miliardi. Quanto alle fonti, il rallentamento ha interessato esclusivamente le banche. Un importante elemento di tale fenomeno è dato dal capovolgimento nella politica dei riporti attuato dalle autorità monetarie italiane, per effetto del quale la posizione netta aggregata delle banche italiane in valuta estera, tanto verso residenti quanto verso non residenti, è passata da \$2,2 miliardi di attività a \$0,2 miliardi di passività. La posizione netta delle aziende di credito di quasi tutti gli altri paesi ha pure registrato nel 1972 una contrazione. Per di più vi è stata una sostanziale riduzione nell'offerta di fondi in franchi svizzeri e in marchi tedeschi rispettivamente da parte di banche svizzere e tedesche ad altre aziende di credito del-

l'area dichiarante. Ove non si fosse tenuto conto della funzione di mercato monetario interbancario svolta dal mercato, l'importo dei fondi offerti dalle banche stesse sarebbe risultato in diminuzione.

Dal lato dell'utilizzo, il rallentamento attiene principalmente ai prestiti concessi ad operatori non bancari e all'origine stanno soprattutto una riduzione dei nuovi crediti ad imprese tedesche non bancarie e la contrazione da \$2,3 a 0,6 miliardi nei crediti in divisa estera vantati dalle banche italiane nei riguardi di residenti non bancari. D'altra parte, si sono registrati sostanziali aumenti dei prestiti in valuta estera accordati da banche RU e da banche francesi a residenti.

Su base netta, l'area europea dichiarante e gli Stati Uniti sono risultati debitori netti di nuovi fondi per rispettivamente circa \$3,3 e 0,5 miliardi, mentre il resto del mondo era creditore netto per \$2,3 miliardi. Inoltre vi è stato un incremento di \$1,5 miliardi di offerte non collocate.

*Andamento dei saggi d'interesse.* Nel 1972, come negli anni precedenti, la tendenza fondamentale dei saggi delle eurodivise è stata determinata soprattutto dall'andamento dei saggi d'interesse negli Stati Uniti; inoltre i fattori stagionali, i rialzi ed i ribassi del dollaro sui mercati dei cambi e gli sviluppi monetari al di fuori degli Stati Uniti hanno provocato oscillazioni attorno a tale tendenza. Il saggio sui depositi in eurodollari a tre mesi, ad esempio, tendeva a registrare, allorchè il dollaro era debole, un divario positivo relativamente ampio rispetto ai rendimenti di mercato dei certificati di deposito emessi da banche SU, mentre un rafforzamento del dollaro era generalmente seguito da un'immediata riduzione del divario stesso. Nel complesso, tuttavia,



i saggi sull'eurodollaro si sono dimostrati piuttosto stabili nel corso del 1972; perfino i saggi d'interesse del mercato a brevissimo termine, che nel 1971 erano talvolta pervenuti a livelli abbastanza inconsueti, non si sono mai e in nessun luogo avvicinati al 10%.

La situazione è stata del tutto diversa per i saggi sugli eurodepositi in altre divise, quali il marco tedesco ed il franco svizzero, che hanno subito oscillazioni molto ampie nel corso del 1972. I saggi sui depositi in eurofranchi svizzeri, ad esempio, sono scesi al di sotto dello 0,5% nella seconda metà di febbraio, si sono rafforzati fino ad un vertice del 3,75% nella seconda metà di giugno, per ridiscendere poi in luglio al di sotto dell'1% ed hanno chiuso l'anno a quota 5% circa. La causa della differenza tra andamento dei saggi sui depositi in eurodollari e quello dei saggi sui depositi in altre valute è data dal fatto che i mercati di questi ultimi sono assai più ristretti del mercato dei primi, soprattutto quando il dollaro è cedente e quando si prevede che i paesi a valuta forte assumeranno provvedimenti contro gli afflussi di capitali. A meno che i saggi dei prestiti sulle monete forti non diminuiscano fino ad annullare il premio a termine delle divise stesse nei confronti del dollaro, le eurobanche incontreranno molte difficoltà nel reperire richiedenti fondi non in dollari. Infatti, nei momenti di turbolenza valutaria, i saggi sui depositi in monete diverse dal dollaro saranno in gran parte determinati dall'andamento dei premi o degli sconti sul mercato di queste monete rispetto al dollaro.

Sebbene i saggi sull'eurodollaro siano diminuiti dal 7% a novembre inoltrato del 1971, al 5% nel tardo gennaio, nei primi mesi del 1972 essi hanno conservato un ampio premio nei confronti degli analoghi saggi applicati sul mercato monetario SU. Il motivo è da ricercarsi nelle favorevoli condizioni in cui operavano i mercati finanziari a breve termine SU e, in relazione a ciò, nella continua tensione dei mercati dei cambi, che si rifletteva altresì nel saggio molto basso sull'eurofranco svizzero pari a  $\frac{1}{8}$ % per il denaro ad un mese. Nel corso del primo trimestre il saggio sull'eurodollaro a tre mesi era superiore di oltre un punto percentuale a quello corrisposto sui certificati di deposito SU con vincolo analogo e costituiva pertanto una forte attrattiva sia per i detentori SU che per quelli esteri privati e ufficiali.

Dopo il consueto rafforzamento di fine trimestre, accentuato dal rialzo dei saggi d'interesse degli Stati Uniti, in aprile e in maggio i saggi sulle eurovalute hanno reagito fortemente al momentaneo miglioramento dell'atmosfera del mercato dei cambi nonché al ribasso dei saggi d'interesse in vari centri europei. Il premio dei saggi sull'eurodollaro a tre mesi rispetto a quelli sui certificati di deposito SU si è ridotto a meno dello 0,5% ed il saggio sull'eurodollaro a pronti è sceso oltre il livello di quello corrisposto sui Fondi federali SU.

Dopo esser scivolato al 4,5% all'inizio di giugno, il saggio a tre mesi è balzato ad un vertice del 6% verso la fine di giugno, quando le difficoltà in cui si dibatteva la sterlina cominciarono a propagarsi anche al dollaro, ed ha poi fluttuato intorno al 5,5% durante tutto il terzo trimestre. Tale incremento non è interamente attribuibile alla instabilità sui mercati dei cambi ma è derivato in parte dalla rinnovata spinta al rialzo dei saggi d'interesse SU. Nondimeno, il premio sul saggio dei certificati di deposito SU, che si era ridotto allo 0,25% ai primi di giugno, è salito allo

0,75% circa. Le difficoltà dei mercati valutari si sono riflesse principalmente sui saggi dell'euromarco tedesco e dell'eurofranco svizzero, i quali sotto l'impatto del crescente sconto a termine del dollaro sono scesi da oltre il 3% in giugno all'1% circa in luglio e agosto per le scadenze a tre mesi, mentre le quotazioni per scadenze più brevi in certi giorni sono perfino scese a zero.

Il graduale ritorno alla calma ha dato luogo nella seconda metà di agosto e in settembre ad una contrazione del premio dei saggi sull'eurodollaro rispetto a quelli del mercato monetario SU. I saggi sull'eurodollaro a pronti sono scesi al disotto di quelli corrisposti sui Fondi federali e tali sono rimasti fino alla fine dell'anno. All'inizio di ottobre le consuete pressioni stagionali ed il brusco rialzo dei saggi in molti centri europei hanno spinto il saggio a tre mesi al 6%. Il più favorevole clima dei mercati dei cambi ed il conseguente miglioramento del tasso di cambio a termine del dollaro si sono nuovamente riflessi sull'andamento dei saggi sugli eurodepositi in valute diverse dal dollaro. Dopo esser saliti in misura notevole nei tre mesi precedenti, in dicembre i saggi a tre mesi sull'euromarco tedesco e sull'eurofranco svizzero si erano quadruplicati o quintuplicati rispetto ad agosto. La ripresa di tali saggi è stata uno dei fattori che ha consentito un più ampio margine di azione alle politiche volte all'inasprimento delle condizioni monetarie in Germania e in Svizzera, le quali, malgrado i controlli sugli afflussi, avevano continuato a risentire degli esigui saggi sul mercato delle eurovalute.

Grazie alla stabilità dei saggi d'interesse SU a breve termine, il premio dei saggi sull'eurodollaro rispetto a quelli corrisposti sui certificati di deposito SU è sceso al livello insolitamente basso di  $\frac{1}{8}$ % all'inizio del 1973. Tuttavia, la ripresa dell'irrequietezza sui mercati valutari ha rapidamente provocato un rialzo del premio stesso e verso la fine di febbraio, quando la crisi era al colmo, esso ha raggiunto il vertice di due punti percentuali, rendendo così il mercato dell'eurodollaro di nuovo molto attraente per i detentori di dollari. Il saggio sui depositi a tre mesi è balzato da un livello leggermente inferiore al 6%, all'inizio di gennaio, ad un vertice del 9,25%, il 2 marzo, per poi fluttuare intorno all'8,25% fino a metà maggio.

I saggi sull'eurodollaro a vista erano nettamente superiori al 10% in certi giorni del periodo della crisi, ma la reazione più spettacolare di fronte agli sconvolgimenti valutari è stata quella dell'euromarco tedesco, i cui saggi sui depositi per l'intera gamma di scadenze fino a tre mesi sono scesi a zero nella maggior parte dei giorni tra metà febbraio e il 23 marzo. In tale periodo anche i saggi sui depositi in eurofranchi svizzeri hanno mostrato una tendenza al ribasso; tuttavia, la loro riduzione è stata attutita dalla fluttuazione del franco svizzero, che ha spostato l'aggiustamento del mercato valutario da quello a termine a quello a pronti, riducendo così l'ampiezza delle operazioni di arbitraggio di interessi con copertura per le conversioni di eurodollari in depositi in eurofranchi svizzeri. Analogamente, la fluttuazione del marco tedesco nei confronti delle valute al di fuori dell'accordo CEE sulla restrizione della fascia di oscillazione e la conseguente riduzione del suo premio a termine hanno contribuito a rialzare il saggio sui depositi in euromarchi a circa il 3,5% da metà aprile.

Mentre in febbraio il mercato incremento dei saggi dell'eurodollaro era stato causato soprattutto dalla crisi valutaria, il fatto che nei tre mesi successivi essi siano

rimasti notevolmente al di sopra del livello raggiunto all'inizio di gennaio è da attribuire principalmente al notevole rialzo dei saggi d'interesse negli Stati Uniti. A parte ciò, altri fattori contribuivano a mantenere alti i saggi dell'eurodollaro. Il settore pubblico del Regno Unito e gli enti pubblici italiani si stavano indebitando su larga scala in eurodollari; secondo alcune voci, l'Unione Sovietica stava per contrarre cospicui prestiti; e in maggio le autorità SU hanno reso meno oneroso l'indebitamento bancario sul mercato dell'eurodollaro riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria su tali passività dal 20 all'8%, cioè allo stesso saggio applicato da quel momento in avanti sugli incrementi delle loro passività interne in C.D. Inoltre da metà maggio il mercato ha di nuovo subito l'influsso del nervosismo dei mercati dei cambi e all'inizio di giugno il saggio sull'eurodollaro a tre mesi si è avvicinato al 9%.

*Il mercato delle euroobbligazioni.* L'anno scorso le caratteristiche del mercato delle euroobbligazioni sono apparse del tutto simili a quelle del mercato delle eurovalute. Il volume dei nuovi fondi intermediati attraverso il mercato — pari a \$6,5 miliardi — si è ampliato del 73% rispetto al 1971, ed è stato il più alto mai registrato finora.

Emissioni obbligazionarie internazionali ed estere:  
offerte al pubblico e collocamenti privati.<sup>1</sup>

Paesi o aree emittenti	Anni	Emissioni internazionali distinte per monete							Emissioni estere su mercati nazionali <sup>2</sup>
		Dollari SU	Totale	Altre monete di cui			Totale	di cui Obbligazioni convertibili <sup>3</sup>	
				Marchi tedeschi <sup>4</sup>	Fiorini	Franchi francesi			
milioni di dollari SU									
Europa occidentale . . . . .	1970	911	629	415	194	—	1.540	68	215
	1971	853	866	392	173	29	1.719	35	596
	1972	1.203	1.307	506	245	308	2.510	131	535
Canada . . . . .	1970	130	12	—	—	—	142	—	918
	1971	100	115	115	—	—	215	—	645
	1972	20	347	273	—	59	367	—	1.019
Stati Uniti . . . . .	1970	625	145	55	83	—	771	180	108
	1971	1.003	104	87	17	—	1.106	200	275
	1972	1.774	254	93	75	4	2.028	1.067	244
Altri paesi sviluppati <sup>4</sup>	1970	130	159	126	—	—	288	70	49
	1971	165	344	236	47	—	509	45	51
	1972	218	383	264	68	15	600	—	59
Resto del mondo <sup>5</sup> . . . . .	1970	105	6	6	—	—	111	—	217
	1971	50	30	30	—	—	80	15	300
	1972	425	117	87	—	—	542	20	253
Istituzioni internazionali . . . . .	1970	60	63	—	33	—	143	—	783
	1971	70	57	—	31	20	127	—	1.485
	1972	225	221	10	86	105	446	—	1.796
Totale delle emissioni collocate	1970	1.961	1.032	601	310	—	2.994	317	2.290
	1971	2.241	1.515	860	268	49	3.756	295	3.352
	1972	3.864	2.864	1.232	473	490	6.491	1.218	3.906

<sup>1</sup> Comprende obbligazioni e titoli con scadenza nominale a cinque o più anni, escludendo prestiti bancari, strumenti di immediato sostegno finanziario e titoli di investimento. <sup>2</sup> Include "Schuldscheindarlehen" non negoziabili (prestiti garantiti da certificati di indebitamento), collocati privatamente. <sup>3</sup> Include obbligazioni con buoni separabili, conferenti al portatore il diritto di sottoscrivere azioni. <sup>4</sup> Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. <sup>5</sup> Comprende piccoli quantitativi collocati da paesi dell'Europa orientale.

Nonostante l'instabilità dei mercati dei cambi, l'attività di emissione si è dimostrata cospicua nel corso del 1972, con oscillazioni particolarmente ampie durante gli ultimi quattro mesi dell'anno. Come per il mercato delle eurovalute, il brusco aumento delle nuove transazioni ha avuto luogo mentre i saggi di interesse erano più bassi e più stabili di quelli registrati nel 1971, preannunciando nuove ampie offerte di fondi.

Molti fattori contribuiscono a spiegare l'espansione delle offerte di titoli nel 1972: le allettanti condizioni dei mercati finanziari e/o il rapido incremento degli aggregati monetari nell'Europa occidentale ed in Giappone; le restrizioni sugli investimenti esteri in titoli del mercato interno in paesi come la Germania; il massiccio incremento delle riserve ufficiali anche al di fuori dei paesi del Gruppo dei dieci, di cui parte sembra sia stata investita sul mercato delle euroobbligazioni; la liberalizzazione delle esportazioni di capitali dal Giappone che ha dato luogo ad un marcato incremento degli acquisti di euroobbligazioni da parte di residenti giapponesi; il favorevole clima del mercato azionario SU che ha provocato una vivace ripresa della domanda di obbligazioni convertibili; nonchè, negli ultimi quattro mesi del 1972, l'aumentata fiducia nel dollaro.

Dal lato della domanda, il ribasso del costo dell'indebitamento è stato il principale fattore cui va ascritto l'aumento di \$2,7 miliardi nel volume delle nuove emissioni di euroobbligazioni. Ad esempio, una caratteristica significativa del 1972 è stata la rapida crescita da \$0,05 a 0,5 miliardi nelle nuove emissioni di paesi in via di sviluppo. I titoli emessi invece da istituzioni internazionali sono passati da \$0,1 a 0,4 miliardi; \$0,1 miliardi di tale aumento sono da ascrivere alla BIRS, mentre \$0,2 attengono ad organismi europei come la Banca Europea per gli Investimenti. Le emissioni relative ad altri prenditori di prestiti dell'Europa occidentale sono salite da \$1,7 a 2,5 miliardi e la maggior parte di tale accrescimento riguarda gli operatori del Regno Unito e della Scandinavia. I collocamenti RU si sono incrementati da \$0,5 miliardi nel 1971 a \$0,8 miliardi, principalmente a causa dell'alto costo del credito interno e dell'effetto combinato dei controlli interni sui deflussi di capitali e della pressante domanda di investimenti sull'estero da parte di società RU in previsione dell'ingresso del Regno Unito nella CEE. Il ricorso al mercato da parte di operatori scandinavi, incoraggiato ufficialmente per motivi di bilancia dei pagamenti, si è dilatato da \$0,4 a 0,8 miliardi.

Le emissioni di euroobbligazioni da parte di prenditori di prestiti SU, effetto diretto del programma di contenimento della bilancia dei pagamenti, sono passate da \$1,1 a 2,0 miliardi, malgrado una notevole contrazione nel volume complessivo degli investimenti diretti SU all'estero, rilevato dalle statistiche della bilancia dei pagamenti SU. Il ricorso al mercato da parte delle società SU è stato favorito dal restringimento del differenziale tra i saggi sulle obbligazioni di società private degli Stati Uniti e quelli del mercato delle obbligazioni internazionali in dollari e dalla ripresa della domanda di obbligazioni convertibili. Infatti le emissioni di titoli di tale specie sono balzate in totale da \$0,3 miliardi nel 1971 a \$1,2 miliardi e l'aumento è stato provocato quasi interamente da società SU.

Quanto al tipo di valuta in cui sono stilate le nuove emissioni, le obbligazioni in dollari hanno mantenuto la quota del 60% circa, quota che ha comunque oscillato fortemente insieme con la posizione del dollaro sui mercati dei cambi. Essa è scesa in-

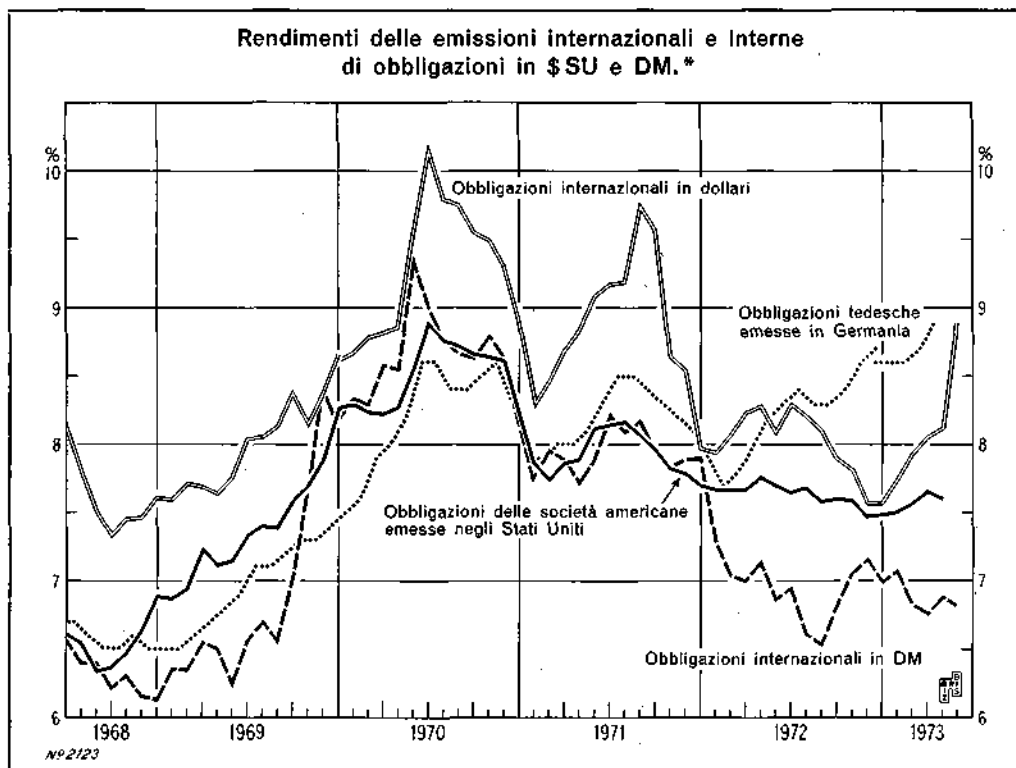
fatti al 36% nel periodo tra luglio e agosto, in cui la maggior parte delle emissioni in dollari ha assunto la forma di obbligazioni convertibili, per risalire poi al 73% negli ultimi quattro mesi dell'anno. In cifre assolute, entro questi due periodi, la media mensile delle emissioni in dollari si è portata da quasi \$0,15 a 0,45 miliardi.

La quota delle emissioni internazionali in marchi tedeschi è scesa dal 23% al 19%, a causa del marcato ampliamento del divario di rendimento tra le obbligazioni interne tedesche e quelle estere in DM. In relazione a ciò, i residenti in Germania hanno convertito \$1,3 miliardi di obbligazioni estere stilate in DM in obbligazioni nazionali. In effetti, tenuto conto delle emissioni estere in DM collocate in Germania, gli acquisti globali di obbligazioni internazionali in DM effettuati da non residenti sono aumentati da \$1,4 miliardi nel 1971 a \$3,0 miliardi, pari all'incirca all'ammontare delle emissioni obbligazionarie in eurodollari. Per di più un marcato incremento si è verificato nelle emissioni in franchi francesi, passate da \$0,05 miliardi nel 1971 a \$0,5 miliardi ossia dall'1 al 7% delle emissioni complessive. Il fiorino olandese ha mantenuto la propria quota di mercato di circa il 7%. Si sono inoltre avute alcune emissioni in valute quali il franco lussemburghese, la corona danese e il dollaro australiano, concentratesi per lo più nel terzo trimestre, allorchè la fiducia nel dollaro SU era scesa ad un livello basso. La quota di emissioni denominate in varie unità di conto è diminuita dal 7% nel 1971 a meno dello 0,5%.

Si può altresì rilevare che anche le ordinarie emissioni estere sui mercati nazionali hanno raggiunto nel 1972 un volume senza precedenti pari a \$3,9 miliardi. L'incremento di \$0,6 miliardi rispetto al 1971 è dovuto ai maggiori prestiti ottenuti dal Canada (soprattutto da parte dei governi provinciali e dei loro enti) e da enti internazionali, quale la BIRS, mentre gli altri emittenti hanno raccolto meno che nel 1971. L'espansione della domanda estera di prestiti è stata soddisfatta principalmente da Giappone, Germania e Svizzera, paesi in cui l'indebitamento degli stranieri sul mercato nazionale era bene accetto per motivi di bilancia di pagamenti. Come si è già riferito nel precedente paragrafo, l'intero ammontare di nuove emissioni obbligazionarie estere in Germania, pari a \$0,4 miliardi, è stato, tuttavia, assorbito da non residenti. Ben poche variazioni si sono registrate nelle emissioni estere sul mercato statunitense: l'aumento di \$0,2 miliardi nelle emissioni canadesi è stato largamente compensato da una riduzione dell'ammontare di fondi ottenuti dalle istituzioni internazionali.

Per quanto riguarda i primi mesi del 1973, il mercato delle euroobbligazioni all'inizio dell'anno mostrava un tono assai fermo, che però è ben presto svanito in seguito allo scoppio della nuova crisi valutaria e all'indebolimento del mercato azionario statunitense. A gennaio le nuove emissioni ammontavano a \$1,0 miliardi, di gran lunga il maggiore ammontare complessivo finora registrato in un mese; il 73% di queste nuove emissioni era in dollari. A febbraio esse sono scese a \$0,3 miliardi, rimanendo prossime a questo livello fino ad aprile, mentre a maggio, sotto il peso di un'ulteriore erosione di fiducia nel dollaro, sembra che si siano ridotte a meno di \$0,2 miliardi. In presenza di un'avversione da parte degli emittenti a contrarre debiti in valute forti, la quota delle obbligazioni in dollari sul totale delle nuove emissioni è rimasta dapprima piuttosto alta; tuttavia, a maggio era scesa a circa il 30%. Mentre a gennaio le emissioni di obbligazioni convertibili ammontavano a \$0,25 miliardi, nei tre mesi successivi non si avevano più emissioni di tal genere.

Passando ad esaminare l'andamento dei saggi di interesse, il rendimento delle obbligazioni internazionali in dollari ha presentato, dopo il rapido declino registrato negli ultimi quattro mesi del 1971, una certa reazione al rialzo tra febbraio e giugno 1972; peraltro, durante il resto dell'anno, si è abbassato dall'8,25 al 7,5% soprattutto per effetto della ripresa del dollaro sui mercati dei cambi. Il maggior rendimento delle obbligazioni in eurodollari rispetto a quelle statunitensi di società nazionali, dopo essere stato in media dell'1% circa durante il 1971, è risultato dello 0,5% circa da febbraio ad agosto ed è sceso al di sotto dell'1/8% entro la fine dell'anno, il che rappresenta il più basso premio finora registrato.



Così come avvenuto nel mercato delle euromonete, le vicissitudini del dollaro hanno avuto un'influenza particolarmente forte sui saggi di interesse dei titoli non espressi in dollari. Nonostante la tendenza al rialzo registrata nei rendimenti delle obbligazioni interne tedesche, il saggio di rendimento delle obbligazioni in euro-marchi si è abbassato nei primi otto mesi dell'anno dal 7<sup>7</sup>/<sub>8</sub> al 6,5%, che rappresenta un livello inferiore dell'1<sup>5</sup>/<sub>8</sub>% al rendimento delle obbligazioni in dollari e del 2% circa al rendimento delle obbligazioni interne tedesche. Per effetto del temporaneo ritorno all'ottimismo sul futuro del dollaro e della perdurante tendenza al rialzo dei rendimenti obbligazionari in Germania, i saggi di rendimento di obbligazioni in euro-marchi sono successivamente saliti dal 6,5 a più del 7% tra la fine di agosto e quella di gennaio 1973, mentre la differenza negativa di rendimento nei confronti delle ob-



bligazioni in eurodollari si è ristretta a meno di  $\frac{3}{4}$  di punto percentuale. Gli sconvolgimenti monetari avvenuti a febbraio e marzo 1973 hanno dato l'avvio a un nuovo rialzo dei rendimenti delle obbligazioni in eurodollari e ad un declino di quelli delle obbligazioni in euromarchi; pertanto, il divario di rendimento si è un'altra volta allargato, ma le reazioni, se poste a raffronto con i movimenti registrati nella crisi dell'agosto 1971, sono risultate dapprima piuttosto moderate. In maggio, tuttavia, un'altra ondata di pessimismo ha portato il saggio di rendimento sulle obbligazioni in eurodollari a un livello prossimo al 9%, e cioè a più di 1,25 punti percentuali al di sopra del livello a cui si era trovato alla fine del 1972.

## VI. L'ACCORDO MONETARIO EUROPEO.

### Revisione e cessazione dell'Accordo.

Nel 1971, in pendenza di un generale riesame della sua attività e del suo futuro, l'Accordo era stato prorogato per la durata di un altro anno, e cioè fino al 31 dicembre 1972. Nel marzo 1972, a seguito di un rapporto provvisorio presentato dal Comitato di Direzione, il Consiglio dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico istituiva una Commissione ad hoc concernente l'Accordo monetario europeo con la partecipazione di tutti i membri dell'Organizzazione e presieduta dal Presidente del Comitato di Direzione. Ad essa è stato affidato il compito di studiare le misure necessarie per attuare la liquidazione del Fondo europeo e la possibilità di mantenere in vita una forma di garanzia di cambio tra le banche centrali dei membri dell'Organizzazione desiderosi di parteciparvi. Nel luglio dello stesso anno, sulla base del rapporto presentato dalla Commissione ad hoc, il Consiglio accettava le norme proposte per la liquidazione del Fondo europeo con decorrenza dal 31 dicembre 1972, nonché le direttive generali per un nuovo accordo concernente una garanzia di cambio simile a quella contemplata nella Parte II dell'AME.

In merito ai termini concordati per la liquidazione del Fondo europeo, è stato tra l'altro stabilito che il Capitale residuo doveva essere messo a disposizione del Governo degli Stati Uniti. Il Capitale residuo rappresentava quella parte del capitale del Fondo che aveva originariamente costituito il capitale versato dal Governo degli Stati Uniti all'Unione Europea dei Pagamenti e che era stato successivamente trasferito da quest'ultima al Fondo europeo all'epoca della liquidazione dell'UEP e dell'istituzione del Fondo nel gennaio 1959. Pertanto, questo capitale, insieme alle entrate ad esso attribuibili, doveva essere restituito al suo originario finanziatore. Un ulteriore elemento delle operazioni di liquidazione del Fondo era che i crediti concessi alla Turchia dovevano essere consolidati e trasferiti al Governo SU sotto forma di parziale restituzione del Capitale residuo. I rappresentanti dei due paesi in questione si erano frattanto accordati sui termini del credito consolidato ed il Consiglio aveva adottato le loro proposte congiuntamente alle raccomandazioni della Commissione ad hoc.

Il Comitato di Direzione dell'AME e la Commissione ad hoc hanno successivamente elaborato i testi giuridici relativi all'esecuzione di tali Decisioni e il Consiglio li ha adottati nel dicembre 1972.

### Operazioni in base all'Accordo.

*Fondo europeo.* A fine marzo 1972, la consistenza dei crediti ammontava a u. c. 127,4 milioni\*, rappresentanti esclusivamente crediti accordati alla Turchia.

\* 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 con decorrenza 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. Successivamente, le attività e passività in dollari sono state calcolate sulla base di una unità di conto per 38/35 di dollaro SU. Le conseguenti perdite di cambio verificatesi negli averi in dollari del Fondo a quella data sono riportate a pagina 199 e gli utili di cambio realizzati in conto capitali in fase di liquidazione a pagina 201 della presente Relazione.

Il 31 maggio 1972 la Turchia ha prelevato u. c. 25 milioni, corrispondenti all'intero ammontare del sedicesimo credito ed ha rimborsato u. c. 35 milioni, dei quali u. c. 15 milioni rappresentavano la terza ed ultima quota del settimo credito, u. c. 5 milioni la seconda quota dell'undicesimo credito, u. c. 10 milioni l'intero importo del tredicesimo credito e u. c. 5 milioni l'ammontare complessivo del quattordicesimo credito. Il 30 giugno 1972 la Turchia ha rimborsato la terza quota, di u. c. 5 milioni, dell'undicesimo credito e l'intero importo, pari a u. c. 7,4 milioni, del quindicesimo credito. Con tali operazioni la consistenza dei crediti alla Turchia scendeva, alla data di cui sopra, a u. c. 105 milioni, importo al quale il Consiglio decideva di consolidare i crediti alla Turchia in considerazione della prossima liquidazione del Fondo europeo. Nel settembre 1972, al fine di non pregiudicare i termini concordati per il consolidamento a lunga scadenza dei crediti concessi alla Turchia e in conformità delle raccomandazioni del Comitato di Direzione, il Consiglio decideva di sospendere le obbligazioni turche relativamente ai due rimborsi, di u. c. 5 milioni ciascuno, da effettuarsi il 30 settembre e 31 dicembre 1972.

Tutte queste transazioni sono riportate nella tabella seguente che illustra la situazione relativa all'utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo alla data di

**AME: Utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo.**

Dopo le operazioni del mese	Grecia		Islanda		Spagna		Turchia		Totali		
	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Totale crediti concessi
milioni di unità di conto											
1959 Febbraio . .	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
Dicembre . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960 Dicembre . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961 Dicembre . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962 Dicembre . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966 Dicembre . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967 Dicembre . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968 Dicembre . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969 Dicembre . .	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
1970 Dicembre . .	—	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 Maggio . .	—	—	—	—	—	—	—	117,4	—	117,4	117,4
Giugno . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0

valuta delle operazioni di regolamento multilaterale (il quinto giorno feriale del mese successivo) per il mese di febbraio 1959, allorchè fu accordato il primo credito, alla fine di ciascun anno per il periodo dal 1959 al 1970, e per ciascun mese in cui si sono verificate transazioni dalla fine del 1970 al giugno 1972.

Sui crediti concessi tra il giugno 1959, quando venne effettuato il primo prelievo, e la data di cessazione dell'Accordo sono stati eseguiti quarantatre prelievi per un totale di u. c. 566,9 milioni, mentre i rimborsi sono ammontati a u. c. 461,9 milioni.

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

Paesi	Pagamenti effettuati dal Fondo (+) o al Fondo (-)						Importo netto
	1959-64	1967	1968	1969	1972	Totale 1959-72	
migliaia di dollari SU							
Austria . . . . .	+ 25.083	+ 823	—	+ 30	—	+ 25.936	+ 25.936
	—	—	—	—	—	—	
Belgio . . . . .	—	+ 633	—	+ 129	+ 124	+ 886	+ 886
	—	—	—	—	—	—	
Danimarca . . . . .	+ 240	+ 1.830	+ 9	+ 171	+ 1.783	+ 4.033	+ 1.449
	— 150	— 2.434	—	—	—	— 2.584	
Francia . . . . .	—	+ 1.263	—	—	+ 2.471	+ 3.854	— 21.141
	—	—	—	— 24.995	—	— 24.995	
Germania . . . . .	—	+ 3.444	—	+ 285	+ 4.470	+ 8.199	+ 8.199
	—	—	—	—	—	—	
Grecia . . . . .	+ 689	+ 1.210	—	+ 116	+ 1.121	+ 3.135	— 25.627
	— 28.762	—	—	—	—	— 28.762	
Islanda . . . . .	—	+ 306	—	+ 5	—	+ 312	+ 270
	— 24	— 9	— 9	—	—	— 42	
Italia . . . . .	+ 243	+ 1.047	—	+ 514	+ 1.936	+ 3.739	+ 3.739
	—	—	—	—	—	—	
Norvegia . . . . .	+ 889	+ 12	—	+ 4	—	+ 906	— 1.600
	— 2.505	—	—	—	—	— 2.505	
Paesi Bassi . . . . .	+ 1.400	+ 1.604	—	+ 21	—	+ 3.025	+ 1.647
	— 1.378	—	—	—	—	— 1.378	
Portogallo . . . . .	—	+ 1.926	—	+ 20.813	—	+ 22.739	+ 22.739
	—	—	—	—	—	—	
Regno Unito . . . . .	—	+ 624	—	+ 696	—	+ 1.320	— 27.966
	—	— 17.368	—	—	— 11.918	— 29.286	
Spagna . . . . .	—	+ 53	—	+ 1.237	+ 13	+ 1.303	+ 1.303
	—	—	—	—	—	—	
Svezia . . . . .	—	+ 2.447	—	+ 28	—	+ 2.475	+ 2.232
	— 243	—	—	—	—	— 243	
Svizzera . . . . .	—	+ 2.338	—	+ 212	—	+ 2.550	+ 2.550
	—	—	—	—	—	—	
Turchia . . . . .	+ 9.212	+ 132	—	+ 734	—	+ 10.078	+ 5.384
	— 4.694	—	—	—	—	— 4.694	
<b>Totale . . . . .</b>	<b>37.756</b>	<b>19.812</b>	<b>9</b>	<b>24.995</b>	<b>11.918</b>	<b>94.489</b>	<b>—</b>

*Sistema multilaterale di regolamenti.* Come descritto nella Relazione annuale dello scorso anno (pagina 186), alla fine di dicembre 1971 tutti i paesi membri avevano notificato i margini oltre i quali non avrebbero consentito alle loro monete di fluttuare. Ad eccezione della Grecia, dell'Islanda e della Turchia, tutti i paesi AME hanno applicato margini del 2,25% circa da entrambi i lati dei tassi centrali o parità.

A partire dal 23 giugno 1972, il Regno Unito ha sospeso i cambi all'acquisto e alla vendita per dollari SU. Immediatamente prima di tale sospensione, sono stati pertanto predisposti speciali regolamenti, in base alla garanzia di cambio, per i saldi detenuti in sterline. Il 6 luglio 1972 sono stati regolati sette saldi per un importo di \$11,9 milioni.

La garanzia di cambio contemplata dall'Accordo è divenuta applicabile per l'ultima volta allorchè è stata svalutata la corona islandese e sono stati dichiarati nuovi margini del 2,25% da entrambi i lati dei nuovi tassi centrali, con decorrenza dal 20 dicembre 1972. Tuttavia, nessun saldo in questa valuta è stato oggetto di regolamenti multilaterali.

Il totale cumulativo dei regolamenti multilaterali effettuati per tutta la durata dell'Accordo è ammontato a \$SU 94,5 milioni, come risulta dalla tabella della pagina precedente.

#### **Situazione dei conti.**

Nella tabella della pagina 200 è riportata la situazione del Fondo alla fine di ciascun esercizio finanziario per il periodo dal 1959 al 1971, e quindi mensilmente fino al mese di novembre 1972, ultima scadenza per i regolamenti mensili prima della liquidazione.

L'8 maggio 1972, data di valuta per le operazioni di aprile, il Fondo ha registrato una perdita di cambio di u. c. 5,2 milioni nei suoi averi in dollari (compresi nelle risorse liquide), dovuta alla nuova valutazione del dollaro al saggio di 1 u. c. per 38/35 di dollaro SU. La perdita è stata assorbita nel conto entrate e spese, ma è stata integralmente coperta dalle entrate non distribuite e non ripartite. Inoltre, tale perdita è stata più che compensata dall'utile realizzato, come si specificherà in seguito, in fase di liquidazione. A causa della nuova valutazione del dollaro, sia il saldo nel conto presso il Tesoro SU che la corrispondente parte del capitale del Fondo hanno subito una riduzione in termini di unità di conto pari a u. c. 9,8 milioni. Le due operazioni si sono compensate reciprocamente quanto al loro effetto sul conto entrate e spese, ma hanno ridotto il capitale del Fondo, da u. c. 607,5 a 597,7 milioni.

A fine marzo 1972, la consistenza dei crediti era di u. c. 133,7 milioni. Di questo importo, u. c. 127,4 milioni rappresentavano crediti in essere verso la Turchia e u. c. 6,3 milioni costituivano il saldo dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. In seguito ai due menzionati rimborsi effettuati in maggio e giugno, il totale dei crediti in essere è sceso a u. c. 111,3 milioni. In dicembre 1972 esso è ulteriormente diminuito di u. c. 6,3 milioni in seguito al versamento della dodicesima annualità da parte della Norvegia e della Turchia, e al contemporaneo rimborso del capitale in essere che questi paesi hanno accettato di accollarsi in concomitanza con la liquidazione del Fondo europeo. Con ciò la consistenza dei crediti alla fine di di-

**AME: Riassunto delle situazioni dei conti del Fondo europeo.**

Dopo le operazioni del mese	Attivo				Totale della situazione	Passivo	
	Risorse ilquide	Conto presso il Tesoro SU	Capitale non versato	Consistenza dei crediti		Capitale	Conto entrate e spese
milioni di unità di conto							
Apertura . . . . .	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 Dicembre . . . . .	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 Dicembre . . . . .	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 Dicembre . . . . .	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 Dicembre . . . . .	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 Dicembre . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Dicembre . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 Dicembre . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Dicembre . . . . .	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Dicembre . . . . .	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 Dicembre . . . . .	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 Dicembre . . . . .	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 Dicembre . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
1971 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
Aprile . . . . .	114,5	113,8	297,9	133,7	659,9	597,7	62,2
Maggio . . . . .	125,2	113,8	297,9	123,7	660,6	597,7	62,8
Giugno . . . . .	139,6	113,8	297,9	111,3	662,6	597,7	64,9
Luglio . . . . .	139,3	113,8	297,9	111,3	662,3	597,7	64,6
Agosto . . . . .	139,6	113,8	297,9	111,3	662,6	597,7	64,9
Settembre . . . . .	140,0	113,8	297,9	111,3	663,0	597,7	65,2
Ottobre . . . . .	140,2	113,8	297,9	111,3	663,2	597,7	65,4
Novembre . . . . .	140,5	113,8	297,9	111,3	663,5	597,7	65,8

cembre, cioè immediatamente prima dell'inizio delle operazioni di liquidazione, è scesa a u. c. 105 milioni, importo che rappresenta i crediti in essere verso la Turchia.

**Liquidazione del Fondo europeo.**

Il 31 dicembre 1972, in seguito alla cessazione dell'Accordo monetario europeo, sono stati annullati i seguenti crediti corrispondenti al capitale non versato del Fondo:

a) u. c. 297,9 milioni rappresentanti le contribuzioni non versate dai paesi membri;

b) u. c. 113,8 milioni, pari al saldo non prelevato di \$SU 123,5 milioni detenuto nel conto presso il Tesoro SU. Tale saldo era stato trasferito dall'Unione Europea dei Pagamenti all'epoca della sua liquidazione. Esso costituiva quindi la prima

parte del Capitale residuo che doveva essere ricostituito in fase di liquidazione e messo a disposizione del Governo degli Stati Uniti, nella misura di \$SU 271,6 milioni.

Alla stessa data, gli importi in essere relativi ai crediti concessi alla Turchia, per un ammontare complessivo di u. c. 105 milioni, sono stati trasformati in un unico credito consolidato di \$SU 114 milioni che è stato trasferito al Governo degli Stati Uniti. Per tale credito sono state concordate le seguenti condizioni: rimborso da effettuarsi in dollari SU sulla base di 50 quote semestrali di uguale importo nell'arco di venticinque anni dal 1978 al 2002; interesse, da corrisponderci in dollari SU, del 2% all'anno per il quinquennio dal 1973 al 1977 e del 3% all'anno per i successivi venticinque anni dal 1978 al 2002.

Tutte le altre operazioni di liquidazione, consistenti prevalentemente nella assegnazione delle attività liquide del Fondo, sono state ultimate il 10 gennaio 1973, data di valuta per i regolamenti mensili del mese di dicembre 1972, l'ultimo periodo contabile in base all'Accordo.

Nella fase immediatamente precedente la conclusione delle operazioni di liquidazione è stato realizzato un utile di cambio di u. c. 11,7 milioni in conto capitale. Esso va ascritto al fatto che la seconda parte del Capitale residuo trasferito dall'Unione Europea dei Pagamenti ammontava a u. c. 148 milioni (di cui u. c. 113 milioni sono stati trasferiti sotto forma di attività liquide e u. c. 35 milioni come crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia), mentre in fase di liquidazione si è dovuto raccogliere un importo di \$SU 148 milioni (ora pari a u. c. 136,3 milioni) per costituire l'intera somma di \$SU 271,6 milioni corrispondente al Capitale residuo.

In seguito alla realizzazione di tale utile, il saldo del conto entrate e spese distribuibile al momento della liquidazione è salito a u. c. 80,7 milioni. La tabella che segue riporta in forma riassuntiva i crediti annullati nei confronti del capitale non versato e il modo in cui le altre attività sono state utilizzate per la restituzione del capitale versato e per la distribuzione delle entrate nette accumulate del Fondo.

I pagamenti al Governo degli Stati Uniti sono stati effettuati in dollari SU e quelli ai paesi membri in oro. Oltre a u. c. 3,3 milioni corrispondenti alle entrate nette del Fondo distribuite in fase di liquidazione, i paesi membri hanno percepito, durante il periodo di attività del Fondo, gli interessi semestrali sulle loro contri-

**AME: Riassunto delle operazioni di liquidazione del Fondo europeo.**

Finanziatori	Unità	Capitale non versato e annullato	Capitale versato e restituito		Totale capitale annullato o restituito	Entrate nette distribuite in attività liquide	Totale versato in attività liquide
			Trasferimento del credito	Pagamento in attività liquide			
milioni di unità indicate							
Stati Uniti (Capitale residuo)	\$ SU	123,5	114,0	34,0	271,6	84,0	119,1
	u. c.	113,8	105,0	31,3	250,1	77,4	109,7
Paesi membri . . . . .	u. c.	297,9	—	38,0	335,9	3,3	41,3
Totale . . . . .	u. c.	411,7	105,0	69,3	586,1*	80,7*	150,0

\* Il capitale del Fondo ha subito una riduzione e le entrate nette un aumento in seguito all'utile di cambio di u. c. 11,7 milioni realizzato in conto capitali in fase di liquidazione.

buzioni, per un totale di u. c. 12,8 milioni. L'ultimo di tali pagamenti, pari a u. c. 0,5 milioni, è stato effettuato nel luglio 1972 relativamente alla prima metà dell'anno. La tabella seguente riporta per ciascun paese membro l'ammontare delle rispettive contribuzioni non versate e annullate, quello delle contribuzioni versate e rimborsate, l'importo degli interessi corrisposti sulle loro contribuzioni in periodi precedenti ed il saldo della quota di ciascun paese membro sulle entrate nette cumulative del Fondo distribuite in fase di liquidazione.

**AME: Contribuzioni rimborsate ed entrate nette distribuite ai paesi membri.**

Paesi membri	Contribuzioni non versate ed annullate	Contribuzioni versate e rimborsate	Quote sulle entrate nette del Fondo		
			Interessi corrisposti in periodi precedenti	Saldo versato alla liquidazione	Totale
migliaia di unità di conto					
Austria . . . . .	4.365	635	215	55	271
Belgio . . . . .	26.188	3.812	1.293	331	1.624
Danimarca* . . . . .	15.000	—	—	—	—
Francia . . . . .	43.647	6.353	2.142	549	2.691
Germania . . . . .	43.647	6.353	2.142	549	2.691
Grecia* . . . . .	2.850	—	—	—	—
Islanda* . . . . .	1.000	—	—	—	—
Italia . . . . .	21.824	3.176	1.061	273	1.334
Norvegia* . . . . .	15.000	—	—	—	—
Paesi Bassi . . . . .	26.188	3.812	1.293	331	1.624
Portogallo . . . . .	4.365	635	215	55	271
Regno Unito . . . . .	52.878	7.697	2.650	677	3.327
Spagna . . . . .	6.547	953	242	66	308
Svezia . . . . .	13.094	1.906	646	166	812
Svizzera . . . . .	18.332	2.668	905	232	1.136
Turchia* . . . . .	3.000	—	—	—	—
<b>Totale . . . . .</b>	<b>297.925</b>	<b>38.000</b>	<b>12.804</b>	<b>3.283</b>	<b>16.087</b>

\* Paesi membri le cui contribuzioni non sono state mai versate in quanto i loro pagamenti sono stati differiti.

**Amministrazione dell'Accordo monetario europeo.**

Durante il periodo sotto rassegna, il Comitato di Direzione ha proseguito nella sua attività di controllo sull'esecuzione delle operazioni condotte in base all'Accordo e di consulenza nei confronti del Consiglio dell'OCSE in tutte le materie ad esso attinenti. Il Comitato è stato in particolare impegnato nei lavori preparatori connessi alla cessazione dell'Accordo monetario europeo e nella stesura dei relativi testi giuridici, in conformità del mandato conferitogli dal Consiglio. Un suo ulteriore compito è consistito nella preparazione del nuovo accordo concernente la garanzia di cambio. In tale opera, il Comitato è stato assistito dalla Commissione ad hoc concernente l'Accordo monetario europeo, cui hanno partecipato tutti i membri dell'OCSE.



Durante il 1972, il Comitato si è riunito sei volte ed ha tenuto un'ultima riunione il 6 febbraio 1973. La Commissione ad hoc si è riunita cinque volte. Nel dicembre 1971, il Consiglio aveva riconfermato il Sig. Hay, Vice Presidente della Direzione generale della Banca Nazionale Svizzera, nella carica di Presidente del Comitato per la durata di un altro anno. Il Sig. Hay ha anche presieduto le riunioni della Commissione ad hoc concernente l'Accordo monetario europeo.

Come negli anni precedenti, la Banca dei Regolamenti Internazionali, nella sua qualità di Agente, ha presentato rapporti mensili sulle operazioni eseguite in base all'Accordo. Il rapporto relativo al mese di dicembre comprendeva anche le operazioni relative alla liquidazione del Fondo europeo. Nell'assistere il Comitato nel suo compito di seguire gli sviluppi finanziari internazionali, la Banca ha inoltre fornito materiale statistico sui mercati internazionali dell'oro e dei cambi, nonché sull'evoluzione della posizione monetaria esterna dei paesi OCSE, dati che il rappresentante della Banca ha regolarmente commentato durante le riunioni del Comitato.

Con la cessazione dell'Accordo monetario europeo è venuto meno il compito, affidato alla Banca dal 1963, di trasmettere alle banche centrali partecipanti informazioni riservate relative alla conclusione e all'utilizzo di accordi bilaterali attraverso i quali la moneta di un paese AME riceveva uno speciale sostegno.

### **Il nuovo Accordo concernente una Garanzia di Cambio.**

Contemporaneamente alla cessazione dell' AME, il 31 dicembre 1972, è entrato in vigore un nuovo Accordo relativo ad una garanzia di cambio che sostituisce gli accordi analoghi contemplati nella Parte II dell'Accordo monetario europeo. Partecipano al nuovo Accordo le banche centrali dei paesi membri del precedente AME (v. tabella della pagina 202) nonché l'Australia e la Finlandia. Anche la Banca d'Inghilterra prende parte all'Accordo, tuttavia essa ha dichiarato di non poter applicare le disposizioni relative alla garanzia di cambio finchè non sarà stata in grado di fissare i margini di cambio per la sterlina.

Il nuovo Accordo, istituito per un periodo iniziale di tre anni, opera nell'ambito dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. E' stato anche creato un nuovo organo, il Comitato per le questioni monetarie e dei cambi, cui compete la responsabilità di vigilare sull'applicazione dell'Accordo concernente una garanzia di cambio. L'Accordo copre gli importi detenuti da una banca centrale su di un conto presso un'altra banca centrale partecipante nella valuta nazionale di quest'ultima, impiegati come saldi d'esercizio.

La Banca dei Regolamenti Internazionali è stata invitata a svolgere le funzioni di Agente ai fini dell'Accordo. Il Consiglio di amministrazione, nella sua riunione dell'8 gennaio 1973, ha accettato che la Banca assuma questo nuovo compito. Rappresentanti della Banca assisteranno alle riunioni del Comitato per le questioni monetarie e dei cambi, che costituirà nello stesso tempo un centro, aperto a tutti i membri dell'Organizzazione, in cui potranno essere esaminati problemi di cooperazione monetaria e in particolar modo le questioni concernenti le operazioni sui mercati dei cambi.

## VII. ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

Anche lo scorso anno la Banca è stata attivamente impegnata nel compito di facilitare la cooperazione tra le banche centrali. Oltre alle regolari riunioni dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei dieci e della Svizzera e a quelle del Consiglio di amministrazione, la Banca ha organizzato riunioni periodiche di funzionari delle banche centrali per esaminare questioni, quali l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi e il mercato delle eurodivise, nonché convegni per effettuare studi e scambiare informazioni su altri problemi economici e monetari, tecnici e giuridici interessanti le banche centrali.

La BRI è stata invitata a partecipare, in veste di osservatore, ai lavori del Comitato del Consiglio dei Governatori del Fondo monetario internazionale per la Riforma del sistema monetario internazionale e questioni connesse, istituito nel settembre 1972 e comunemente noto come Comitato dei venti. Alle riunioni di questo Comitato la Banca è stata rappresentata a livello sia ministeriale che di sostituti, ed ha preso anche parte ai lavori del Gruppo tecnico sui flussi di capitali disequilibratori creato dal Comitato stesso.

La Banca mette inoltre a disposizione 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 solitamente a Basilea. Durante lo scorso anno sia la frequenza delle riunioni che la varietà degli argomenti trattati sono notevolmente aumentate, specie in relazione all'istituzione e messa in funzione dello schema concernente il restringimento dei margini di fluttuazione tra i tassi di cambio delle monete CEE. Il Segretariato del Comitato dei Governatori è stato altresì incaricato dal Consiglio dei Governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, istituito di recente, di espletare provvisoriamente funzioni analoghe per conto del Consiglio stesso.

Durante lo scorso anno, la Banca ha anche continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri del Gruppo dei dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri del Gruppo e al Gruppo di lavoro 3 dell'OCSE i dati statistici relativi ai mezzi impiegati per finanziare i saldi attivi e passivi nei conti con l'estero dei paesi stessi. Essa ha inoltre proseguito nell'attività di raccogliere, esaminare e distribuire i dati statistici relativi al mercato delle eurodivise, partecipando anche 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 1973, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione. Entrambi sono espressi in franchi oro.\*

\* \*  
\*

Il totale del bilancio al 31 marzo 1973 ammonta a F 25.249.615.031  
contro, al 31 marzo 1972, F 29.362.151.157

Si è pertanto registrata una contrazione di F 4.112.536.126  
pari al 14%, a fronte di un incremento del 23% conseguito durante il precedente esercizio finanziario.

A questo riguardo, si possono fare le seguenti osservazioni:

- 1) come è stato specificato nella Relazione dello scorso anno, una notevole parte dell'aumento verificatosi nel totale del bilancio 1971-72 va ascritta ad un deposito a brevissimo termine ricevuto per un periodo eccedente la fine del precedente esercizio; tale operazione è venuta a scadenza nel corso dell'esercizio ora conclusosi;
- 2) i diversi aggiustamenti monetari, verificatisi durante l'esercizio finanziario, in particolare la svalutazione del 10% del dollaro SU nel febbraio 1973, solo parzialmente compensata dalla rivalutazione del 3% del marco tedesco nel marzo 1973 e dall'apprezzamento di fatto di altre monete, si sono tradotti in una diminuzione netta delle attività e passività di bilancio.

Ove si escludano questi due fattori eccezionali, la cui incidenza può essere rilevata dai dati riportati nella tabella che segue, il bilancio sarebbe aumentato di 3,1 miliardi di franchi.

**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
1964	5.778	+ 828	+ 17
1965	7.850	+ 2.072	+ 36
1966	7.982	+ 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
1973	25.250	— 4.112	— 14

\* Qualora non sia diversamente specificato, tutti gli importi riportati in questo capitolo sono espressi in franchi oro (abbreviati in F). La 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 stata effettuata sulla base della parità o del tasso centrale, tranne quando sussisteva un forte divario tra quest'ultimo e il tasso di mercato; in questo caso, la base di cambio adottata è stata il tasso medio di mercato rispetto al dollaro SU alla data del 28 marzo 1973, nonchè il prezzo dell'oro di \$SU 42,22 per oncia.

Nel bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività (saldi bancari, effetti e altri titoli) detenute dalla Banca in qualità di Terzo Designato ai termini del contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonché di Fiduciario per il servizio di prestiti pubblici internazionali;
- 3) l'oro in custodia presso la BRI, che al 31 marzo 1973 ammontava a 931 milioni di franchi, rispetto a 969 milioni di franchi al 31 marzo 1972.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE).

**BRI: Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari.**

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale del bilancio
	milioni di franchi			
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	483	20.060	176	20.699
1971	539	23.086	231	23.856
1972*	754	28.401	207	29.362
1973*	849	24.179	222	25.250

\*Dopo la ripartizione dell'utile netto annuo.

A. Capitale, riserve, accantonamenti e passività diverse.

a) Capitale versato F 300.703.125

Il capitale è rimasto invariato ed è suddiviso in 481.125 azioni, liberate nella misura del 25%.

b) Riserve

1) *Fondo di riserva legale* F 30.070.313

Il relativo importo è rimasto invariato rispetto all'anno precedente, avendo raggiunto il livello massimo previsto dallo Statuto, e cioè il 10% del capitale versato.

2) *Fondo di riserva generale*

– prima della ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 F 205.133.210

contro 144,1 milioni di franchi al 31 marzo 1972; l'aumento di 61 milioni è integralmente dovuto al trasferimento dall'utile netto del 1971-72;

– dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 F 252.633.210

la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 47,5 milioni di franchi.

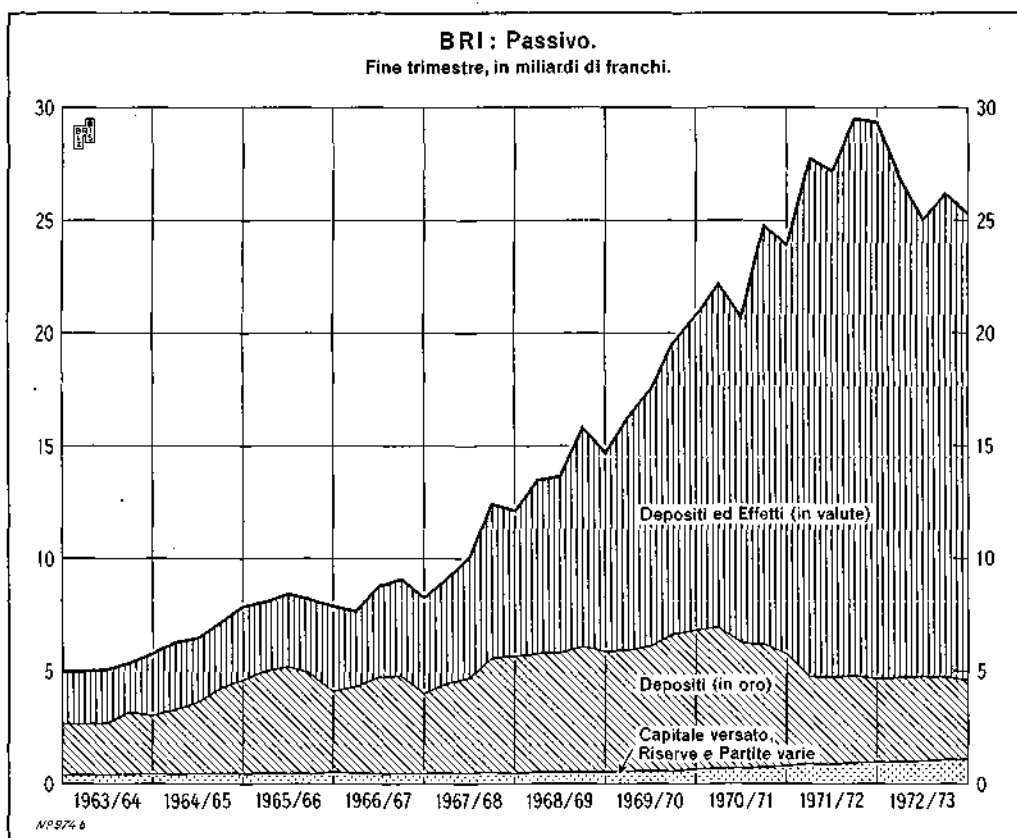
3) *Fondo speciale di riserva per dividendi*

– prima della ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 F 61.207.964

contro 36,8 milioni di franchi al 31 marzo 1972; l'aumento di 24,4 milioni rappresenta l'importo trasferito dall'utile netto del 1971-72;

– dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 F 75.175.781

in base alla raccomandazione di trasferire al Fondo 14 milioni di franchi dall'utile netto, per elevarne il relativo importo al livello massimo di un quarto del capitale versato, in conformità dell'articolo 51 (5) dello Statuto.



4) *Fondo di riserva libero*

– prima della ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 F 156.800.000

contro 120,2 milioni di franchi al 31 marzo 1972, l'aumento di 36,6 milioni rappresenta l'importo trasferito dall'utile netto del 1971-72;

– dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 F 190.332.183

la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 33,5 milioni di franchi.

Le riserve totali della Banca ammontano pertanto:

– prima della ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 a F 453.211.487  
contro 331,2 milioni di franchi al 31 marzo 1972, pari ad un incremento di 122 milioni;

– dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1972-73 a F 548.211.487  
il che equivale ad un ulteriore aumento di 95 milioni di franchi.

c) le "Partite varie" ammontano a F 101.705.551  
contro 98,4 milioni di franchi, pari ad un aumento di 3,3 milioni.

d) Accantonamento per costruzioni F 92.939.483

contro 82,1 milioni di franchi; l'incremento di 10,8 milioni di franchi deriva, al netto, da un ulteriore importo di 10 milioni di franchi assegnati a questa voce per decisione del Consiglio di amministrazione più un utile di cambio di 5,4 milioni, meno l'ammortamento di spese sostenute nella misura di 4,6 milioni di franchi.

e) Conto profitti e perdite F 122.063.281

Questa cifra corrisponde all'utile netto per l'esercizio 1972-73 e presenta una diminuzione di 26,7 milioni di franchi rispetto all'utile netto di 148,8 milioni conseguito nel precedente esercizio. I dettagli delle proposte di ripartizione dell'utile per il 1972-73 sono riportati al paragrafo 7 di questo capitolo; tali proposte, di cui si è già fatta frequentemente menzione a proposito dell'andamento delle riserve, raccomandano in particolare di destinare un importo di 27.063.281 franchi al pagamento del dividendo, da effettuarsi alla data del 1° luglio 1973.

#### B. Fondi ricevuti in prestito.

Le due tabelle che seguono indicano 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
	1972	1973	
	milioni di franchi		
Depositi di banche centrali . . . . .	27.125	23.086	– 4.039
Depositi di altri depositanti . . . . .	792	578	– 214
Effetti . . . . .	484	515	+ 31
<b>Totale . . . . .</b>	<b>28.401</b>	<b>24.179</b>	<b>– 4.222</b>

La contrazione nei "Depositi di banche centrali", per un importo di poco superiore a 4.000 milioni di franchi (-14,9%), va interamente ascritta alla scadenza dell'operazione a breve termine contabilizzata alla fine del precedente esercizio e che è stata solo parzialmente compensata dall'afflusso di nuovi, per quanto cospicui, depositi. In termini relativi, anche i "Depositi di altri depositanti" hanno registrato un notevole calo (-27%), dovuto essenzialmente alla liquidazione del Fondo Europeo istituito nel quadro dell'Accordo monetario europeo, mentre la voce "Effetti" è aumentata del 6,4%, soprattutto in conseguenza dell'apprezzamento di fatto del franco svizzero.

L'aliquota di ciascuna di queste tre voci rispetto al totale delle risorse ricevute in prestito è rimasta sostanzialmente invariata nel corso dell'esercizio finanziario, continuando la prima a rappresentare la quasi totalità di tali risorse.

**BRI: Natura e scadenza delle risorse ricevute in prestito.**

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione
	1972	1973		1972	1973		1972	1973	
milioni di franchi									
A vista . . . . .	3.219	3.270	+ 51	69	384	+ 315	—	—	—
Fino a 3 mesi . . . . .	112	239	+ 127	21.767	17.202	-4.565	—	—	—
Ad oltre tre mesi . . . . .	369	17	- 352	2.381	2.552	+ 171	484	515	+ 31
<b>Totale . . . . .</b>	<b>3.700</b>	<b>3.526</b>	<b>- 174</b>	<b>24.217</b>	<b>20.138</b>	<b>-4.079</b>	<b>484</b>	<b>515</b>	<b>+ 31</b>

a) Depositi in oro

F 3.526.438.223

contro 3.700 milioni di franchi al 31 marzo 1972; la contrazione di 174 milioni, pari al 4,7%, risulta da due movimenti di segno opposto: una riduzione dei depositi con scadenza ad oltre tre mesi parzialmente compensata da un aumento dei depositi a vista e fino a tre mesi. Tale andamento conferma la tendenza già segnalata lo scorso anno, dovuta alla progressiva riduzione per la Banca delle possibilità di utilizzare l'oro in maniera remunerativa. La diminuzione netta dei depositi va essenzialmente ascritta ai prelievi effettuati in connessione con la liquidazione del Fondo europeo istituito nel quadro dell'Accordo monetario europeo.

b) Depositi in valute

F 20.138.027.139

contro 24.217 milioni di franchi al 31 marzo 1972, pari ad una diminuzione di 4.079 milioni di franchi (-16,8%). Tale contrazione è principalmente dovuta, come precedentemente specificato, al rimborso del deposito a breve termine in essere alla fine del precedente esercizio. I nuovi fondi ricevuti dalla BRI durante l'esercizio 1972-73 hanno parzialmente compensato il movimento nei depositi fino a tre mesi connesso all'operazione in questione ed hanno dato luogo ad un aumento del 7,2% nei depositi in valute ad oltre tre mesi.

c) Effetti

F 514.526.742

contro 484 milioni di franchi al 31 marzo 1972.

All'inizio dell'esercizio finanziario, i "Depositi in oro" rappresentavano il 13% del totale dei fondi ricevuti in prestito, i "Depositi in valute" l'85% e gli "Effetti" il 2%; al 31 marzo 1973 tale distribuzione era praticamente immutata, con aliquote rispettivamente del 15, 83 e 2%.

ATTIVO (UTILIZZO DELLE RISORSE).

La tabella che segue illustra la composizione delle principali attività della Banca in base alla loro *natura*.

BRI: Composizione delle attività a vista e di altri investimenti.

Natura	Fine esercizio				Variazione
	1972		1973		
	milioni di franchi				
Attività a vista					
Oro . . . . .	4.253		4.126		- 127
Valute . . . . .	75	4.328	84	4.210	+ 9 - 118
Buoni del Tesoro					
Valute . . . . .	1.117	1.117	596	596	- 521 - 521
Depositi vincolati e prestiti					
Oro . . . . .	252		2		- 250
Valute . . . . .	12.780	13.032	15.742	15.744	+ 2.962 + 2.712
Titoli a termine					
Oro . . . . .	279		-		- 279
Valute . . . . .	10.605	10.884	4.638	4.638	- 5.967 - 6.246
Totale					
Oro . . . . .	4.784		4.128		- 656
Valute . . . . .	24.577	29.361	21.060	25.188	- 3.517 - 4.173

a) Oro

F 4.125.844.150

Esso consiste unicamente di oro in barre. La contrazione di 127 milioni di franchi, verificatasi in tale voce, corrisponde all'importo dei depositi giunti a scadenza e rimborsati.

b) Cassa in contanti e in conti a vista presso le banche F 84.352.631

Questa voce ha registrato un aumento di 9 milioni di franchi.

c) Buoni del Tesoro

F 595.538.145

Hanno subito una contrazione di 521 milioni di franchi. Questo movimento va ascritto alla scadenza di una notevole parte di tali investimenti non rinnovabili sotto questa forma.



Al 31 marzo 1972, le attività a vista o mobilizzabili a domanda, che comprendono le tre voci summenzionate, ammontavano a 5.445 milioni di franchi, pari al 18,5% del totale del bilancio e al 31 marzo 1973 a 4.806 milioni, o al 19% del totale. Nel medesimo periodo, i depositi a vista nel passivo del bilancio sono passati da 3.288 a 3.654 milioni di franchi, e cioè dall'11,2% al 14,5% del totale delle risorse.

d) Depositi vincolati e prestiti F 15.744.438.963

contro 13.032 milioni di franchi al 31 marzo 1972, pari ad un aumento di 2.712 milioni. Mentre i depositi vincolati e i prestiti in oro sono scesi, per le ragioni addotte in precedenza, da 252 milioni a 2 milioni di franchi, quelli in valute sono fortemente aumentati e cioè da 12.780 milioni a 15.742 milioni. Tale incremento va ascritto ad un'espansione dei collocamenti in valute sui mercati, compreso quello degli Stati Uniti, da parte della Banca.

e) Titoli a termine F 4.637.469.962

contro 10.884 milioni di franchi al 31 marzo 1972, con una considerevole contrazione di 6.246 milioni. L'andamento di tale voce è stato contraddistinto dai seguenti movimenti:

- 1) da un lato la liquidazione dei "Titoli a termine in oro", in seguito alla scadenza di investimenti effettuati sotto forma di Buoni del Tesoro espressi in peso d'oro, per un importo complessivo di 279 milioni di franchi;
- 2) dall'altro, la diminuzione di 5.967 milioni di franchi nei "Titoli a termine in valute", dovuta alla liquidazione della speciale operazione già menzionata in precedenza, che sull'attivo aveva assunto la forma di titoli ricevuti "in pensione" e stilati in dollari SU. Ha influito altresì, sebbene in misura nettamente inferiore, il calo registrato nei titoli stilati in valute europee. Entrambi questi movimenti sono stati parzialmente compensati da un ulteriore incremento degli investimenti sotto forma di certificati di deposito delle banche SU.

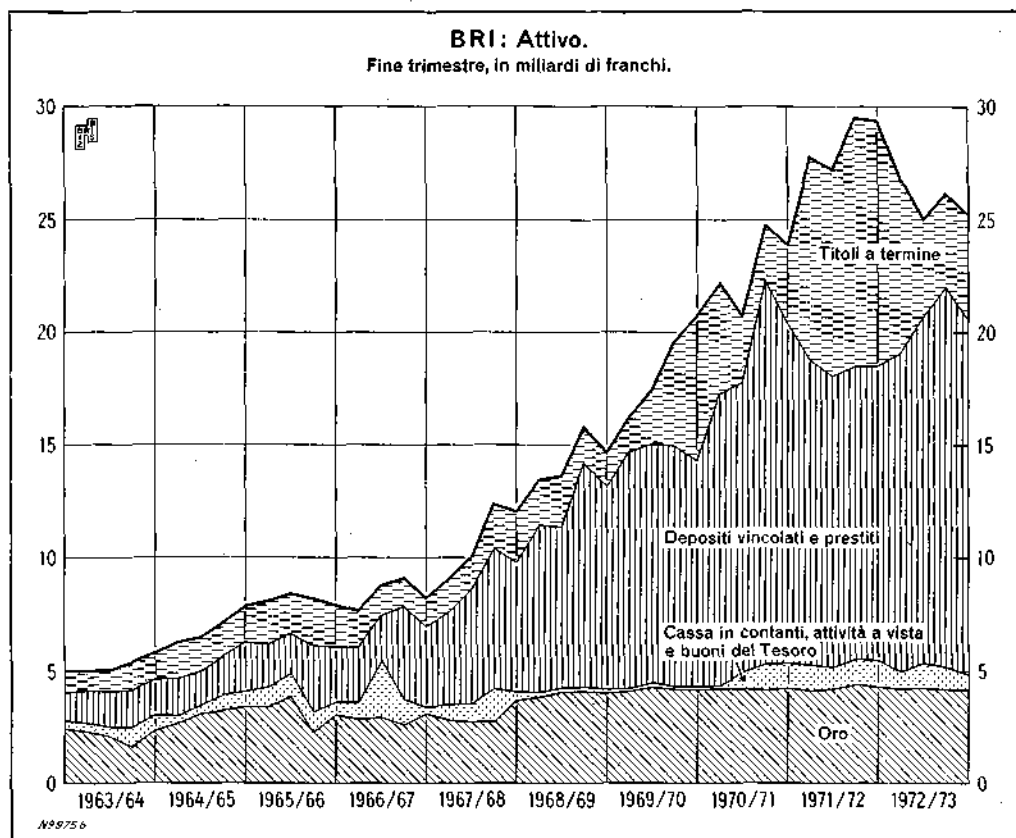
La tabella che segue riproduce la ripartizione dei Depositi vincolati e prestiti e dei Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

**BRI: Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza.**

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1972	1973	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi . . . . .	18.141	15.063	— 3.078
Ad oltre tre mesi . . . . .	5.775	5.319	— 456
Totale . . . . .	23.916	20.382	— 3.534

**Operazioni a termine su oro.**

Questa partita, che appare alla Nota 2 del Bilancio, ha conseguito un saldo attivo netto (oro da ricevere) di F 95.424.432



contro un saldo netto passivo di 393 milioni di franchi a fine marzo 1972, registrando cioè un'oscillazione di 488 milioni nel corso dell'esercizio. Tale variazione va ascritta alla scadenza di operazioni di riporto in oro (venduto a termine) contro valute, nonché alla conclusione di nuovi riporti in oro (venduto a pronti e riacquistato a termine) contro valute.

\* \* \*

Durante l'esercizio finanziario 1972-73, il volume delle operazioni della Banca, pari a 265 miliardi di franchi, è ritornato ai livelli del 1970-71 (250 miliardi di franchi), registrando pertanto una sensibile contrazione rispetto all'eccezionale ammontare di 433 miliardi di franchi del precedente esercizio.

Il movimento nel volume delle operazioni è stato notevolmente maggiore rispetto a quello del bilancio e dei profitti della Banca, e ciò essenzialmente a causa della considerevole entità delle operazioni speciali intraprese dalla BRI durante lo scorso esercizio. In effetti, le operazioni correnti della Banca non hanno segnalato diminuzioni di rilievo durante l'esercizio sotto rassegna, essendosi mantenute ad un livello soddisfacente.

### 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, tutte le obbligazioni emesse ai sensi dell'Accordo di Londra sono state ora rimborsate: le obbligazioni convertite sono state rimborsate il 15 ottobre 1969, mentre le restanti obbligazioni, e precisamente quelle delle emissioni consolidate, sono giunte a scadenza e sono state rimborsate il 15 ottobre 1972, come risulta dalla tabella che segue.

Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes).  
Obbligazioni consolidate.

Emissione	Valuta	Valore nominale		
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate per il rimborso negli esercizi finanziari dal 1958-59 al 1971-72	Obbligazioni rimborsate alla data di scadenza del 15 ottobre 1972
Americana . . .	\$	8.211.000	3.472.000	4.739.000
Belga . . . . .	£	157.800	70.400	87.400
Britannica . . .	£	2.232.700	989.300	1.243.400
Francese . . . .	£	499.100	224.200	274.900
Olandese . . . .	£	291.700	120.900	170.800
Svizzera . . . .	£	115.100	50.500	64.600
Svizzera . . . .	fr.sv.	418.000	164.000	254.000

Per il Prestito Young, l'esercizio finanziario 1972-73 si è chiuso il 1° giugno 1973. I relativi interessi sono ammontati a circa 28,7 milioni di franchi e sono stati debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Il rimborso delle obbligazioni convertite, relativamente all'anno finanziario 1972-73, è stato effettuato esclusivamente mediante acquisti di obbligazioni sul mercato. Tutte le obbligazioni consolidate sono giunte a scadenza e sono state rimborsate il 1° dicembre 1972, mentre la data ultima di scadenza delle obbligazioni convertite è il 1° giugno 1980.

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 del 1961 e 1969 è stata deferita nel maggio 1971 alla corte di arbitraggio prevista dal suddetto Accordo; la procedura arbitrale è attualmente in corso. Le più recenti questioni relative all'applicazione della garanzia di cambio, sorte in seguito alla fluttuazione dei tassi di cambio di diverse valute di emissione e all'introduzione dei tassi centrali per talune di esse, sono state sottoposte dalla Banca all'esame dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni del Prestito Dawes.

**Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young).**  
Obbligazioni convertite.

Emissione	Valuta	Valore nominale*			
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1958-59 al 1971-72	1972-73	
Americana . . .	\$	60.292.000	11.973.000	1.217.000	47.102.000
Belga . . . . .	fr.belgi	202.858.000	39.358.000	3.929.000	159.571.000
Britannica . . .	£	20.664.900	3.996.600	396.800	16.271.500
Francese . . . .	fr.fr.	501.782.000	97.529.000	9.709.000	394.544.000
Olandese . . . .	florini	52.577.000	9.987.000	1.007.000	41.583.000
Svedese . . . . .	cor.sv.	92.780.000	17.969.000	1.777.000	73.034.000
Svizzera . . . . .	fr.sv.	58.392.000	11.223.000	1.093.000	46.076.000
Tedesca . . . . .	DM	14.505.000	2.757.000	270.000	11.478.000

Obbligazioni consolidate.

Emissione	Valuta	Valore nominale*		
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate per il rimborso negli esercizi finanziari dal 1958-59 al 1971-72	Obbligazioni rimborsate alla data di scadenza del 1° dicembre 1972
Belga . . . . .	fr.belgi	45.883.000	12.970.000	32.713.000
Britannica . . .	£	4.930.600	1.515.700	3.414.900
Francese . . . .	fr.fr.	110.508.000	21.279.000	89.229.000
Olandese . . . .	florini	8.500.000	2.284.000	6.216.000
Svedese . . . . .	cor.sv.	6.014.000	1.608.000	4.406.000
Svizzera . . . . .	fr.sv.	1.405.000	489.000	916.000
Tedesca . . . . .	DM	416.000	263.000	153.000

\* Valore nominale al 1° maggio 1973, 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, della fluttuazione dei tassi di cambio di diverse valute di emissione, dell'introduzione dei fassi centrali per valute di queste valute o della svalutazione del dollaro SU annunciata dalle autorità degli Stati Uniti il 12 febbraio 1973.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convaldate 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 1971	1972	
Americana . . .	\$	1.667.000	1.002.000	93.000	572.000
Anglo-olandese . . . . .	£	856.600	498.100	45.800	312.700
Svizzera . . . . .	fr.sv.	7.102.000	3.590.000	363.000	3.159.000

#### **4. La Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo).**

L'attività della Banca nella sua funzione di Agente per l'esecuzione delle operazioni finanziarie dell'AME, nel quadro dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, si è conclusa il 31 dicembre 1972; l'argomento è stato trattato nel capitolo VI della presente Relazione. La Banca ha ricevuto, in relazione a questa sua attività, un contributo di fr. sv. 375.000 per le spese amministrative sostenute durante il periodo dal 1° aprile al 31 dicembre 1972, oltre al rimborso delle spese varie. Questi importi sono stati accreditati alla voce "Spese di amministrazione" nel conto profitti e perdite della Banca.

#### **5. 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 tra il 1954 e il 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'esercizio finanziario sotto rassegna, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 14 milioni di franchi per interessi e circa 37 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo si è ridotto a circa 253 milioni di franchi.

#### **6. La Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria.**

Al fine di contribuire alla realizzazione per tappe dell'unione economica e monetaria, il 6 aprile 1973 i paesi membri della Comunità economica europea hanno istituito un Fondo europeo di cooperazione monetaria. In una prima fase del suo funzionamento, a tale organo compete di assicurare:

- 1) la concertazione necessaria al buon funzionamento del sistema comunitario dei cambi, vale a dire il restringimento dei margini di fluttuazione tra le monete dei paesi CEE;
- 2) la multilateralizzazione delle posizioni risultanti dagli interventi effettuati dalle banche centrali in monete comunitarie e la multilateralizzazione dei regolamenti intracomunitari;
- 3) la gestione dei due meccanismi di finanziamento a breve termine istituiti dalle banche centrali della CEE con gli accordi del 9 febbraio 1970 (la BRI esercita già le funzioni di agente per il funzionamento del meccanismo creato da tale accordo) e del 10 aprile 1972.

Il Consiglio dei Governatori del Fondo, di cui fanno parte i Governatori delle banche centrali della Comunità e un rappresentante del Lussemburgo e della Commissione delle Comunità europee, si è riunito per la prima volta a Basilea il 14 maggio 1973; esso ha deciso di affidare alla BRI, a partire dal 1° giugno 1973, l'incarico di

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1973	Saggio d'interesse %	Data di scadenza o rimborso dei prestiti
1 <sup>a</sup>	1954	Stati Uniti	Governo SU	\$ 100.000.000	41.300.000	3%	1979
2 <sup>a</sup>	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	Fr.belgi 200.000.000	102.200.000	3 1/2	1982
3 <sup>a</sup>	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf e Münster <sup>1</sup>	DM 50.000.000	19.894.800	3 3/4	1981
4 <sup>a</sup>	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	10.220.000 —	3 1/2 3 1/2	1982 1961
5 <sup>a</sup>	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 <sup>1</sup>	967.671	4 1/2	1977
6 <sup>a</sup>	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	8.750.000	4 1/2	1974
7 <sup>a</sup>	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	4.100.000	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	61.112.259	5 1/2	1982
11 <sup>a</sup>	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	14.300.000	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	13.450.000	5 1/2	1980
14 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 3/4	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 3/4	1964
15 <sup>a</sup>	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	73.772.396	5 1/2	1986
16 <sup>a</sup>	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	29.900.000	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 vecchi franchi francesi.

Agente con funzioni tecniche per l'esecuzione delle operazioni del Fondo. Tali funzioni sono essenzialmente di natura contabile e consistono, da un lato, nella tenuta della contabilità del Fondo, destinata a registrare le varie operazioni eseguite per l'esecuzione dei compiti di cui ai precedenti punti 2) e 3); dall'altro, nell'assicurare il buon funzionamento dell'attività del Fondo.

### 7. Distribuzione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantatreesimo esercizio finanziario, chiuso il 31 marzo 1973, presentano un saldo attivo di 136.048.276 franchi. Nel precedente esercizio finanziario il relativo importo era di 156.364.072 franchi e per il 1970-71 esso era

stato di 133.049.026 franchi. La principale causa della contrazione avvenuta durante l'anno 1972-73 va imputata al considerevole restringimento del margine di profitto della Banca nel complesso delle sue operazioni.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3.984.995 franchi all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e 10.000.000 di franchi all' "Accantonamento per costruzioni". A seguito di tali decisioni, l'utile netto ammonta a 122.063.281 franchi a fronte di 148.832.656 franchi per l'esercizio finanziario precedente e 99.448.906 franchi per l'anno 1970-71. La distribuzione di tale importo è fissata dall'Articolo 51 dello Statuto.

In conformità di tale Articolo, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale distribuisca l'utile netto di 122.063.281 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 18.042.187 franchi per il pagamento del dividendo prioritario del 6% l'anno, pari a 37,50 franchi per azione;
- 2) un importo di 9.021.094 franchi - somma che rientra nel limite statutario del 20% della rimanenza dell'utile netto - per il pagamento del massimo dividendo addizionale del 3% l'anno, pari a 18,75 franchi per azione.
- 3) un importo di 47.500.000 franchi al Fondo di riserva generale;
- 4) un importo di 13.967.817 franchi al Fondo di riserva speciale per dividendi; con tale trasferimento il Fondo raggiunge il livello massimo fissato dallo Statuto, e cioè un quarto del capitale versato, pari a 75.175.781 franchi, importo che corrisponde approssimativamente al dividendo prioritario per quattro anni, ed infine,
- 5) un importo di 33.532.183 franchi, rappresentante la rimanenza dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo globale ammonterà a 56,25 franchi per azione e sarà corrisposto il 1° luglio 1973 agli azionisti iscritti sui registri della Banca alla data del 20 giugno 1973.

Il bilancio, il conto profitti e perdite e i movimenti che si sono verificati durante l'esercizio finanziario nell'Accantonamento per costruzioni sono riportati alla fine della presente Relazione. La contabilità della Banca è stata verificata dai Signori Price Waterhouse & Co., Zurigo, i quali 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 1973, nonchè degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei Signori Price Waterhouse & Co. si trova in calce al bilancio.

#### **8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.**

Il barone Ansiaux, il cui mandato in qualità di membro del Consiglio veniva a scadere il 7 agosto 1972, è stato riconfermato nel luglio 1972 dal Signor Robert Vandeputte, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto.

Il Dott. Donato Menichella, il cui mandato in qualità di membro del Consiglio veniva a scadere il 7 novembre 1972, è stato riconfermato nel settembre 1972 dal Dott. Guido Carli, Governatore della Banca d'Italia, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto.

Il Dott. Leonhard Gleske, il cui mandato in qualità di membro del Consiglio veniva a scadere il 31 dicembre 1972, è stato riconfermato nel dicembre 1972 dal Dott. Karl Klasen, Presidente della Deutsche Bundesbank, in base all'Articolo 27(2).

Il mandato del Dott. Jelle Zijlstra, eletto alla carica di Consigliere in base all'Articolo 27(3) dello Statuto, veniva a scadere il 31 marzo 1973. Egli è stato rieletto nella riunione del Consiglio del 12 marzo 1973.

Nella riunione del 13 novembre 1972, il Presidente ha informato il Consiglio che Lord O'Brien of Lothbury, Governatore della Banca d'Inghilterra, aveva nominato suo Sostituto il Signor C. W. MacMahon in sostituzione del Signor C. J. Morse che ha assunto l'incarico di Presidente dei Sostituti del Gruppo dei venti del FMI. Egli ha espresso al Signor Morse la gratitudine della Banca per i preziosi servizi da lui resi in oltre sei anni di attività.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi il 9 aprile 1973, il Presidente ha annunciato che il Signor Olivier Wormser, Governatore della Banca di Francia, aveva nominato suo Sostituto il Signor André de Lattre in sostituzione del Signor Bernard Clappier che ha assunto l'incarico di Presidente e Direttore generale del Crédit National. Il Presidente ha ringraziato il Signor Clappier per i preziosi servizi da lui resi alla Banca in oltre nove anni di attività.

Il Dott. Hans Mandel, che aveva iniziato la sua attività presso la Banca nel 1954, provenendo dalla Bank deutscher Länder, e che dal 1962 ricopriva la carica di Capo del Dipartimento bancario, ha lasciato la Banca alla fine di settembre 1972. Nella riunione del Consiglio dell'11 settembre 1972 il Presidente ha espresso al Dott. Mandel la sincera gratitudine di tutti i membri del Consiglio per l'abilità con cui egli ha espletato le sue importanti funzioni in un periodo di eccezionale espansione delle attività della Banca.

Nella riunione del 12 giugno 1972, il Consiglio ha nominato il Signor D. H. Macdonald, Capo del Dipartimento bancario con decorrenza dal 1° ottobre 1972 e il Signor R. T. P. Hall, Direttore con decorrenza dal 16 ottobre 1972.



## CONCLUSIONI.

L'esperienza del dopoguerra ha dimostrato che, in ogni periodo di recessione o di ristagno dell'economia, una politica d'incentivazione fiscale e monetaria è riuscita a dare l'avvio ad una fase di ripresa congiunturale. Questo meccanismo di stampo keynesiano si è manifestato con nuova evidenza nel presente ciclo. Dal 1969 al 1971 tutti i paesi industriali hanno fatto prima o poi ricorso a misure di freno dell'espansione produttiva nel tentativo di arginare le forze inflazionistiche. Quando poi, tra il 1970 e la fine del 1971 la flessione nei livelli di occupazione e di utilizzazione della capacità produttiva è divenuta preoccupazione preminente delle autorità, queste ultime hanno radicalmente mutato le loro politiche per porre l'attività economica sulla via della ripresa. Ed infatti, durante lo scorso anno, la rinnovata espansione dell'economia ha trovato conferma in tutti i paesi.

In questo andamento congiunturale, gli Stati Uniti hanno proceduto con un anticipo da dodici a diciotto mesi. Dopo un'inconsueta resistenza, la ripresa economica è iniziata nella seconda metà del 1971, acquistando assai presto slancio e vigore. Nel 1972 l'aumento della produzione globale è stato eccezionalmente cospicuo ed anche nel primo semestre di quest'anno l'espansione si è mantenuta ad un saggio elevato. Ma, già verso la fine del 1972, risultava chiaro che il movimento ascendente non avrebbe potuto continuare ad un ritmo così sostenuto senza urtare ben presto contro un'eccessiva pressione della domanda. Fu pertanto deciso di passare a politiche monetarie e di bilancio restrittive, col preciso obiettivo di limitare il tasso di espansione al potenziale economico di più lungo periodo. Sembra comunque certo che, qualunque sia il momento in cui queste misure cominceranno a produrre i loro effetti, il 1973 rappresenterà un altro anno di eccezionale sviluppo.

Per quanto riguarda i paesi dell'Europa occidentale e il Giappone, si è constatata una generalizzata espansione dell'attività economica a partire dalla metà del 1972 ed inoltre la ripresa è stata eccezionalmente rapida. In Germania e in Giappone, in particolare, il clima economico è mutato nell'arco di circa sei mesi, passando da una fase prossima alla stagnazione ad una di espansione di straordinarie proporzioni, e in entrambi i paesi le autorità sono state indotte ad orientare le loro politiche in senso restrittivo. In Giappone, il mutamento di indirizzo è stato finora alquanto moderato, mentre in Germania si è fatto ricorso a severe misure monetarie e fiscali. Anche nel Regno Unito si è assistito ad una rapida ripresa dopo che nel 1972 era stato adottato un bilancio di forte incentivazione. Fino al momento presente permane comunque nell'economia un margine di risorse produttive inutilizzate, sebbene durante lo scorso anno il livello di disoccupazione sia sceso ad un ritmo veloce. Recentemente, peraltro, i posti di lavoro vacanti sono sensibilmente aumentati e in talune regioni la disponibilità di manodopera è quasi scomparsa. E' probabile che nel prossimo anno le autorità saranno poste di fronte all'alternativa di consentire il proseguimento del forte movimento ascendente o di ottemperare all'esigenza di contenere le nascenti pressioni della domanda.

In Francia, l'espansione della produzione ha avuto un andamento più regolare che altrove. Di fronte all'acutizzarsi del problema dell'inflazione negli ultimi mesi del 1972, le autorità hanno cercato di porvi rimedio facendo ricorso a misure che non comportassero peraltro una battuta d'arresto nell'attività produttiva. Nel generale quadro congiunturale, l'Italia ha rappresentato un'eccezione. La produzione è stata debole sia nel 1971 che nel 1972, sebbene di recente vi sia stato un rilancio in diversi settori industriali. In considerazione dell'impedimento che tutt'ora rappresenta la situazione nei rapporti di lavoro e dell'assenza completa di sintomi di risveglio nell'industria edile, una sostenuta ripresa congiunturale non appare ancora assicurata.

Al successo ottenuto dai provvedimenti di politica economica sul fronte della produzione, ha fatto tuttavia riscontro un altro anno di insuccessi sul fronte dell'inflazione. La fase di rallentamento della domanda non è servita che in minima misura a contenere il saggio di incremento dei prezzi e dei salari, mentre a partire dalla fine della scorsa estate il loro andamento ascendente ha registrato un'accelerazione. Il saggio d'incremento tipico del costo della vita si è aggirato intorno a valori del 6 e 10%, mentre nel settore dei salari maggiorazioni del 10% circa hanno rappresentato la norma, con punte ben più elevate in alcuni paesi. Un nuovo fenomeno, intervenuto lo scorso anno e che ha avuto forti ripercussioni sugli indici dei prezzi ingrosso, è stato l'elevatissimo rialzo dei prezzi delle materie prime a mercato mondiale.

Tutta una serie di forze ha agito da stimolo sul più rapido ritmo dell'inflazione. Alla base vi sono i persistenti, eccessivi incrementi salariali che si sono succeduti senza interruzione, proiettando sui prezzi la spinta impressa ai costi. Analogamente, maggiori redditi nell'agricoltura sono stati ottenuti in virtù dei più elevati prezzi dei prodotti agricoli. Durante gli ultimi nove mesi, un altro fattore inflazionistico è stato rappresentato dalla rapida espansione della domanda. Indubbiamente, circostanze sfortunate hanno inciso sull'offerta di diversi prodotti, provocando un aumento rilevante dei loro prezzi, ma si è avuta l'impressione negli anni recenti che la sfortuna in materia di prezzi non sia mai compensata dalla fortuna.

Una caratteristica del recente andamento inflazionistico è data dalla rapidità della sua trasmissione a livello internazionale. Le ragioni di tale fenomeno vanno ricercate nell'effetto di reciprocità esercitato dall'aumento dei prezzi delle esportazioni e importazioni, nel fatto che i mercati del lavoro superano i confini dei singoli paesi e nella generale integrazione dell'economia internazionale. Particolare ripercussione ha avuto in taluni paesi lo sforzo compiuto dalle banche centrali per mantenere il livello dei propri tassi di cambio attraverso massicci acquisti di dollari, anche a spese di una nuova creazione di liquidità interna. Comunque, il saggio di sviluppo della moneta e del credito è stato ovunque molto elevato, e sebbene tale espansione sia stata spesso una conseguenza del gioco delle forze inflazionistiche, essa va indubbiamente annoverata anche come una delle cause dell'inflazione stessa.

La limitata efficacia del governo della domanda quale arma contro l'inflazione ha condotto ad un impiego molto più vasto di misure di controllo diretto. Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito le autorità si sono trovate costrette a ricorrere al blocco dei salari e dei prezzi, e successivamente a controlli applicati per legge, nel tentativo di spezzare la morsa della spirale inflazionistica - sebbene in entrambi i

casi ciò abbia comportato un mutamento di indirizzo nella scelta degli strumenti più idonei alla gestione dell'economia. I loro sforzi sono indubbiamente approdati a risultati positivi, in quanto in entrambi i paesi l'inflazione dei salari si è attenuata. Negli Stati Uniti, comunque, il governo ha dato l'avvio, all'inizio di quest'anno, ad una nuova fase della politica antinflazionistica, caratterizzata dall'introduzione di un elemento di volontarietà nel programma, e i prezzi hanno ripreso rapidamente a salire. Sia nell'ipotesi che il passaggio alla Terza Fase sia stato motivato da considerazioni ideologiche, sia che esso sia stato dettato dal timore di forzare eccessivamente l'esercizio del potere da parte delle autorità, in entrambi i casi è chiaro che l'esperienza dei controlli diretti non è riuscita a far breccia durevole nel fronte dell'inflazione. Nel Regno Unito le elevate norme fissate in materia di salari, se da un lato denunciano la difficoltà del problema sottostante, dall'altro rappresentano la promessa di una sua soluzione.

La realtà è che in quasi tutti i paesi le autorità si sono praticamente rassegnate ad ottenere risultati più modesti nella loro lotta contro l'inflazione. Il mantenimento del valore della moneta al livello di stabilità che si poteva riscontrare nel primo quinquennio degli anni sessanta, ad esempio negli Stati Uniti o in Germania o nella Svizzera, non rappresenta più un obiettivo attuale — e ciò non tanto perchè gli ampi benefici di ordine sociale e politico da esso derivanti non vengano più riconosciuti, quanto perchè tale obiettivo va oltre le possibilità delle autorità politiche in un mondo caratterizzato da tensione e fluidità quale è il presente. Il fatto di dover tener conto della pubblica opinione ha obbligato i governi a dare priorità assoluta al pieno impiego e all'espansione economica, sicchè il perseguimento di altri obiettivi può essere solo parziale e discontinuo.

Sebbene si fosse fatto gradualmente ricorso a severi controlli sui flussi monetari internazionali, in febbraio le vendite di dollari sono state talmente ingenti da costringere ad abbandonare la difesa dei tassi centrali stabiliti dall'accordo smithsoniano. Gli Stati Uniti hanno successivamente tentato di rendere possibile un ritorno a tassi di cambio fissi, dichiarando una nuova svalutazione del dollaro nella misura del 10%. Ma nel frattempo, lo scetticismo del mondo economico aveva raggiunto un livello tale per cui neppure i nuovi tassi centrali hanno potuto essere a lungo mantenuti. Il perdurante clima di sfiducia non si basava sul calcolo che i benefici finali sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, derivanti dalla nuova svalutazione aggiunta a quella dell'anno precedente, non sarebbero stati sufficienti nel più lungo periodo; piuttosto, tale sfiducia è stata alimentata dall'intenzione espressa dagli Stati Uniti di astenersi da interventi di sostegno del dollaro sul mercato, di eliminare gradualmente i controlli sulle esportazioni di capitali e di imporre solo un modesto contenimento della domanda. A questo punto, l'unica decisione attuabile era una generale rinuncia alla difesa obbligata dei nuovi tassi centrali. Sei paesi del Mercato Comune si sono, tuttavia, associati nel mantenimento dei tassi indiretti tra le loro monete entro un margine del 2,25% e diversi altri paesi stanno aderendo a questa circoscritta area di cambi fissi.

L'evolversi degli avvenimenti ha posto i negoziatori del Comitato dei venti sulla riforma del sistema monetario internazionale di fronte ad una situazione alquanto diversa da quella esistente al momento in cui essi furono investiti del loro mandato.

Invero, le forze del mercato hanno già imposto le loro riforme: il dollaro, la sterlina, lo yen, il franco svizzero, la lira e il gruppo delle altre monete del Mercato Comune stanno fluttuando l'una nei confronti dell'altra e non esistono prospettive di una fine imminente di tali fluttuazioni. Molti osservatori considerano già questo fenomeno come una vera riforma, confrontandolo con la precedente ostinata adesione ad una situazione di squilibrio. Poichè da un lato l'effetto psicologico della fluttuazione generalizzata sul settore economico privato e su quello bancario è stato profondo e dall'altro alcuni paesi si dimostrano riluttanti ad assumersi nuovamente l'onere di una parità fissa, le prospettive future appaiono incerte.

Manifestamente, l'obiettivo della riforma permane quello di ripristinare un sistema di parità, con l'obbligo di difenderle, a meno che un cambiamento non sia richiesto nell'interesse dell'equilibrio di base. Invero, la nuova formula sibillina parla di "sistema basato su tassi di cambio stabili ma aggiustabili". Questa espressione di per sé non chiarifica se l'enfasi negli obiettivi ufficiali vada posta sulla "stabilità" oppure sulla "aggiustabilità". E se l'impegno di mantenere la stabilità rimane sfumato, si può dubitare della possibilità di contenere le forze del mercato di fronte a verificarsi di inevitabili tensioni. L'esperienza ha finora certamente dimostrato che frequenti variazioni dei cambi rendono molto più difficile la difesa dei nuovi tassi.

Le difficoltà di creare un nuovo sistema che miri ad una gestione a livello internazionale per assicurare il mantenimento di tassi di cambio stabili, un efficace processo di aggiustamento ed una simmetria tra il dollaro e le altre monete, sono di tutta evidenza. Per migliorare il processo di aggiustamento, è stato proposto di adottare un indicatore obiettivo dello squilibrio, che servirebbe da segnale per l'avvio di consultazioni le quali imporrebbero l'adozione tempestiva di misure di aggiustamento. Se gli indicatori fossero effettivamente così obiettivi, si può ritenere che il mercato sarebbe in grado di riconoscere la situazione altrettanto rapidamente quanto le autorità ufficiali e quindi accelerare un capovolgimento prima che la macchina burocratica possa procedere nelle proprie consultazioni fino ad adottare misure correttive.

Analogamente, è evidente che la stabilità dei tassi di cambio, particolarmente quella del dollaro, è legata alla convertibilità. Ma il mantenimento della convertibilità è possibile a condizione che le limitate riserve di cui dispongono le autorità monetarie non vengano prosciugate proprio mentre ottimistiche previsioni e misure parziali permettono ad una situazione di squilibrio di trascinarsi nel tempo. Sebbene gli Stati Uniti abbiano dichiarato la loro disponibilità a partecipare pienamente a qualsiasi richiesto aggiustamento, essi non hanno tuttavia specificato in quale modo interpreterebbero il loro indicatore obiettivo nè come essi intenderebbero amministrare la loro bilancia dei pagamenti. Molti altri paesi ritengono che l'onere dell'aggiustamento graverebbe in pratica su di loro e sono contrari all'impiego delle variazioni dei tassi di cambio come prima linea di difesa, sia da parte loro che da parte degli Stati Uniti. Ad essi la prospettiva di un apprezzamento delle loro monete per consentire una maggiore esportazione di capitali SU appare particolarmente poco attraente. Su chiunque possa tendere a gravare la responsabilità di un processo di aggiustamento troppo lento, non ci si può in ogni caso aspettare che gli Stati Uniti si impegnino a ripristinare la convertibilità ove nessun limite venga imposto alla libertà dei paesi eccedentari di acquistare dollari.

Quali sono le poste nel nuovo gioco monetario? Tutte le principali attività di riserva hanno i loro sostenitori, ma la formula più favorita sembra assegnare la preferenza ai DSP, un ruolo declinante all'oro e limitazioni più o meno severe ad un'ulteriore accumulazione di riserve in dollari. Rimane tuttavia da vedere se si possa erigere uno stabile sistema di cambi su questa configurazione teorica, specie ora che la legge di Gresham ha trovato la sua conferma. Frattanto l'oro, chiuso nei forzieri, rimane inutilizzato ma non per questo meno amato.

RENÉ LARRE  
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE**

**AL 31 MARZO 1973**

**BILANCIO AL**

(Prima e dopo la ripartizione)

**ATTIVO**

	Franchi oro
<b>Oro</b> ... ..	4.125.844.150
<b>Cassa in contanti e in conti a vista presso banche</b> ...	84.352.631
<b>Buoni del Tesoro</b> ... ..	595.538.145
<b>Depositi vincolati e prestiti</b>	
A 3 mesi al massimo ... ..	11.587.662.185
Ad oltre 3 mesi ... ..	4.155.053.699
» » » » (In oro) ... ..	<u>1.723.079</u>
	15.744.438.963
<b>Titoli a termine</b>	
A 3 mesi al massimo ... ..	3.475.089.689
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>1.162.380.273</u>
	4.637.469.962
<b>Partite varie</b> ... ..	61.971.179
<b>Terreno, immobili ed arredi</b> ... ..	<u>1</u>
	<u>25.249.615.031</u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto.

Nota 2: Al 31 marzo 1973, il saldo in oro da ricevere contro valute per contratti a termine ammontava a franchi oro 95.424.432.

**31 MARZO 1973**

dell'utile netto dell'esercizio)

**PASSIVO**

	<u>Prima della ripartizione</u>	<u>Dopo la ripartizione</u>
	<u>Franchi oro</u>	<u>Franchi oro</u>
<b>Capitale</b>		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	<u>1.500.000.000</u>	
Emesso: 481.125 azioni ... ..	<u>1.202.812.500</u>	
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 ... ..	205.133.210	252.633.210
Fondo di riserva speciale per dividendi ... ..	61.207.964	75.175.781
Fondo di riserva libero ... ..	<u>156.800.000</u>	<u>190.332.183</u>
	453.211.487	548.211.487
<b>Depositi (in oro)</b>		
<b>Banche centrali</b>		
A vista ... ..	3.236.803.943	
A 3 mesi al massimo ... ..	239.291.786	
Ad oltre 3 mesi ... ..	17.259.809	
<b>Altri depositanti</b>		
A vista ... ..	<u>33.082.685</u>	
	3.526.438.223	3.526.438.223
<b>Depositi (in valute)</b>		
<b>Banche centrali</b>		
A vista ... ..	372.351.963	
A 3 mesi al massimo ... ..	18.763.640.170	
Ad oltre 3 mesi ... ..	2.456.915.569	
<b>Altri depositanti</b>		
A vista ... ..	11.832.628	
A 3 mesi al massimo ... ..	438.175.065	
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>95.111.744</u>	
	20.138.027.139	20.138.027.139
<b>Effetti</b>		
Ad oltre 3 mesi ... ..	514.526.742	514.526.742
<b>Partite varie</b> ... ..	101.705.551	101.705.551
<b>Accantonamento per costruzioni</b> ... ..	92.939.483	92.939.483
<b>Conto profitti e perdite</b> ... ..	122.063.281	—
<i>Dividendo pagabile il 1° luglio 1973</i> ... ..	—	27.063.281
	<u>25.249.615.031</u>	<u>25.249.615.031</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 1973, 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 1973

**PRICE WATERHOUSE & CO.**



**CONTO PROFITTI E PERDITE**  
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1973

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi ... ..	154.388.073
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione ... ..	262.358
Direzione e personale ... ..	13.623.098
Funzionamento degli uffici e altre spese ... ..	<u>4.454.341</u>
	<u>18.339.797</u>
Avanzo netto delle operazioni ... ..	136.048.276
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti:	
per spese straordinarie di amministrazione ... ..	3.984.995
per costruzioni ... ..	<u>10.000.000</u>
	<u>13.984.995</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1973 ... ..	122.063.281
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 ... ..	18.042.187
	<u>104.021.094</u>
Dividendo addizionale (massimo statutario) del 3% all'anno sul capitale versato	
18,75 franchi oro per azione ... ..	9.021.094
	<u>95.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale ... ..	47.500.000
	<u>47.500.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva speciale per dividendi (massimo statutario raggiunto)	13.967.817
	<u>33.532.183</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero ... ..	33.532.183
	<u>33.532.183</u>

**Variazioni nell'Accantonamento per costruzioni**  
durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1973

Saldo al 1° aprile 1972 ... ..	82.065.109
più: Differenze di cambio ... ..	5.465.630
Trasferimento dal Conto profitti e perdite ... ..	10.000.000
	<u>97.530.739</u>
meno: Ammortamento delle spese sostenute ... ..	4.591.256
Saldo al 31 marzo 1973, come in bilancio ... ..	<u>92.939.483</u>

## CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam	Presidente del Consiglio di amministrazione, Presidente della Banca
Henri Deroy, Parigi	Vice Presidente del Consiglio di amministrazione
Barone Ansiaux, Bruxelles	
M. J. Babington Smith, Londra	
Dott. Guido Carli, Roma	
Dott. Leonhard Gleske, Brema	
Dott. Karl Klasen, Francoforte	
Dott. Donato Menichella, Roma	
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londra	
Dott. Edwin Stopper, Zurigo	
Robert Vandeputte, Bruxelles	
Olivier Wormser, Parigi	
Per Åsbrink, Stoccolma	

### Sostituti

Dott. Paolo Baffi, Roma, oppure
Prof. Francesco Maserà, Roma
Dott. Otmar Emminger, Francoforte, oppure
Johannes Tüngeler, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
André de Lattre, Parigi, oppure
Marcel Théron, Parigi
Christopher W. McMahon, Londra, 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
D. H. Macdonald	Capo del Dipartimento bancario
Henri Guisan	Consigliere giuridico
Dott. Antonio Rainoni	Direttore
Maurice Toussaint	Direttore
R. T. P. Hall	Direttore
<hr/>	
D. H. Stapleton	Vice Segretario Generale
Prof. Dott. F. E. Klein	Vice Consigliere giuridico
A. N. Barltrop	Condirettore
Dott. Warren D. McClam	Condirettore
M. G. Dealtry	Condirettore
Robert Chaptinel	Condirettore