

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

TRENTAQUATTRESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1963 - 31 MARZO 1964

BASILEA

8 giugno 1964

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1963-64	3
<i>Sviluppi nell'Europa occidentale (p. 4): produzione e domanda (p. 4), pressioni inflazionistiche (p. 5), Danimarca (p. 9), Italia (p. 10), Francia (p. 12), Paesi Bassi (p. 15), Svizzera (p. 16), Belgio (p. 17), Svezia (p. 18), Austria (p. 19), Germania (p. 20), Regno Unito (p. 21); situazione migliorata negli Stati Uniti (p. 23); sviluppi nell'Europa orientale (p. 25); situazione dei pagamenti internazionali (p. 27); il mutevole squilibrio nei pagamenti (p. 27), manovra dei mercati dei cambi e delle riserve (p. 32).</i>	
Parte II - Rassegna monetaria ed economica	36
I. Sviluppi e politiche del credito	36
<i>Sviluppi comparativi del credito e dei mercati dei capitali (p. 37): nuova fisionomia del risparmio e degli investimenti (p. 37), credito bancario e formazione delle attività liquide (p. 39), problemi dei mercati dei capitali e politiche relative (p. 46); politiche creditizie nei seguenti paesi: Stati Uniti (p. 51), Regno Unito (p. 53), Francia (p. 56), Italia (p. 59), Paesi Bassi (p. 60), Belgio (p. 62), Germania (p. 63), Svizzera (p. 64), Austria (p. 65), Svezia (p. 66), Danimarca (p. 67), Norvegia (p. 68), Finlandia (p. 69), Spagna (p. 70), Canada (p. 71), Giappone (p. 72).</i>	
II. Prezzi interni e prezzi a mercato internazionale	74
<i>Prezzi interni e salari (p. 74): prezzi al consumo (p. 74), prezzi all'ingrosso e costi delle costruzioni (p. 76), salari (p. 79); produzione e prezzi delle materie prime (p. 80): stagno (p. 85), zinco (p. 85), rame (p. 85), gomma (p. 86), lana (p. 86), zucchero (p. 86), grano (p. 87), cacao (p. 87), produzione mondiale di prodotti base (p. 88).</i>	
III. Scambi e pagamenti internazionali	89
<i>L'espansione del commercio mondiale (p. 89); bilance dei pagamenti (p. 91): paesi europei dell'OCSE (p. 91), Francia (p. 93), Italia (p. 95), Germania (p. 97), Paesi Bassi (p. 99), Belgio (p. 101), Regno Unito (p. 101), paesi scandinavi (p. 104), Svizzera (p. 105), Stati Uniti (p. 106), Canada (p. 110), Giappone (p. 111); politica commerciale (p. 112).</i>	

IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio	114
Produzione aurifera e mercati dell'oro (p. 115); riserve auree e averi in valute (p. 119): <i>riserve auree</i> (p. 120), <i>averi in valute</i> (p. 121); posizione di liquidità internazionale degli Stati Uniti (p. 122); riserve monetarie dei paesi dell'Europa occidentale (p. 127): <i>Francia</i> (p. 129), <i>Germania</i> (p. 129), <i>Svizzera</i> (p. 130), <i>Paesi Bassi</i> (p. 131), <i>Belgio</i> (p. 131), <i>Danimarca</i> (p. 132), <i>Austria</i> (p. 132), <i>Spagna</i> (p. 132), <i>Italia</i> (p. 132), <i>Regno Unito</i> (p. 134), <i>Svezia</i> (p. 134); Fondo monetario internazionale (p. 134); tassi di cambio (p. 137): <i>mercati a pronti</i> (p. 137), <i>mercati a termine</i> (p. 139), <i>altri sviluppi valutari</i> (p. 140).	
V. Il mercato delle eurodivise	143
Il problema come definire le eurodivise (p. 143); volume attuale del mercato (p. 145); evoluzione del mercato dalla fine degli anni cinquanta (p. 146); fonti e impieghi delle eurodivise (p. 147): <i>fonti di eurodollari</i> (p. 148), <i>fonti di altre eurodivise</i> (p. 150), <i>impieghi delle eurodivise</i> (p. 151); saggi d'interesse dell'eurodollaro (p. 152); saggi d'interesse di altre eurodivise (p. 154); regolamenti valutari, controlli bancari e mercato delle eurodivise (p. 155); mercato dell'eurodollaro e bilancia dei pagamenti americana (p. 157).	
VI. L'Accordo monetario europeo	159
Proroga dell'Accordo (p. 159); operazioni in base all'Accordo (p. 160): <i>Fondo europeo</i> (p. 160), <i>Sistema multilaterale di regolamenti</i> (p. 162); amministrazione del Fondo europeo e del Sistema multilaterale di regolamenti (p. 164).	
Parte III - Operazioni della Banca	166
Operazioni del Dipartimento bancario (p. 166): <i>composizione delle risorse</i> (p. 167), <i>utilizzo delle risorse</i> (p. 170); funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali (p. 174); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della CECA (p. 176); la Banca come Agente dell'OCSE (Accordo monetario europeo) (p. 177); risultati finanziari (p. 178); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione (p. 179).	
Conclusione	180

* * *

Bilancio al 31 marzo 1964 e Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1964.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

Pagina

Parte I - Tendenze e politiche economiche correnti nel 1963-64

Europa occidentale: Produzione industriale	4
Prodotto nazionale lordo e suoi componenti.	6
Importazioni e salari nell'industria*	12
Paesi a economia pianificata: Reddito nazionale, produzione industriale e produttività	25
Europa continentale: Saldo delle partite correnti e variazioni nelle riserve* .	30
Bilancia dei pagamenti mondiale	31

Parte II - Rassegna monetaria ed economica

I. Sviluppi e politiche del credito

Risparmio nazionale e investimenti (al lordo)	38
Espansione delle attività bancarie	40
Averi ufficiali in attività estere e mezzi di pagamento	41
Saggi di espansione delle passività monetarie e quasi monetarie*	43
Mezzi di pagamento, quasi moneta e prodotto nazionale lordo	45
Mercato dei capitali: Emissioni nette.	47
Saggi ufficiali di sconto.	53
Saggi d'interesse*	57

II. Prezzi interni e prezzi a mercato internazionale

Prezzi al consumo	75
Prezzi al consumo*	76
Prezzi all'ingrosso	77
Prezzi all'ingrosso*	77
Costi delle costruzioni	78
Salari nell'industria.	79
Guadagni orari nell'industria*	80
Prezzi a mercato internazionale delle merci*	83
Prezzi di importanti materie prime	84
Produzione mondiale di prodotti base	88

III. Scambi e pagamenti internazionali

Commercio internazionale, ripartito per aree	89
Paesi in fase di sviluppo: Volume e valore unitario del commercio estero*	90
Paesi europei dell'OCSE: Bilance dei pagamenti	92
Francia:	
Commercio estero	93
Bilancia dei pagamenti	95
Italia: Bilancia dei pagamenti	96
Germania: Bilancia dei pagamenti	98
Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti	100
Regno Unito: Bilancia dei pagamenti	102
Stati Uniti:	
Bilancia dei pagamenti	106
Movimenti di capitali privati	108
Canada: Bilancia dei pagamenti	110
Giappone: Bilancia dei pagamenti	111

IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio

Produzione mondiale di oro	116
Fonti e uso dell'oro (stime)	117
Prezzo dell'oro sul mercato di Londra*	118
Liquidità internazionale	119
Finanziamento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti	123
Stati Uniti: Impegni di riporto conclusi dal Sistema della Riserva federale	124
Paesi europei: Variazioni nelle riserve	128
Italia: Movimenti monetari	133
Fondo monetario internazionale:	
Prelievi lordi, 1947-63*	135
Averi nelle principali valute estere*	135
Cambi a pronti del dollaro S.U. in Europa*	138

V. Il mercato delle eurodivise

Attività e passività lorde a breve in alcune valute estere delle banche commerciali	144
Attività e passività nette a breve in valute estere delle banche commerciali	146
Banche "overseas" ed estere e case di accettazione nel Regno Unito:	
Depositi di, e anticipazioni a, non residenti*	147
Saggi d'interesse S.U. e saggio dell'eurodollaro a tre mesi a Londra*	153
Saggi d'interesse di titoli nel Regno Unito e saggio dell'eurosterlina a Parigi*	155

VI. L'Accordo monetario europeo

Fondo europeo:	
Crediti concessi	160
Utilizzo dei crediti concessi	161
Pagamenti effettuati in base al Sistema multilaterale di regolamenti	163
Situazione dei conti del Fondo europeo	164

Parte III - Operazioni della Banca

Totali annuali del bilancio	166
Conti d'ordine	167
Passivo*	167
Composizione delle risorse.	168
Origine dei depositi	168
Natura e termine dei depositi	169
Cassa e investimenti	170
Posizione in oro	170
Attivo*	171
Depositi vincolati e anticipazioni e altri effetti e titoli	173
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes)	175
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young).	175
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	176
Prestiti garantiti dell'Alta Autorità della CECA	177

TRENTAQUATTRESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, l' 8 giugno 1964.

Signori,

ho l'onore di presentare la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il trentaquattresimo esercizio finanziario, iniziato il 1° aprile 1963 e terminato il 31 marzo 1964. I risultati delle operazioni dell'esercizio sono esposti in dettaglio nella Parte III, dove trovasi altresì un'analisi del bilancio al 31 marzo 1964.

I conti del trentaquattresimo esercizio si sono chiusi con un avanzo di 27.417.055 franchi oro contro 21.210.271 franchi oro dell'esercizio finanziario precedente. Dopo aver proceduto all'ammortamento del costo di un immobile acquistato durante l'esercizio e dedotto 2.000.000 di franchi oro trasferiti all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, nonché aver assegnato 7.500.000 franchi oro all'accantonamento per contingenza, i profitti netti ammontano a 17.517.055 franchi oro contro 13.710.271 franchi oro dell'anno finanziario precedente.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che su questa somma l'Assemblea generale decida di ripartire, come per lo scorso esercizio, un dividendo di 37,50 franchi oro per azione. Il Consiglio di amministrazione raccomanda pure che, come misura straordinaria, si utilizzi un ammontare globale per ridurre il dividendo cumulativo non dichiarato. Tale importo, che è stato fissato in 8.500.000 franchi oro, rappresenta una ripartizione straordinaria di 42,50 franchi oro per azione. Quest'anno, la ripartizione complessiva ammonterà, pertanto, a 80 franchi oro, pagabile in franchi svizzeri nella misura di 114,30 franchi svizzeri per azione.

La Parte I della presente Relazione esamina le tendenze e le politiche economiche che, nel 1963 e nei primi mesi del 1964, si sono manifestate

in Europa e negli Stati Uniti. Nella Parte II, viene compiuta una rassegna degli sviluppi verificatisi nei seguenti settori: credito, prezzi, pagamenti internazionali e riserve, mercati dei cambi e delle eurodivise; è anche illustrato il funzionamento dell'Accordo monetario europeo. La Parte III, oltre a una rassegna delle operazioni, contiene un resoconto delle funzioni svolte dalla Banca per conto dell'Alta Autorità della Comunità europea del carbone e dell'acciaio, nonché quale Fiduciario e Agente fiscale per il servizio di prestiti internazionali.

La Banca ha continuato a cooperare con altre istituzioni internazionali.

PARTE I

TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE CORRENTI NEL 1963-64.

L'evoluzione verificatasi negli ultimi dodici mesi ha contribuito a risolvere in modo favorevole alcune delle incertezze che un anno fa gravavano ancora fortemente sulla situazione economica.

Negli Stati Uniti, l'espansione dell'attività economica è stata vigorosa, senza presentare i sintomi di distorsioni o tensioni propri di un "boom" instabile. E poiché lo stimolo impresso alla domanda dalle riduzioni fiscali ha appena incominciato a farsi sentire, le prospettive per un'espansione sostenuta sono favorevoli. Si è registrato peraltro anche un sensibile miglioramento nella bilancia dei pagamenti. La posizione di quasi equilibrio nei conti con l'estero, conseguita nel primo trimestre del 1964, pur rispecchiando, in parte, fattori temporanei, lascia sperare che in un periodo di tempo ragionevole sarà possibile ristabilire una salda posizione verso l'estero.

Anche nel Regno Unito la domanda e la produzione hanno progredito fortemente sotto la spinta delle misure adottate lo scorso anno. E sebbene, recentemente, siano state prese misure affinché il ritmo dell'espansione proceda di pari passo con la disponibilità delle risorse, le previsioni indicano che la produzione continuerà ad aumentare. Pur presentandosi la bilancia dei pagamenti meno favorevole di un anno fa, la situazione potrà mantenersi buona se l'espansione dei redditi verrà contenuta entro i limiti fissati dalla politica dei redditi.

Un altro aspetto favorevole della situazione è costituito dal miglioramento nella posizione dei paesi meno industrializzati, che è stato provocato dall'aumento nella domanda di materie prime e da un rialzo dei loro prezzi. Sebbene i problemi concernenti lo sviluppo economico presentino innumerevoli difficoltà e le necessità di capitali esteri e assistenza tecnica, da parte di questi paesi, rimangono immense, l'incremento degli introiti percepiti dalle esportazioni dovrebbe contribuire in misura sensibile ad un progresso stabile.

Dopo i sintomi già manifestatisi un anno fa, negli ultimi dodici mesi l'epicentro delle difficoltà nel panorama economico si è spostato verso i paesi continentali dell'Europa occidentale. Ciò non è avvenuto perché la domanda e l'espansione economica abbiano perso di slancio, ma perché la domanda eccessiva ha prodotto inevitabili conseguenze inflazionistiche. In alcuni paesi, la situazione è stata aggravata da miglioramenti salariali contrattuali oltremodo cospicui, ma essa rispecchia, in più ampia misura, una generale pressione che la domanda ha esercitato sulle risorse disponibili. La conseguenza è stata: prezzi crescenti nella maggior parte dei paesi ed un considerevole

saldo passivo nella bilancia dei pagamenti di uno di essi. Date le circostanze, la politica economica e quella finanziaria sono state decisamente orientate in senso restrittivo. Sebbene siano stati conseguiti alcuni risultati favorevoli, la situazione non è ancora completamente sotto controllo. E', tuttavia, un sintomo promettente che, nell'aprile 1964, il Consiglio dei Ministri della Comunità economica europea si sia accordato per una politica antinflazionistica coordinata.

Sviluppi nell'Europa occidentale.

Produzione e domanda. Mentre lo scorso anno, nella maggior parte dei paesi dell'Europa occidentale, il saggio di espansione economica è stato abbastanza uniforme, la situazione ciclica nei paesi dell'Europa continentale è stata assai diversa da quella nel Regno Unito. Per il Regno Unito si è trattato del primo anno di un nuovo movimento di espansione. Quando l'aumento della domanda globale ha assunto un ritmo più rapido, esso ha potuto venire soddisfatto, in linea generale, con una più ampia produzione. Nella primavera del 1964, il margine per l'espansione si era, evidentemente, ridotto rispetto a quello dell'anno precedente, ma la situazione non presenta tuttora importanti distorsioni.

Produzione industriale.¹

Paesi	1962				1963				1964
	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
<i>Variazioni trimestrali, depurate da fattori stagionali, in percento</i>									
Austria	+ 1,6	- 1,6	+ 2,1	0,0	+ 1,6	+ 1,5	+ 1,5	+ 3,0	+ 3,4 ²
Belgio	+ 0,1	+ 2,0	+ 1,8	- 0,3	- 0,8	+ 7,3	- 0,5	+ 2,4	+ 1,1
Franca	+ 2,1	+ 1,2	+ 1,4	+ 1,0	- 3,6	+ 7,6	- 0,6	+ 4,5	+ 1,6
Germania	+ 0,4	+ 3,0	+ 1,1	+ 0,4	- 0,7	+ 3,2	+ 0,7	+ 1,7	+ 4,8
Italia	+ 2,0	0,0	+ 0,1	+ 4,5	+ 1,2	+ 4,7	- 1,5	+ 4,7	- 0,6
Norvegia	- 1,2	+ 2,4	0,0	+ 2,4	+ 0,6	+ 1,7	+ 2,3	+ 2,2	- 0,5
Paesi Bassi	0,0	- 2,3	+ 1,6	+ 5,3	- 2,2	+ 1,5	0,0	+ 7,3	+ 1,0
Regno Unito	+ 0,9	+ 0,9	+ 0,9	- 1,7	- 0,9	+ 4,4	+ 1,7	+ 3,3	+ 2,4
Svezia	+ 0,7	+ 2,1	+ 1,0	- 1,3	- 1,4	+ 4,5	- 0,7	+ 2,0	+ 2,3

¹ Esclusa l'edilizia. ² Gennaio-febbraio.

Per l'Europa continentale, d'altra parte, è stato il quinto anno di un'espansione che aveva preso l'avvio all'inizio del 1959. Lo scorso anno, in questo stesso periodo, il margine di mano d'opera e capacità produttiva disponibile era già trascurabile e la situazione generale presentava un quadro in cui la domanda superava l'offerta. Questo squilibrio si è accentuato lo scorso anno, sicchè in molti paesi sono state necessarie misure per correggerlo.

Sotto vari aspetti, nello scorso anno, lo sviluppo della produzione e la fisionomia della domanda sono stati analoghi a quelli del 1962. Il prodotto nazionale lordo globale è cresciuto meno che nel 1962 (3,9% contro 4,9%), rispecchiando il più pieno utilizzo delle risorse e il rigido inverno del 1962-63. I paesi che hanno registrato un saggio d'espansione superiore a

quello del 1962 sono soltanto quattro: Austria, Paesi Bassi, Finlandia e Norvegia; in Svezia e Belgio è stato pressochè uguale, mentre, negli altri paesi, è diminuito. Così, dopo il vertice del 7,5% raggiunto nel 1960, sul Continente il saggio d'espansione è andato continuamente declinando. La tendenza si è, tuttavia, invertita, in modesta misura, verso la fine del 1963 e all'inizio del 1964, quando la produzione ha incominciato ad accelerare il suo ritmo in numerosi paesi.

Per quanto riguarda l'incremento della domanda globale, i consumi privati hanno continuato a costituire di gran lunga il fattore dominante. Ne è stato non solo stimolato l'aumento della produzione di beni di consumo, ma gli scambi inter-europei di tali beni hanno compiuto un balzo in avanti, mentre le importazioni dal resto del mondo si sono ridotte. L'aumento è stato particolarmente sensibile, nella produzione dei beni durevoli, come indica l'incremento del 15% nell'industria automobilistica, ma anche l'industria tessile ha registrato un'espansione del 5%. Per la prima volta, dopo parecchi anni, le esportazioni verso paesi non appartenenti all'Europa continentale hanno registrato un incremento piuttosto notevole. Inoltre, gli investimenti del settore pubblico sono aumentati più dell'anno precedente, ma la spesa per i consumi pubblici ha generalmente costituito un fattore meno attivo. La domanda nel settore dell'edilizia è stata vigorosa nella maggior parte dei paesi, ma l'attività è cresciuta di poco, a causa della limitazione dell'offerta. Le spese per impianti e attrezzature hanno, in genere, rappresentato un elemento della domanda meno dinamico, ma, nei mesi più recenti, questa è stata in tale settore più vivace e ha portato una intensificazione dell'attività nelle acciaierie e nell'industria meccanica.

Perciò, sul Continente sono prevalse condizioni di espansione sostenute, soprattutto, dalla domanda per consumi.

Pressioni inflazionistiche. Nello scorso anno, l'economia europea si è trovata sottoposta a tensioni così forti, che l'inflazione è diventata il problema chiave. Il fenomeno si è manifestato nell'aumento dei prezzi, all'ingrosso e al minuto, nei cospicui incrementi salariali e nell'imponente espansione delle importazioni. Ad ogni modo, nel 1963-64, la pressione si è intensificata ma, al tempo stesso, alcuni paesi ne sono stati colpiti in misura più ampia che nell'anno precedente.

In pochi paesi la situazione è stata relativamente soddisfacente nel 1963. Fra questi si possono menzionare Regno Unito, Germania, Danimarca, Svezia e Norvegia; per quanto riguarda la Germania e la Danimarca, le tensioni si sono notevolmente attenuate rispetto all'anno precedente. Ma, più recentemente, si è constatato che sono andate costituendosi forze che, nel corrente anno, potrebbero rendere più arduo il mantenimento di una ragionevole stabilità monetaria. L'espansione della domanda globale si è intensificata sensibilmente verso la fine del 1963 e, in Germania e nel Regno Unito, in contrasto con gli sviluppi verificatisi in altri paesi, è stato registrato un forte miglioramento nei profitti industriali e nelle previsioni circa gli investimenti nel settore industriale. In Germania, questa evoluzione è stata accompagnata

**Variazioni nel prodotto nazionale lordo e nei suoi componenti
a prezzi costanti.**

Paesi	Anni	Fonti di domanda					Risorse		
		Consumi		Investimenti fissi lordi interni			Esportazioni di beni e servizi	Importazioni di beni e servizi	Prodotto nazionale lordo
		Privati	Pubblici	Totale	di cui in				
			Impianti e attrezzature	abitazioni	percentuali				
Austria	1961	4,9	1,1	6,3	6,3	6,6	7,5	4,2	4,8
	1962	5,2	2,2	- 2,0	- 2,8	1,9	7,4	9,3	1,5
	1963	5,1	5,2	1,5	1,0	3,6	8,8	4,0	4,4
Belgio	1961	3,1	1,1	3,1	2,2	4,9	7,6	6,6	3,2
	1962	4,0	6,1	1,5	3,7	- 3,2	9,2	8,2	3,9
	1963	4,0	5,5	3,1	5,6	- 3,0	9,0	9,5	4,0
Danimarca ¹	1961	6,9	7,1	11,4	10,2	18,3	4,1	4,5	5,4
	1962	6,6	7,1	7,8	8,1	5,8	5,5	13,1	4,9
	1963	0,1	5,6	- 2,5	- 2,4	- 2,9	11,1	0,0	1,8
Finlandia ¹	1961	7,3	8,1	9,9	8,0	17,0	6,0	8,2	7,6
	1962	3,8	6,9	- 0,4	- 4,3	13,2	7,0	5,9	3,1
	1963	2,9	7,1	1,0	- 2,4	12,1	0,6	- 2,6	3,8
Francia	1961	5,9	3,4	10,5	11,8	6,7	5,4	7,2	4,5
	1962	7,0	4,3	7,5	8,3	4,9	2,5	9,2	6,6
	1963	6,3	1,9	5,9	5,2	8,1	7,4	12,0	4,3
Germania	1961	6,9	8,2	9,4	10,7	4,6	3,3	7,7	5,4
	1962	5,8	11,9	5,5	6,4	2,2	4,2	11,4	4,2
	1963	2,7	6,3	1,8	2,0	1,4	9,8	8,3	3,2
Italia	1961	7,7	4,3	12,4	13,5	9,0	17,2	15,4	8,6
	1962	7,7	4,9	9,1	7,2	15,4	10,7	14,9	6,7
	1963	9,2	5,2	5,5	4,5	8,4	6,8	19,7	4,8
Norvegia ¹	1961	5,7	4,2	11,5	12,1	7,8	7,2	9,6	5,7
	1962	3,8	5,4	6,5	7,0	3,1	5,4	7,0	2,9
	1963	4,4	6,0	7,1	7,9	2,0	11,3	9,7	4,9
Paesi Bassi	1961	4,7	3,8	6,1	7,6	- 1,1	4,4	7,1	3,1
	1962	4,2	6,3	4,2	6,2	- 5,5	6,6	6,6	2,7
	1963	6,0	3,0	4,4	4,1	6,0	7,0	9,0	4,3
Svezia ¹	1961	5,0	3,6	6,9	6,3	8,9	4,5 ²	0,6 ³	5,6
	1962	3,7	8,0	4,5	3,6	7,4	6,4 ²	6,2 ³	3,6
	1963	4,2	5,3	5,3	5,2	5,8	6,9 ²	7,1 ³	3,7
Svizzera	1961	9,6	4,0	24,0	29,2	12,0	7,2	20,6	9,1
	1962	6,5	12,2	12,4	17,6	- 1,5	5,7	9,7	6,1
	1963	5,4	9,6	2,6	3,0	1,2	4,3	5,6	4,2
Totale	1961	6,6	5,4	10,2	11,2	6,8	6,2	8,5	5,6
	1962	6,0	7,8	6,3	6,7	4,9	5,9	10,0	4,9
	1963	5,0	5,2	3,6	3,4	4,6	8,2	9,5	3,9
Regno Unito	1961	2,1	4,0	8,7	9,3	6,0	1,7	- 1,0	3,0
	1962	1,7	2,7	- 1,1	- 1,9	2,6	2,6	1,8	0,8
	1963	3,8	3,1	1,3	1,2	1,9	4,6	3,7	3,6
Stati Uniti	1961	1,8	5,0	- 0,4 ⁴	- 0,8	0,5	2,4	0,4	1,8
	1962	4,6	8,3	6,6 ⁴	5,8	9,0	5,9	8,2	6,1
	1963	3,6	3,9	4,6 ⁴	4,5	4,9	6,7	4,0	3,8

¹ Nel caso di Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia, i dati ufficiali relativi agli investimenti interni comprendono le spese di manutenzione, che è stato possibile escludere dai dati sopra riportati. ² Esportazioni di beni e proventi netti percepiti per servizi. ³ Soltanto importazioni di beni. ⁴ Investimenti privati ed edilizia civile del settore pubblico.

da un cospicuo incremento nel saldo attivo verso l'estero, mentre, nel Regno Unito, la bilancia dei pagamenti ha presentato la tendenza a deteriorarsi.

Per quanto riguarda i punti focali dell'inflazione europea, nel 1963, l'Italia ha costituito il caso più grave, sebbene la pressione sia stata molto forte anche in Francia, soprattutto fino alla fine dell'estate quando furono adottate misure per combatterla. Questi paesi hanno subito i maggiori incrementi nei costi e nei prezzi, nonché un deterioramento assai sensibile nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. La pressione inflazionistica è persistita in Svizzera, dove l'aumento dei prezzi ha manifestato la tendenza ad accelerarsi e il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti ad aggravarsi ulteriormente. Nei Paesi Bassi, le tensioni sembrano essere state contenute per la maggior parte del 1963, ma, verso la fine dell'anno, si è scatenata una forte corrente inflazionistica sotto forma di notevoli miglioramenti salariali concordati. Durante l'anno, anche in diversi altri paesi, per esempio in Austria e Belgio, le tendenze inflazionistiche hanno assunto maggiore rilievo.

Sebbene, lo scorso anno, le pressioni non abbiano avuto la stessa intensità nei singoli paesi, in generale la minaccia di inflazione è stata certamente maggiore che nel 1962. L'aumento senza interruzione dei prezzi e gli eccessivi miglioramenti salariali concessi per altri dodici mesi hanno creato di per sé una psicosi inflazionistica, che ha manifestato la tendenza ad accelerare il movimento. Oltre a ciò, l'incremento nei prezzi dell'anno precedente si era fatto sentire soprattutto nel settore dei generi alimentari, a causa, in ampia misura, delle condizioni meteorologiche eccezionalmente sfavorevoli; ma in seguito alle accresciute importazioni di prodotti agricoli e alle migliori condizioni atmosferiche, registrate lo scorso anno, questa giustificazione non è più valida. Inoltre, negli ultimi diciotto mesi, si è assistito ad un progressivo aumento dei prezzi a mercato internazionale per numerose merci, che ha incominciato a esercitare la sua influenza sulle importazioni europee di materie prime e generi di origine tropicale.

Quale è stata, allora, la causa fondamentale delle continue pressioni inflazionistiche? In un periodo di piena occupazione e di redditi in fase di rapida espansione, si tratta spesso di una combinazione di domanda eccessiva e di cospicui miglioramenti salariali concordati, che rende assai difficile un giudizio. Nel caso in esame si potrebbe essere tentati di porre l'accento sulla spinta impressa dai salari, in considerazione del fatto che, dopo il 1961, il "boom" degli investimenti aziendali è andato decisamente attenuandosi. Esistono, tuttavia, diversi sintomi che fanno ritenere che la spiegazione fondamentale vada ricercata nella domanda eccessiva, sostenuta da una troppo ampia espansione creditizia e dal saldo attivo della bilancia dei pagamenti. Anzitutto, l'edilizia ha continuato a essere sottoposta, quasi ovunque, alla pressione di un'intensa domanda e a rappresentare un centro di impulsi inflazionistici attraverso la gara agli aumenti nei salari e prezzi. In linea più generale, sul mercato del lavoro ha regnato una situazione di estrema scarsità, essendosi la disoccupazione ridotta persino in paesi in cui il suo livello era già bassissimo. In simili condizioni, è logico che gli incrementi

salariali tendano a essere eccessivi, sebbene il forte potere contrattuale delle forze di lavoro organizzate abbia contribuito, per la sua parte, all'entità dei miglioramenti.

Se si esaminano i paesi separatamente, sembra giusto dire che la continua o intensificata pressione esercitata dalla domanda ha costituito il fattore inflazionistico fondamentale in Francia, Svizzera, Paesi Bassi e Svezia. In Italia, l'accento sembra invece cadere sulla spinta indotta dai salari, non soltanto perchè, nel 1962, la domanda per investimenti si è sensibilmente attenuata, ma anche perchè il brusco aumento del saggio d'incremento dei salari, registrato all'inizio del 1963, non può essere plausibilmente attribuito ad un improvviso mutamento della situazione sul mercato del lavoro italiano. I notevoli incrementi salariali erano, naturalmente, destinati ad avere, di per sé, un forte effetto sulla domanda. In aggiunta, però, si può dire che, tanto in Italia quanto nei Paesi Bassi, l'esistenza di un livello salariale sensibilmente inferiore a quello degli altri paesi associati nel Mercato comune può aiutare a spiegare l'entità dei miglioramenti salariali concessi in un periodo in cui si è lamentata una generale scarsità di mano d'opera e i lavoratori hanno goduto di una libertà di movimento senza precedenti.

Un fattore che ha contribuito allo sviluppo di pressioni inflazionistiche nei paesi dell'Europa continentale è stato il cospicuo saldo attivo, registrato nelle loro bilance dei pagamenti a partire dal 1958, che, fino a recentemente, ha trovato la sua contropartita nel saldo passivo della bilancia degli Stati Uniti. Ma, siccome spesso si è avuta inflazione non causata da un saldo attivo della bilancia dei pagamenti o un saldo attivo che non ha provocato inflazione, un rapporto causale fra i due fenomeni non è inevitabile.

Una connessione diretta può scaturire da un avanzo nelle partite correnti, quando le esportazioni superano le importazioni, poichè ciò significa un incremento della domanda globale (lo stesso dicasi per gli investimenti esteri diretti). Se l'avanzo viene accumulato in un periodo di piena occupazione dell'economia, esso concorre direttamente a determinare pressioni inflazionistiche. Questa situazione può verificarsi persino nel caso in cui le importazioni aumentino in misura corrispondente, quando, cioè, l'incremento delle importazioni viene provocato dalla pressione alla quale le risorse produttive sono sottoposte in conseguenza della domanda per esportazioni.

Per l'Europa continentale nel suo complesso, il considerevole aumento delle esportazioni verso altre aree, verificatosi nel 1959-60, rappresentò un importante fattore per la ripresa dell'espansione. In quel periodo, vi erano, tuttavia, risorse produttive disponibili per assorbire la crescente domanda, senza provocare pressioni inflazionistiche. Poichè le esportazioni dell'Europa verso altre aree hanno cessato di crescere dopo il 1960, l'inflazione, creatasi nel 1962-63, non può essere attribuita all'influenza diretta esercitata dall'avanzo globale delle partite correnti. Difatti, il sostanziale deterioramento delle partite correnti negli ultimi due anni, dovuto all'espansione delle importazioni, ha costituito un fattore che ha assorbito la domanda eccessiva e contenuto l'aumento dei prezzi. E' all'interno dell'Europa che, in questo

periodo, l'inflazione si è trasmessa da un paese all'altro attraverso gli effetti che la domanda eccessiva, esistente in alcune nazioni, ha prodotto sulle risorse di altre.

L'altro modo nel quale il saldo attivo della bilancia dei pagamenti può influire, in senso espansionistico, sull'economia nazionale è, soprattutto, di natura indiretta, in quanto deriva dall'effetto di tale saldo, che consiste nell'accrescere la liquidità monetaria interna e nel ridurre i saggi d'interesse. Orbene, tali fattori esercitano la loro influenza sull'economia europea senza interruzione dal 1959, in ciò rafforzati da afflussi di capitali, costituiti soprattutto da investimenti in titoli e trasferimenti di fondi liquidi. Ma la misura in cui una simile espansione nella liquidità può portare, effettivamente, ad una pressione della domanda e a tensioni inflazionistiche, dipende dall'entità della domanda potenziale in cerca di finanziamento e dalla misura in cui le autorità riescono a contenere l'espansione del credito bancario e a compensare l'afflusso di fondi al mercato dei capitali. In Europa, le condizioni della domanda erano mature perchè questa influenza svolgesse i suoi effetti e, in alcuni casi, le autorità non disponevano di adeguati strumenti per combatterla, come, invece, avrebbero desiderato. In linea generale, tuttavia, l'espansione creditizia, in Europa, ha notevolmente superato la misura che può essere attribuita alle conseguenze inevitabili del saldo attivo della bilancia dei pagamenti. Occorre, inoltre, aggiungere che, in alcuni paesi, le importazioni di capitali facevano parte della politica economica ufficiale, mentre, in altri, esisteva una maggiore libertà di movimento per potere compensare gli afflussi di capitali con esportazioni di fondi ancora più cospicue.

Quindi è soprattutto con la sua influenza sulle condizioni del mercato monetario e dei capitali più che con l'aumento sensibile della domanda globale, che il continuo saldo attivo dell'Europa verso l'estero ha contribuito alle pressioni inflazionistiche. Il saldo attivo ha ostacolato l'adozione di restrizioni monetarie e ha stimolato il perseguimento di politiche di espansione; data la crescente scarsità sul mercato del lavoro una intensificazione delle tensioni inflazionistiche era pressochè inevitabile. Fino ad un certo punto, la politica espansionistica ha, ovviamente, contribuito a ridurre gli squilibri esistenti nei pagamenti internazionali; il pericolo si presenta quando si oltrepassa il segno.

Danimarca. Come nel "boom" del 1953-57, anche nell'attuale periodo di espansione la Danimarca è stata il primo paese a sperimentare forti pressioni inflazionistiche e a essere costretta ad adottare rigorose misure restrittive. E, ancora una volta, il problema è sorto, soprattutto, a causa degli eccessivi aumenti dei redditi, quando l'economia aveva conseguito il pieno utilizzo delle risorse e l'espansione della produzione andava rallentando per le limitazioni dal lato dell'offerta. All'inizio del 1960, la disoccupazione era già minima, mentre sintomi di tensione si erano già manifestati anteriormente, sebbene i prezzi fossero rimasti relativamente stabili. Poi, nel 1961, la situazione si aggravò. Dopo massicci scioperi, venne negoziato un nuovo accordo

salariale per la durata di due anni, che prevedeva un aumento immediato dell'8% nei salari dell'industria; a questa maggiorazione si aggiunsero successivamente gli aumenti concessi di fatto e i miglioramenti automatici basati sul costo della vita. Gli stipendi dei dipendenti statali subirono un incremento del 13-14% (dopo essere rimasti invariati per tre anni) e i redditi agricoli furono adeguati per tenere il passo con le altre categorie di reddito. Nei due anni 1961 e 1962, i salari aumentarono di circa il 25%. Gli incrementi furono seguiti da una nuova ondata di rialzi nei prezzi e da un deterioramento nella bilancia dei pagamenti.

Gli sforzi compiuti per contenere le pressioni con misure di politica monetaria, portando l'incremento del saggio di sconto dal 4,5% nel 1959 al 6,5% nella primavera del 1961, furono privi di efficacia a causa del crescente disavanzo del bilancio pubblico. Alla metà del 1962, si era determinata una situazione inflazionistica. Il problema fu affrontato con una serie di misure restrittive emanate, nei settori fiscali e dei redditi, in agosto 1962 e marzo 1963.

Le principali misure, introdotte nell'estate del 1962, furono un'imposta generale sugli acquisti del 9% (eccettuati generi alimentari, combustibili e servizi), una riduzione nelle nuove costruzioni di carattere pubblico e privato, l'imposizione di un limite alla spesa pubblica e l'esclusione delle imposte dirette e indirette dal calcolo degli adeguamenti salariali effettuati in base ad una scala mobile.

Nonostante l'influsso stabilizzatore esercitato da queste misure, il processo inflazionistico aveva ormai acquistato un tale ritmo, che presto si resero necessari ulteriori interventi. Perciò, nel marzo 1963, sono state emanate norme legislative intese a limitare la media dei miglioramenti salariali all'1,25% per l'anno prossimo e al 2,5% per l'anno successivo, a vietare un aumento nei dividendi, a mantenere al livello del 1962-63 i sussidi all'agricoltura, a bloccare la spirale prezzi-profitti e a imporre un sistema di risparmio obbligatorio per compensare gli effetti di una riduzione nelle imposte dirette decisa precedentemente.

Queste misure sono state efficaci e hanno ristabilito un migliore equilibrio. L'aumento dei prezzi è rallentato nel secondo trimestre del 1963 e, nonostante l'abolizione del blocco, avvenuta in ottobre, essi sono rimasti da allora quasi stabili. Nel 1963, le importazioni hanno raggiunto lo stesso livello del 1962, mentre le crescenti esportazioni hanno contribuito a eliminare il disavanzo delle partite correnti. Per ottenere questi risultati è stato necessario rallentare notevolmente gli investimenti lordi, ma degno di nota è che è stata mantenuta la piena occupazione e che, nel 1963, la produzione totale ha superato di quasi il 2% il livello del 1962.

L'affievolimento delle pressioni inflazionistiche ha consentito di ridurre il saggio di sconto al 6% nell'agosto e al 5,5% nel novembre 1963. Più recentemente sono stati avvertiti sintomi di accelerazione nell'aumento della domanda. Nel gennaio 1964, la Banca nazionale ha messo gli istituti bancari in guardia contro l'espansione eccessiva del credito, mentre, in febbraio, il

governo ha aumentato le imposte su sigarette, birra e benzina e ha deciso di differire al 1° settembre di quest'anno l'inizio di tutte le nuove costruzioni di carattere pubblico.

Italia. All'inizio del 1962, l'espansione dell'economia italiana aveva incominciato alquanto a rallentare e, data la posizione favorevole della bilancia dei pagamenti e delle riserve esterne, le autorità ritennero opportuno orientarsi verso una politica fiscale e monetaria più espansionistica. Durante il 1963, la produzione ha invero continuato a crescere con un saggio d'incremento di circa il 9%, calcolato su base annua, ma, contemporaneamente, tensioni inflazionistiche di insolita ampiezza hanno costretto le autorità a fare ricorso a misure restrittive, con sempre maggiore frequenza.

Il fatto che soprattutto ha sconvolto le previsioni ufficiali circa il probabile andamento dell'economia è l'"esplosione" dei salari avvenuta verso la fine del 1962. Questo fenomeno fu dovuto, in parte, all'impressione generale che il momento fosse maturo per un aumento straordinario e "una tantum" dei redditi dei lavoratori, tenuti presenti la rapida espansione della produzione e l'incremento alquanto più lento con cui erano cresciuti i salari durante il triennio precedente. In parte, ha agito da stimolo anche il regolare assorbimento delle riserve di mano d'opera, essendosi, nel 1963, la disoccupazione ridotta a circa il 2% delle forze lavorative. Comunque sia, da almeno diciotto mesi i salari dell'industria, dell'agricoltura e del settore dei servizi pubblici stanno crescendo con un ritmo del 15% o più all'anno (ossia, tre volte più rapidamente della produttività).

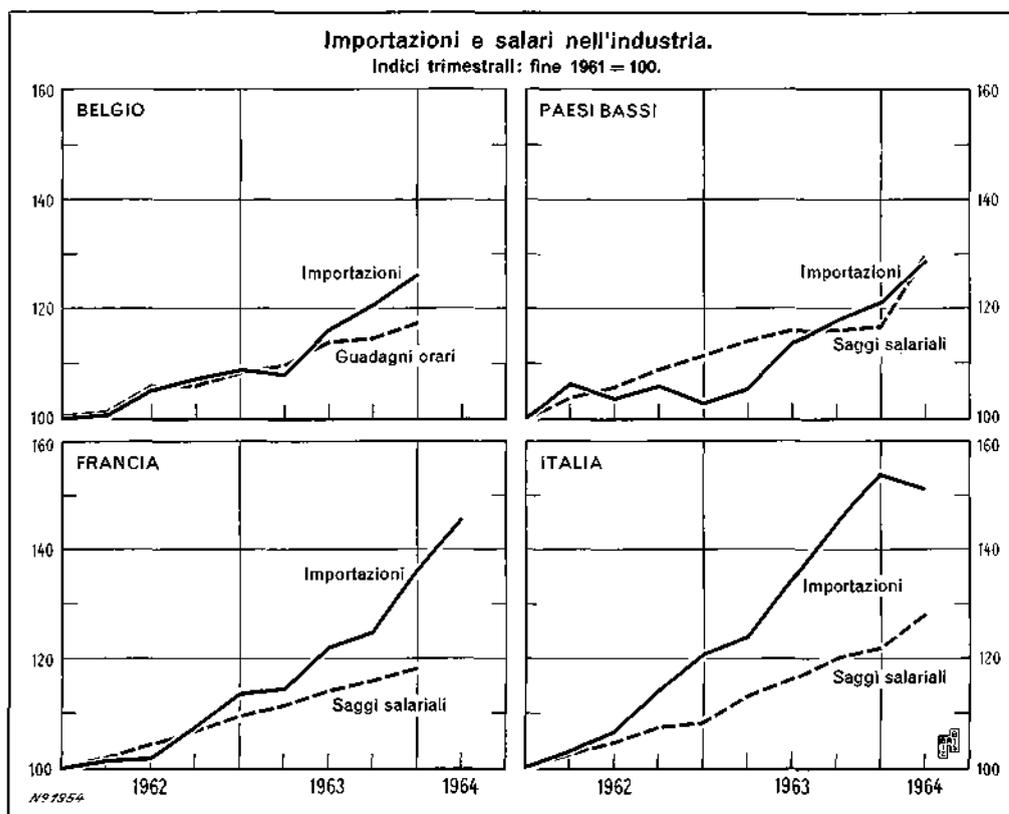
Gli effetti di simili incrementi sui costi di lavoro e sulla domanda dei consumatori non potevano non rispecchiarsi sia nei prezzi, sia nella bilancia dei pagamenti. I prezzi al consumo sono cresciuti di circa l'8% all'anno e quelli all'ingrosso del 5,5%. Nel 1963, le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato un disavanzo di \$900 milioni in confronto di un avanzo di \$250 milioni nel 1962.

Per quanto riguarda la domanda, vi è stato non soltanto un imponente incremento nella spesa globale per i consumi, ma anche un'accelerazione degli spostamenti nella loro struttura, verso derrate alimentari di migliore qualità, quali carne e latticini, nonché verso autovetture e altri beni durevoli. Le vendite di autovetture sono aumentate di due terzi in un solo anno e non sorprende che i produttori nazionali non siano stati in grado di tenere il passo con la domanda. Poichè la produzione agricola è invariata dal 1961, le importazioni di generi alimentari hanno contribuito per \$500 milioni al deterioramento che la bilancia dei pagamenti ha registrato lo scorso anno. Le importazioni di autoveicoli vi hanno partecipato con un importo di altri \$300 milioni. L'ampio movimento delle forze lavorative dall'agricoltura verso i centri industriali ha inoltre aumentato la domanda di abitazioni urbane.

Fino al settembre 1963, le autorità hanno consentito che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti venisse finanziato con un incremento nel-

l'indebitamento netto delle banche commerciali verso l'estero, il quale ha permesso l'espansione senza interruzione del credito bancario, sia direttamente che attraverso il mercato dei capitali, altrimenti privo di ricettività, compensando così gli effetti deflazionistici del disavanzo all'interno del paese. Quando, nel secondo semestre del 1963, l'ampiezza e la persistenza dell'inflazione sono divenute evidenti, la politica monetaria si è gradualmente orientata verso le restrizioni. In settembre, le banche sono state invitate a non accrescere ulteriormente e, se possibile, a ridurre il loro indebitamento netto verso l'estero. Successivamente, si è lasciato libero corso agli effetti deflazionistici del saldo passivo della bilancia dei pagamenti, sebbene le autorità abbiano continuato a creare risorse liquide sufficienti per assicurare l'ordinato funzionamento del mercato dei capitali e finanziare il disavanzo di cassa accumulato dal Tesoro nel 1963, che, in ampia misura, era dovuto ai miglioramenti economici concessi ai dipendenti statali. L'espansione dei mezzi di pagamento è andata rallentando e la liquidità delle banche si è trovata sottoposta a crescente tensione.

Di pari passo con questo inasprimento della politica monetaria, nel settembre 1963 e all'inizio del 1964 vennero annunciate misure fiscali e di altra natura, dirette a conseguire un migliore equilibrio fra offerta e domanda interna, senza peraltro sacrificare, nei limiti del possibile, l'espansione ininterrotta della produzione. Non tutti i provvedimenti adottati hanno avuto



lo stesso peso. I più importanti sono stati, probabilmente, quelli destinati a rallentare la domanda per beni di consumo (soprattutto autovetture) e a ridurre il disavanzo del bilancio pubblico. Dopo l'annuncio delle misure progettate per conseguire quest'ultimo scopo e dopo l'aumento, in settembre, dell'imposta sulle vendite per alcune merci di lusso, nel febbraio è stata istituita un'imposta speciale sugli acquisti di autovetture e imbarcazioni da diporto che varia dal 7 al 15%, mentre l'imposta sulla benzina è stata maggiorata del 14%. Queste misure sono state completate con restrizioni sul credito al consumo.

Significativa è stata anche l'adozione di alcuni provvedimenti diretti a tonificare il mercato dei capitali. Le emissioni di obbligazioni devono ora essere limitate all'ammontare del nuovo risparmio a lungo termine disponibile; la ritenuta d'imposta del 15% sugli utili distribuiti è stata sostituita con un sistema, in base al quale i contribuenti possono scegliere fra una ritenuta d'acconto del 5% e una imposta del 30% sui dividendi percepiti, mentre l'imposta di bollo sui trasferimenti di azioni ed obbligazioni è stata notevolmente ridotta. In alcuni settori si è, infine, passati all'azione diretta per contribuire a contenere l'incremento dei prezzi al consumo. In particolare, gli affitti sono stati bloccati per due anni, mentre sono state autorizzate importazioni supplementari straordinarie di carne e burro.

Nella primavera del 1964, le varie misure restrittive adottate hanno incominciato a produrre i loro effetti. Il rallentamento dell'espansione creditizia continua e anche l'incremento dei prezzi ha perso alquanto di slancio, mentre, in alcuni settori dell'industria, la pressione esercitata dalla domanda si è sensibilmente attenuata e si è registrato un lieve allentamento della pressione sul mercato del lavoro. D'altra parte, i salari stanno ancora crescendo (in parte, perchè vincolati a indici) e si notano scarsi sintomi di ripresa sul mercato dei capitali.

Nel prossimo futuro, si vedrà se l'inflazione sia stata definitivamente contenuta e la bilancia dei pagamenti avviata alla ripresa. L'aspetto favorevole della situazione sta nel fatto che le esportazioni hanno mantenuto una regolare tendenza ascendente, sicchè l'andamento della bilancia dei pagamenti potrà migliorare, se si troverà modo di arrestare la massiccia espansione delle importazioni e si concederà all'economia il tempo indispensabile per ridurre il disavanzo commerciale. Per conseguire questo risultato è necessario che si verifichino due condizioni. In primo luogo, le misure restrittive del governo devono riuscire a rallentare notevolmente l'espansione della domanda. Secondariamente, tutti gli interessati devono cooperare nel riportare il saggio d'incremento dei salari dal regno della fantasia alla realtà, cioè, ad un rapporto ragionevole con gli incrementi nella produttività.

Francia. Dopo qualche regresso nella produzione, provocato dalle cattive condizioni atmosferiche e dagli scioperi indetti nel settore pubblico nel primo trimestre del 1963, nei dodici mesi successivi l'economia francese ha progredito sensibilmente. Il settore agricolo non ha potuto ripetere i risultati insolitamente favorevoli conseguiti nel 1962, sicchè, nel 1963, l'aumento

del prodotto nazionale lordo è stato poco meno del 4,5%. Poichè la domanda dei consumatori è stata vivace e anche gli investimenti pubblici e l'edilizia hanno manifestato un buon incremento, la produzione industriale ha superato di circa il 6% quella dell'anno precedente.

Questa situazione è stata, tuttavia, accompagnata da un cospicuo aumento dei prezzi. Durante la maggior parte del 1963, l'indice dei prezzi al minuto è cresciuto con un saggio, calcolato su base annuale, del 6% o più e l'indice dei prezzi all'ingrosso con un saggio del 4%. Parte della pressione inflazionistica è stata assorbita da un deterioramento nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e all'inizio del 1964 l'avanzo commerciale, calcolato su base f.o.b., si è dileguato.

La principale fonte di tensione era costituita dalla generale e rapida espansione della domanda, soprattutto per consumi, e dalla continua pressione da essa esercitata sul mercato del lavoro. L'incremento dei consumi è da attribuire, in parte, al rimpatrio di residenti in Algeria, e inoltre ai miglioramenti salariali ottenuti negli ultimi due anni, sicchè pare essersi sviluppata una specie di spirale inflazionistica autonoma. Nonostante che, nel 1963, si sia verificato un altro cospicuo incremento nella popolazione in età di lavoro, la tensione sul mercato del lavoro non si è attenuata in misura percepibile e i salari hanno continuato a salire rapidamente. Nel 1963, il reddito totale derivante da occupazione è cresciuto del 13%, cioè tre volte più della produzione ed è stato superiore all'incremento del prodotto nazionale calcolato a prezzi correnti.

Nella prima metà del 1963, le autorità hanno inasprito le misure dirette a moderare l'espansione dei mezzi di pagamento e delle attività liquide, introducendo restrizioni per gli istituti di credito e avviando una maggiore aliquota del risparmio privato verso il mercato dei capitali. Queste misure hanno veramente rappresentato un nuovo orientamento per la politica monetaria, dato il loro obiettivo di mantenere l'aumento della liquidità interna al passo con l'incremento del prodotto reale. Durante l'estate ci si è, tuttavia, reso conto che sarebbe stata necessaria un'azione più energica per ristabilire la situazione, poichè il saggio di incremento dei prezzi stava accelerandosi notevolmente.

Di conseguenza, durante l'autunno, è stato introdotto un programma di stabilizzazione, il cui scopo principale è di contenere l'aumento dei prezzi e di assorbire l'eccedenza inflazionistica della domanda, senza influire sul progresso della produzione. Le misure adottate possono essere suddivise in tre gruppi principali: 1) più energico contenimento del credito, mediante l'applicazione di restrizioni sulle vendite a rate e sul credito bancario, nonché un aumento del saggio di sconto dal 3,5 al 4%; 2) misure nel settore della finanza pubblica: una riduzione del disavanzo di bilancio previsto per il 1964 e più ampi finanziamenti facendo ricorso al credito a lungo termine; 3) azione diretta sul fronte dei prezzi, incluse riduzioni di alcuni dazi, il differimento degli incrementi nelle pigioni controllate e il divieto generale di aumentare i prezzi nell'industria manifatturiera senza l'autorizzazione del ministero delle finanze.

Alla fine del 1963 e durante il primo trimestre del 1964, questo programma sembrava avere conseguito un parziale successo. Il saggio d'incremento dell'indice dei prezzi al minuto è sceso a circa il 2% all'anno, mentre la produzione ha continuato a espandersi. Anche i mezzi di pagamento sono cresciuti più lentamente di prima, in seguito, in parte, alla cospicua riduzione del saldo attivo della bilancia dei pagamenti e, in parte, al rallentamento dell'espansione nelle anticipazioni bancarie. E', tuttavia, ancora troppo presto per giudicare in quale misura sia migliorata la situazione di fondo. Anzitutto, le misure per la disciplina dei prezzi potrebbero reprimere l'inflazione soltanto per qualche tempo, sicchè non è da escludersi che gli aumenti dei prezzi possano subire un acceleramento più avanti nell'anno. In secondo luogo, nei primi mesi del 1964 sono stati notati nuovi sintomi di agitazioni delle forze di lavoro nel settore pubblico. Le autorità sono, tuttavia, fermamente decise a contenere entro limiti moderati l'aumento dei salari e ad opporsi alle richieste di prezzi più elevati per i prodotti agricoli.

Ad ogni modo, il mercato del lavoro ha continuato a essere sottoposto a forte tensione e il successo dello sforzo per ottenere la stabilizzazione potrà dipendere dal conseguimento della prevista riduzione del disavanzo di bilancio.

Paesi Bassi. All'inizio del 1963, l'impressione che prevaleva nei Paesi Bassi era che l'economia stesse rallentando il proprio ritmo più di quanto fosse desiderabile. Di conseguenza furono abolite le restrizioni monetarie, soprattutto in considerazione del fatto che la tensione sul mercato del lavoro si era allentata e l'espansione creditizia aumentava con minore rapidità.

I consumi privati hanno, tuttavia, ripreso la corsa ascendente e, per l'anno nel suo complesso, il loro saggio d'incremento ha raggiunto un livello assai vicino a quello registrato nel 1960, anno di rapida espansione economica. Anche gli investimenti fissi sono cresciuti più che nell'anno precedente e la domanda nel settore dell'edilizia ha continuato a superare la capacità produttiva. Le esportazioni sono aumentate con lo stesso ritmo di prima e l'unico rallentamento si è verificato nei consumi pubblici. Per quanto riguarda l'offerta, la produzione è cresciuta in misura assai più ampia che nei due anni precedenti. Anche le importazioni hanno subito un incremento maggiore che negli anni 1962 e 1961 e dato che, nel 1963, esse sono cresciute più rapidamente delle esportazioni, l'avanzo delle partite correnti, sulla base delle transazioni, si è ridotto ad un livello ritenuto adeguato all'economia dei Paesi Bassi.

L'incremento della domanda si è ripercosso sul mercato del lavoro, che si è trovato sottoposto ad una crescente tensione, tanto più che la domanda estera di mano d'opera sottraeva lavoratori all'economia nazionale. Questa tensione ha, infine, portato alla rottura dell'accordo salariale generale, su iniziativa di alcuni datori di lavoro. In ottobre, è stato raggiunto un nuovo accordo, in base al quale, nel 1964, i saggi salariali ufficiali subiranno un incremento del 10%. Si ritiene, però, che l'effettivo aumento dei salari ammonterà a circa il 15%; ai dipendenti statali è stato concesso un

aumento di stipendio del 20%. D'altra parte, si stima che, nel 1964, la produttività crescerà del 4,5%.

Per quanto desiderabile potesse essere l'adeguamento dei livelli dei salari e dei prezzi olandesi a quelli dei paesi vicini, un miglioramento salariale di tali proporzioni non poteva non comportare il grosso rischio di un adeguamento in eccesso. Questo pericolo sembrava tanto più probabile per due ragioni: in primo luogo, la notevole espansione nella domanda dei consumatori avrebbe forse coinciso con un cospicuo incremento degli investimenti privati e, secondariamente, l'economia disponeva di una liquidità sufficiente per finanziare una domanda addizionale di notevole entità.

Data questa situazione, a partire dall'autunno, le autorità hanno adottato numerosi provvedimenti restrittivi, allo scopo di ridurre la domanda e l'effetto inflazionistico dei miglioramenti salariali.

In ottobre, la Nederlandsche Bank ha ripristinato i limiti di credito e, nel gennaio 1964, il saggio di sconto è stato portato dal 3,5 al 4% e sono state inasprite le disposizioni relative alle vendite a rate. Come provvedimento di disciplina dei prezzi, è stato posto un limite alla misura in cui i più elevati costi salariali possono essere trasferiti nei prezzi. Le imposte sulle sigarette e sulla benzina hanno subito un sensibile incremento allo scopo di contenere la domanda dei consumatori. Sono state prese anche misure per contenere la domanda per investimenti: i piani degli investimenti pubblici sono stati ridimensionati e gli investimenti privati sono stati scoraggiati, mediante la sospensione degli ammortamenti anticipati e delle deduzioni per investimenti in nuove costruzioni. Infine, per assorbire liquidità dall'economia, è stato emesso un prestito governativo per un importo superiore al fabbisogno effettivo.

L'obiettivo che i provvedimenti introdotti si propongono è quello di contenere l'espansione dell'attività economica. Ciò non di meno, nel 1964, ci si deve attendere un'eccedenza di domanda abbastanza consistente, accompagnata da un incremento nei prezzi e un deterioramento della bilancia dei pagamenti. Si prevede, tuttavia, che la situazione migliorerà nel secondo semestre dell'anno.

Svizzera. L'economia svizzera ha continuato a presentare sintomi di tensione. In seguito ad un minore aumento nel livello di occupazione, l'incremento del 4,2% nel prodotto nazionale lordo reale è stato notevolmente inferiore a quello del 6,1% registrato nel 1962. I consumi privati e la spesa pubblica hanno rappresentato i principali fattori di espansione. Gli investimenti aziendali sono cresciuti con ritmo più lento, ma, dati il cospicuo aumento degli investimenti pubblici e l'espansione senza interruzione nella costruzione di case d'abitazione, il divario fra offerta e domanda nel settore dell'edilizia è, se mai, diventato più ampio. La bilancia commerciale ha continuato a deteriorarsi.

Poichè i dati disponibili lasciavano prevedere un ulteriore intensificarsi degli squilibri esistenti, nel gennaio 1964 il governo federale ha pro-

posto una legislazione destinata ad ampliare i suoi poteri per intervenire nei confronti dell'evoluzione inflazionistica.

Nel settore della politica creditizia, la nuova legislazione (approvata dal parlamento in marzo) rende obbligatorie misure che precedentemente erano state inserite in accordi volontari conclusi fra la Banca nazionale e le banche commerciali; al governo è stata così conferita la facoltà di vietare il pagamento di interessi sui nuovi depositi di non residenti e di assoggettarli ad un periodo di preavviso; di impedire l'investimento di fondi esteri in titoli, beni immobiliari o ipoteche svizzeri; di limitare l'espansione del credito bancario e di assicurare la vigilanza sulle nuove emissioni. Inoltre, queste misure sono state estese ad altri intermediari finanziari e le banche possono essere invitate a depositare presso la Banca nazionale il controvalore delle loro nuove passività estere (nella misura in cui non siano investite all'estero in valute estere). Quest'ultima misura è entrata in vigore il 31 marzo 1964.

La nuova legislazione contiene anche disposizioni dirette a ridurre l'attività nel settore dell'edilizia. A prescindere da alcune eccezioni, si potrà costruire soltanto su licenza e verrà stabilito un limite alla concessione delle licenze stesse. Alcuni tipi di costruzioni non essenziali saranno vietati per un anno. Inoltre, i provvedimenti restrittivi, introdotti nel marzo 1963, relativamente all'ammissione della mano d'opera straniera, resteranno in vigore per un ulteriore periodo di 6-9 mesi, per poi essere sostituiti con un regolamento più completo.

Altro sviluppo importante che ha rappresentato un mutamento nella politica monetaria è stato il movimento ascendente dei saggi d'interesse. Finora, la Banca nazionale aveva tentato di mantenere i saggi d'interesse a un livello relativamente basso, e ciò non soltanto per considerazioni connesse con la bilancia dei pagamenti, ma anche a causa dell'alto grado di indebitamento ipotecario e, perciò, dell'effetto che un incremento del livello dei saggi d'interesse avrebbe potuto avere su affitti, prezzi dei prodotti agricoli e salari. Pur avendo contribuito a contenere l'inflazione dei costi, questa politica ha stimolato l'espansione economica e aggravato la pressione nel settore dell'edilizia. Quando, tuttavia, verso la metà del 1963, la domanda di credito è andata intensificandosi e, contemporaneamente, le banche non sono più state in grado di competere per ottenere fondi a medio termine, la Banca nazionale ha autorizzato un aumento del saggio offerto sulle obbligazioni a medio termine emesse dalle banche, che è stato seguito da un incremento più generale dei saggi. I saggi d'interesse svizzeri sono tuttora non molto elevati, ma il loro movimento ascendente continua e la Banca nazionale ha reso noto che non intende interferire nel loro sviluppo; il loro livello definitivo dipenderà dal successo da cui potrà essere coronato il programma di stabilizzazione.

Belgio. Dopo due anni di espansione equilibrata, nella seconda metà del 1963 sono apparsi segni di tensione. La disoccupazione è scesa ad un

minimo senza precedenti, mentre l'espansione della domanda globale ha continuato ad accelerare.

Nello scorso anno, la domanda per beni di consumo durevoli è rimasta vivace e l'incremento degli investimenti aziendali ha assunto un ritmo più veloce. Ma questi fattori sono stati superati in importanza dall'aumento della spesa pubblica, soprattutto per investimenti. L'edilizia di tipo residenziale è diminuita e, nonostante un rapido aumento nelle esportazioni, le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno subito un lieve deterioramento.

Un cospicuo incremento nel disavanzo generale del Tesoro ha accresciuto il fabbisogno finanziario del governo in un periodo, in cui la necessità di credito da parte del settore delle imprese si stava pure espandendo e in cui la nuova ritenuta d'imposta sugli utili distribuiti aveva diminuito l'interesse del pubblico per le emissioni interne. Il Tesoro ha finanziato all'estero gran parte delle sue necessità finanziarie, con un conseguente aumento della liquidità bancaria. Ciò ha consentito una cospicua espansione del credito alle imprese e ha portato a un rapido incremento dei mezzi di pagamento, il cui effetto è stato, per il momento, in parte, compensato da un aumento nella preferenza alla liquidità da parte del pubblico. A prescindere dalle transazioni governative in conto capitali, la bilancia dei pagamenti è passata da un saldo attivo ad un saldo passivo e non ha quindi contribuito alla formazione di liquidità all'interno del paese.

Date queste circostanze, la Banca nazionale ha abbandonato la politica di facilitazioni creditizie e, nell'ottobre 1963, ha aumentato il saggio di sconto, in due tempi, dal 3,5 al 4,25%. Tuttavia, nel secondo semestre del 1963, gli aumenti dei prezzi e dei salari si sono andati alquanto accelerando, rendendo più imminente il pericolo di inflazione. Conseguentemente, sono state adottate le seguenti misure: 1) il governo ha l'intenzione di estendere il suo programma d'investimenti su un periodo di tempo più lungo; 2) nel febbraio 1964 sono state inasprite le condizioni per il credito al consumo; 3) la Banca nazionale ha raggiunto un accordo con gli istituti di credito per limitare l'espansione del credito.

Il successo di queste misure dipenderà, in gran parte, dal Tesoro stesso. Si ritiene che, nel 1964, il disavanzo generale di bilancio rimarrà cospicuo e il modo in cui verrà finanziato influirà sul futuro corso degli eventi. Nei mesi recenti, i finanziamenti sono stati effettuati con crediti a lungo termine. Sebbene ciò sia un miglioramento, l'elevato livello della liquidità del settore privato costituisce di per sé un pericolo per la stabilità monetaria; anche nel caso in cui esso fosse utilizzato per finanziare il disavanzo di bilancio, ciò rappresenterebbe più un aumento nella velocità di circolazione della moneta che nuovo risparmio.

Svezia. Lo scorso anno, i progressi compiuti dall'economia svedese sono stati soddisfacenti. Dato che, nel gennaio 1963, le prospettive non erano del tutto favorevoli, il saggio di sconto venne portato dal 4 al 3,5% e gli investimenti pubblici furono accelerati. Tuttavia, nel giugno 1963, una

rapida espansione del credito e le pressioni inflazionistiche suscitate dal settore dell'edilizia hanno indotto la Riksbank a riportare il saggio di sconto al livello del 4% e, nel gennaio 1964, è stato annunciato un ulteriore incremento al 4,5%. Contemporaneamente, la liquidità bancaria è stata ridotta attraverso operazioni di debito pubblico e l'istituzione di un saggio di penalizzazione sul ricorso eccessivo al credito della Riksbank è servita allo stesso scopo.

Per quanto riguarda il bilancio pubblico, l'avanzo di cor.sv. 600 milioni registrato nel 1962 è stato sostituito da un disavanzo di cor.sv. 200 milioni nel 1963, facendo così ricadere sulla politica monetaria il compito di contenere l'espansione economica entro limiti non inflazionistici. Il credito all'edilizia ha continuato a essere elevato, mentre il credito all'industria ha dovuto adeguarsi alla mutata politica.

Nel 1963, il prodotto nazionale lordo a prezzi costanti è aumentato del 3,7%, ma, in seguito all'inverno insolitamente rigido e allo scarso raccolto, questa aliquota fa parere meno importanti, di quanto non siano stati, i fattori di espansione. I settori che precedentemente erano stati colpiti dalle tendenze recessive, cioè polpa di legno, carta, ferro e acciaio, hanno registrato il miglioramento più cospicuo, in seguito, in parte, alla ripresa delle esportazioni. Un'ulteriore riduzione nel livello di disoccupazione ha rispecchiato la crescente scarsità di mano d'opera, che è stata particolarmente pronunciata nell'edilizia. Sebbene i prezzi al consumo siano aumentati meno che nel 1962, i prezzi all'ingrosso sono cresciuti alquanto di più, a causa dell'incremento nei prezzi delle materie prime.

I consumi privati e pubblici, il rapido incremento delle esportazioni e gli investimenti delle autorità locali hanno rappresentato i fattori di espansione più importanti. Gli investimenti industriali hanno continuato a ridursi, sebbene in misura minore di quanto ci si attendeva.

A causa della riduzione dei margini di profitto, la resistenza dei datori di lavoro alla concessione di nuovi miglioramenti salariali è stata particolarmente tenace. Con l'ausilio di una commissione di arbitrato nominata dal governo, nell'aprile 1964 è stato finalmente raggiunto un nuovo accordo con i sindacati dei lavoratori; questo accordo prevede aumenti salariali dell'1,4 e 3,4%, rispettivamente, per il 1964 e 1965. Tuttavia, si ritiene che i benefici accessori e gli aumenti concessi di fatto porteranno l'incremento effettivo dei costi per i salari orari quasi al livello degli anni precedenti.

Austria. Nello scorso anno, l'economia austriaca si è progressivamente ripresa dalla debolezza manifestata nel 1962. Nel primo trimestre del 1963, il prodotto nazionale lordo reale era soltanto dell'1% superiore a quello dell'anno precedente, ma, nel quarto trimestre, tale aliquota era salita al 7%. I fattori di espansione più importanti sono stati i consumi privati, la spesa pubblica e le esportazioni. Gli investimenti aziendali e le esportazioni di acciaio e di altre merci fondamentali hanno regredito, ma, dal quarto trimestre 1963, sono stati notati sintomi di miglioramento anche in questi

fattori della domanda. Nel 1963, non vi è stata, in complesso, alcuna intensificazione delle pressioni sul mercato del lavoro; l'espansione del 4,4% nel prodotto nazionale lordo reale è stata conseguita con un lievissimo aumento del livello di occupazione, ma il trasferimento della mano d'opera dai settori in cui l'attività stagnava a quelli in espansione ha contribuito, sensibilmente, al progresso della produzione.

Il saldo attivo registrato senza interruzione nella bilancia dei pagamenti ha provocato un ulteriore incremento nella liquidità delle banche, esercitando, conseguentemente, una pressione in diminuzione sui saggi d'interesse, che le autorità monetarie non hanno cercato di contrastare. Anzi, allo scopo di stimolare gli investimenti, nel giugno 1963, il saggio di sconto è stato portato dal 5 al 4,5%. Il credito è aumentato più rapidamente, in ampia misura a vantaggio dell'edilizia.

L'incremento dei prezzi ha continuato a rappresentare un problema. Spirato nel gennaio 1963 l'accordo che bloccava salari e prezzi, una nuova ondata di miglioramenti salariali concessi nella seconda metà del 1963, e le sue ripercussioni sui prezzi, sono state il motivo per cui si è giunti alla nomina di un gruppo di esperti incaricato di redigere un programma di stabilizzazione. Questo programma, che è già stato approvato dai rappresentanti dell'economia e del lavoro, raccomanda, fra l'altro, quali strumenti di una politica antinflazionistica, l'impiego attivo di temporanee riduzioni tariffarie e l'ammissione di un maggior contingente di lavoratori stranieri. Le prime misure in questo senso sono state prese nell'aprile 1964.

Germania. Dopo la metà del 1963, la situazione economica della Germania ha subito un brusco mutamento. Fino a tale periodo, le pressioni inflazionistiche erano andate attenuandosi. Il "boom" negli investimenti industriali era rallentato nel 1962 e questo andamento era stato seguito, nel 1963, da un incremento minore nei consumi privati, dato che i salari erano cresciuti alquanto meno rapidamente di prima e il risparmio personale si era accelerato. Mentre la domanda nel settore dell'edilizia continuava a essere assai vigorosa, il mercato del lavoro pareva avere conseguito un migliore equilibrio, i prezzi stavano crescendo in misura modesta e, in complesso, sembrava prospettarsi un'espansione meno febbrile, dato che la produzione cresceva con un saggio di circa il 3% all'anno.

Da allora, tuttavia, il quadro è radicalmente mutato e il 1964 sembra destinato a diventare un anno di rapida espansione e, probabilmente, di rinnovata pressione sulle risorse. La causa principale del cambiamento sta nel veloce aumento delle esportazioni e, in misura ancora più ampia, nelle ordinazioni estere dovute alla pressione esercitata dalla domanda in altri paesi europei. Contemporaneamente, l'espansione nelle importazioni è rallentata e il disavanzo nelle partite invisibili si è ridotto, sicchè le partite correnti, da passive quali erano fino al terzo trimestre del 1963, sono diventate attive, aumentando con un saggio, calcolato su base annuale, di circa \$2 miliardi. Inoltre, l'afflusso di capitali a lungo termine al mercato delle obbligazioni, dovuto, in parte, ai saggi d'interesse allettanti, ma, in misura più

ampia, a fattori fiscali e di altra natura, ha continuato a gonfiare il saldo attivo della bilancia dei pagamenti. Tutto ciò ha provocato l'ampliamento dei piani di investimento e un nuovo incremento nella liquidità delle banche commerciali.

Le autorità tedesche si trovano così ancora una volta a dover fronteggiare, all'interno del paese, i pericoli d'inflazione suscitati da un saldo attivo verso l'estero. Data questa situazione, è sembrato vieppiù rischioso proseguire nella politica seguita dal 1961, che consiste nel lasciare che le forze di mercato agiscano fino al loro esaurimento più o meno completo nel sistema bancario e nell'economia nel suo complesso. Poichè anche la posizione verso l'estero sta rendendo poco adatto il ricorso alle restrizioni monetarie di carattere generale, sono state adottate alcune misure specifiche per scoraggiare l'afflusso di capitali e stimolare le banche a investire all'estero un'aliquota più cospicua delle loro risorse liquide.

All'inizio del 1964, le banche sono state invitate a dare la precedenza ai residenti nelle sottoscrizioni di obbligazioni emesse dal settore pubblico. In marzo, il governo ha annunciato il proposito di istituire una trattenuta d'imposta del 25% sugli interessi percepiti su obbligazioni tedesche detenute da non residenti e l'abolizione dell'imposta del 2,5% sulle nuove emissioni di titoli, incoraggiando così i non residenti a ricorrere al mercato dei capitali in Germania. Contemporaneamente, la Banca federale ha ripristinato gli speciali impegni di riporto a saggi inferiori a quelli di mercato, per stimolare l'acquisto di buoni del Tesoro americano da parte delle banche. Le percentuali minime delle riserve bancarie per i depositi di non residenti sono state, inoltre, portate al massimo consentito allo scopo di offrire un ulteriore incentivo alle esportazioni di capitali, dato che le percentuali delle riserve legali non si applicano ai depositi che trovano la loro contropartita in attività estere a breve termine. Infine, il divieto di pagare interessi su fondi detenuti da residenti esteri è stato ancora una volta esteso dai depositi a vista a quelli vincolati.

E' facile vedere che queste misure non risolvono il problema alla radice. Ma siccome le radici si trovano in gran parte in altri paesi, non si vede come le autorità tedesche possano prendere provvedimenti adeguati. Dopo la cospicua e improvvisa espansione delle esportazioni, si spera, tuttavia, che l'anno prossimo un incremento nelle importazioni contribuirà ad alleviare la pressione cui è sottoposta l'economia; allo scopo di sostenere questa evoluzione, è stata proposta la riduzione di alcune tariffe doganali. Altri paesi hanno, inoltre, adottato misure per contenere l'eccessiva espansione nella loro domanda.

Regno Unito. Dopo la battuta d'arresto registrata nel 1961-62, dalla primavera del 1963 la produzione britannica è andata crescendo rapidamente, in seguito alle varie misure adottate e all'aumento delle esportazioni. Nel quarto trimestre del 1963, la produzione superava di circa l'8% il livello dell'anno precedente; l'espansione è continuata nel primo trimestre del 1964 con ritmo un poco più lento, la disoccupazione ha continuato a ridursi e il margine di capacità produttiva inutilizzata è diventato assai modesto.

La politica fiscale e monetaria espansionistica, iniziata nell'autunno 1962, è stata proseguita con il bilancio dell'aprile 1963, che prevedeva un aumento nel disavanzo generale di £620 milioni. (Il consuntivo è poi risultato inferiore di £200 milioni.) Gli investimenti pubblici, soprattutto nel settore dell'energia elettrica e dell'edilizia per abitazioni, sono aumentati sensibilmente, mentre le riduzioni fiscali hanno contribuito a stimolare la spesa per i consumi, particolarmente per autovetture. Nel frattempo, il saggio d'espansione delle esportazioni, che dal principio del 1963 è salito al 10% (o all'8% in termini di volume), è soddisfacente ma non eccezionale, quando lo si consideri alla luce della vivace domanda esistente su quasi tutti i mercati più importanti. Difatti, l'aliquota con cui il Regno Unito partecipa alle esportazioni mondiali di manufatti ha continuato a declinare lievemente.

Mentre la ripresa progrediva, la contrazione nella formazione dei capitali fissi nell'industria manifatturiera, che era in corso dalla metà del 1961, è rallentata, e si è avuto anzi un lieve incremento prima della fine dell'anno. Per il 1964 si prevede un cospicuo incremento. Più significativo è stato, tuttavia, il mutamento nell'accumulazione di scorte che, fra il terzo e quarto trimestre dello scorso anno, sono cresciute di £200 milioni, contribuendo così a spingere le importazioni a livelli senza precedenti. Mentre le partite correnti sono andate deteriorandosi e anche le esportazioni di capitali a lungo termine hanno raggiunto livelli più elevati, la bilancia dei pagamenti di base ha registrato un disavanzo. A partire dal marzo 1963, l'obiettivo delle autorità è stato quello di scoraggiare il deflusso di fondi liquidi, mantenendo i saggi d'interesse a breve ben sostenuti rispetto al saggio ufficiale di sconto del 4%.

La rapida espansione dello scorso anno e i costi decrescenti per salari hanno rispecchiato l'iniziale margine di risorse inutilizzate. Nei primi mesi del 1964, le autorità si sono trovate, perciò, a dovere fronteggiare un duplice compito: rallentare l'espansione dell'economia ad un saggio sostenibile a lungo periodo e impedire qualsiasi tendenza da parte dei costi salariali di sfuggire nuovamente di mano e così nuocere alla capacità concorrenziale dell'industria. La tattica adottata per conseguire questo scopo è consistita nell'orientamento verso lievi restrizioni. Alla fine di febbraio, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 4 al 5%, ma la liquidità bancaria, il cui rapporto minimo è ora del 28%, non è stata sensibilmente ridotta. In aprile, il bilancio ha previsto un incremento di circa il 10% nelle imposte sul tabacco e sulle bevande alcoliche, il cui gettito aumenterà di £100 milioni. Sono state emanate anche alcune misure addizionali per stimolare il risparmio personale. Tuttavia, per quanto riguarda le partite fuori bilancio, si prevede che gli esborsi netti cresceranno di circa £300 milioni rispetto al precedente anno finanziario; ma questo importo risulta gonfiato, perchè £165 milioni rappresentano credito concesso alle autorità locali dal Tesoro anzichè dal mercato.

Fino a questo punto della ripresa, i miglioramenti salariali si sono conformati abbastanza bene alla politica dei redditi. Tuttavia, essi hanno superato la "norma-guida" del 3,5% stabilita in connessione con l'obiettivo di un'espansione annuale del 4% e il fatto che, lo scorso anno, la ripresa

ciclica abbia consentito di assorbire i miglioramenti senza creare inflazione, non significa che il problema sia stato risolto. La vera prova, per quanto riguarda i costi del lavoro e la bilancia dei pagamenti, deve ancora venire.

Ma la situazione generale offre elementi per un cauto ottimismo, in quanto che la prospettiva per le esportazioni, nonostante il programma antinflazionistico della CEE, rimane favorevole, alla condizione, però, che la domanda interna non aumenti troppo rapidamente.

Situazione migliorata negli Stati Uniti.

L'importante mutamento verificatosi lo scorso anno, nell'economia americana, è costituito dal "disgelo" della politica ufficiale, sia monetaria che fiscale. Dato il deterioramento del saldo passivo verso l'estero intervenuto, nel primo semestre del 1963, in conseguenza di un imponente deflusso di fondi privati, nel luglio sono stati presi tre importanti provvedimenti monetari: il saggio di sconto è stato portato dal 3 al 3,5% per rallentare l'uscita di fondi liquidi; la Disposizione Q è stata attenuata per consentire alle banche di competere più efficacemente con i saggi esteri corrisposti sui depositi vincolati; il Presidente ha proposto al Congresso l'istituzione di un'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse sui nuovi acquisti di titoli esteri per scoraggiare l'uscita di capitali destinati agli investimenti in titoli. L'effetto di questi provvedimenti è stato una imponente diminuzione nel saldo passivo della bilancia dei pagamenti nel secondo semestre dell'anno; con l'aiuto di altri fattori, nel primo trimestre del 1964 è stato conseguito quasi l'equilibrio.

Per quanto riguarda la politica fiscale, nel febbraio 1964, è entrato in vigore il provvedimento che concerne la riduzione dell'imposta sul reddito, in forza del quale, nel corrente anno civile, si prevedono sgravi per \$8 miliardi per le persone fisiche e per \$1,5 miliardi per le società. L'attesa di questo provvedimento può avere influito, in qualche misura, sulla domanda, prima che venisse approvato, ma il suo principale stimolo sarà avvertito nei mesi a venire. In sostanza, gli sgravi fiscali non rappresentano una misura anticiclica, ma uno sforzo per aumentare l'utilizzo delle risorse produttive che, negli ultimi sei anni, sono state costantemente impiegate in misura assai inferiore alla loro capacità. Ad ogni buon conto, esso ha sostenuto il tono ottimistico delle prospettive circa l'economia, anche se è probabile che l'obiettivo della piena occupazione non potrà essere conseguito in breve tempo.

Dopo il rallentamento dell'espansione, registrato nella seconda metà del 1962, nello scorso anno il progresso dell'attività economica è stato favorevole e ha superato il livello previsto all'inizio del 1963. Mentre l'aumento nella domanda globale è stato molto diffuso, l'accelerazione dell'espansione è stata stimolata dalla cospicua domanda di autovetture, da notevoli progressi nei settori dell'edilizia residenziale e degli investimenti in capitali fissi delle imprese, nonché da un saggio di incremento più normale nelle scorte. L'espansione nelle spese del governo federale e nei consumi personali è stata meno considerevole che nell'anno precedente.

L'economia ha così dato torto ai pessimisti, perchè la fase espansivistica del ciclo economico si è protratta più a lungo che in precedenti cicli postbellici e non si notano ancora sintomi di inversione della tendenza. In linea generale, la causa di ciò sta nel fatto che l'espansione non ha dato luogo alle distorsioni caratteristiche di un "boom", che così spesso si è autodistrutto o ha dovuto essere frenato con misure restrittive ufficiali. La crescente domanda monetaria non è stata annullata da un eccessivo aumento dei prezzi e i miglioramenti salariali sono stati, generalmente, contenuti entro limiti che non hanno generato una spirale salari-prezzi. Non si è verificato un "boom" negli investimenti aziendali come quello del 1956-57, nè una corsa all'accumulazione di scorte come nel 1959, che, sia l'uno sia l'altra, avrebbero provocato una reazione inevitabile. Il credito ipotecario è rimasto prontamente disponibile ed è stata registrata una riduzione, invece di un aumento, nel suo costo. Infine, lo stimolo impresso dal bilancio federale è stato mantenuto ad un livello abbastanza uniforme, in contrasto con le drastiche contrazioni che esso ebbe a subire nei periodi fra il 1954 e il 1956 e fra il 1958 e il 1960. In altri termini, le imprese, le forze lavorative e le autorità hanno tutte contribuito a far sì che l'espansione ciclica fosse equilibrata.

Dati lo stimolo della domanda, che deriverà dagli sgravi fiscali nei mesi futuri, e il ritmo degli investimenti aziendali che si sta accelerando, si prevede una notevole espansione dell'attività economica. Circa le prospettive, vi è stata qualche divergenza di vedute nel valutare i problemi che potranno presentarsi, nonché la politica che potrà essere necessaria. Fra essi vi è il problema se le spinte inflazionistiche manifesteranno precocemente la tendenza a insorgere: circa questa possibilità, sembra che esista nell'economia un ampio margine, capace di assorbire il previsto incremento della domanda senza esercitare pressioni eccessive sulle risorse produttive; difatti, sebbene le forze di lavoro stiano aumentando rapidamente, può darsi che il livello della disoccupazione si riduca soltanto in misura modesta. In simili condizioni, un ulteriore aumento dei prezzi rispecchierebbe, probabilmente, le pressioni indotte da richieste salariali o da incrementi di prezzo decisi da singole industrie. Ciò, tuttavia, non renderebbe meno imperativo per le autorità il dover adottare energiche misure allo scopo di mantenere la stabilità monetaria.

Analoga divergenza di vedute vi è sulla questione se l'elevato saggio di disoccupazione sia strutturale invece che essere il riflesso di una domanda inadeguata. Sebbene soltanto il tempo possa dare una risposta definitiva a questa domanda, non esiste certamente alcuna prospettiva immediata di tensione generale sul mercato del lavoro. E, sia che il punto critico sul mercato del lavoro si trovi più vicino al 4% o più vicino al 5% indicato dalle statistiche sulla disoccupazione, qualsiasi problema di struttura è più facile da risolvere quando la domanda per le forze di lavoro è vivace che quando non lo è.

Vi è, infine, la questione se, per risolvere il problema della bilancia dei pagamenti, occorrerà inasprire ulteriormente la politica monetaria. Quanti si oppongono al contenimento monetario offrono soltanto due alternative: o

mantenere l'attuale politica di facilitazioni monetarie o adottare una politica di drastiche restrizioni che annullerebbero, in ampia misura, lo stimolo indotto dalle riduzioni fiscali. Un'opinione più equilibrata sostiene, tuttavia, che si dovrà consentire che l'uscita senza interruzione di fondi e la tendenza ascendente dei saggi di mercato in Europa vengano rispecchiate nei saggi d'interesse in vigore negli Stati Uniti. Riesce difficile credere che l'espansione sia così fragile che non esista alcun margine per manovrare in questo senso.

Sviluppi nell'Europa orientale.

I risultati poco soddisfacenti che, nelle due annate 1962-63, l'agricoltura ha registrato nella maggior parte dei paesi dell'Europa orientale (compresa l'URSS) sono, in gran parte, da ascrivere a condizioni atmosferiche particolarmente avverse, che hanno fatto sentire la loro sfavorevole influenza anche in molti paesi dell'Europa occidentale.

Vi sono stati tuttavia altri fattori che le autorità hanno incominciato a correggere, sebbene occorrerà qualche tempo prima che se ne possano sentire i benefici. Per esempio, mentre in alcuni paesi sono state adottate misure per accrescere i redditi degli agricoltori, adeguando in aumento i prezzi pagati dallo stato per i loro prodotti, in altri, i piani per il 1964 prevedono maggiori investimenti in attrezzature agricole e nella produzione di fertilizzanti chimici.

Per quanto riguarda la produzione agricola del 1963, essa è stata assai superiore a quella del 1959 (che fu una buona annata agricola) in Albania e Polonia (rispettivamente del 20 e 10%); in Bulgaria, Cecoslovacchia e Romania è stata superiore di circa il 5%, mentre, per l'Ungheria e l'URSS, le statistiche rivelano scarso o nessun progresso. Questa situazione va inoltre esaminata tenendo presente non soltanto l'incremento della popolazione urbana, ma anche la crescente domanda per generi alimentari di migliore qualità dovuta all'espansione dei redditi dei consumatori.

Paesi a economia pianificata:
Reddito nazionale, produzione industriale e produttività.

Paesi	Incrementi annuali					
	Reddito nazionale		Produzione industriale lorda		Produzione per lavoratore nell'industria	
	1962	1963	1962	1963	1962	1963
	percentuali					
Bulgaria	6,2	6,0	11,0	10,0	7,8	4,6
Cecoslovacchia	1,0	- 4,0	6,2	- 0,6	3,1	- 1,0
Germania orientale	4,2	2,5	6,2	4,9	6,6	6,5
Polonia	2,0	6,0	8,4	5,3	3,2	2,7
Romania	4,5	7,0	14,8	12,5	6,5	7,2
Ungheria	4,7	5,0	8,4	7,0	4,4	3,2
URSS	6,0	4,0	9,7	8,5	6,2	5,0
Jugoslavia	4,0	12,0	7,4	14,9	6,0	10,0

Con l'eccezione della Polonia, nei paesi dell'Europa orientale il saggio d'espansione del reddito nazionale è stato inferiore agli obiettivi fissati dai piani per il 1963. In Cecoslovacchia il reddito nazionale è effettivamente diminuito del 4%, dopo essere cresciuto soltanto dell'1% nell'anno precedente.

In Cecoslovacchia è stata la produzione industriale, soprattutto di beni strumentali, a ridursi; ciò è da attribuire al fatto che il lieve incremento delle forze lavorative è stato più che compensato dalla contrazione nella produttività. Attualmente, sembra che sia in atto un riordinamento delle priorità per investimenti e produzione, avente come obiettivo la fabbricazione di prodotti finiti di grande consumo e di qualità migliore; si sta anche cercando di eliminare le gravi strozzature che, con il passare degli anni, si sono determinate nell'industria stessa.

Nel 1963, gli incrementi più cospicui nella produzione industriale sono stati registrati in Romania e Bulgaria (rispettivamente 12,5 e 10%); i risultati sono stati soddisfacenti anche nell'URSS (8,5%) e in Ungheria (7%), sebbene siano stati inferiori a quelli conseguiti nella maggior parte degli anni precedenti. In questi quattro paesi, le forze lavorative occupate nell'industria hanno continuato a espandersi notevolmente di anno in anno, ma la produttività è cresciuta con eguale rapidità o, persino, con ritmo più celere.

La Germania orientale continua a soffrire di scarsità di mano d'opera e l'industria può aumentare la sua produzione soltanto a forza di regolari e sostanziali progressi nella produttività.

I diversi piani per il 1964 prevedono un'espansione della produzione più o meno in armonia con quella conseguita lo scorso anno, con l'eccezione della Cecoslovacchia, dove si spera di realizzare un incremento del 3,5% nella produzione industriale, dopo i risultati negativi del 1963. Sebbene l'adeguamento qualitativo della produzione alla domanda mediante il riordinamento degli investimenti verrà continuato, si è generalmente d'accordo nel ritenere che esso potrà avvenire soltanto per gradi. Questo adeguamento sarà sostenuto dai continui sforzi che verranno compiuti per aumentare il commercio estero tanto all'interno dell'area quanto con i paesi non appartenenti a essa.

La fondazione della Banca per la cooperazione economica internazionale, avvenuta a Mosca il 1° gennaio 1964, ha lo scopo di aiutare a conseguire questo obiettivo. A tale banca, alla quale partecipano l'URSS e gli altri paesi dell'Europa orientale, è stato assegnato il compito di far funzionare un sistema multilaterale di compensazioni, in rubli liberi, fra i paesi membri e di concedere credito in connessione con le compensazioni stesse, nonché nel caso di temporanee difficoltà di pagamento.

In Jugoslavia, la ripresa dell'attività economica, avviatasi nella seconda metà del 1962, è proseguita lo scorso anno, sostenuta da un incremento del 20% negli investimenti fissi e da una forte domanda dei consumatori. I consumi pubblici non sono peraltro cresciuti. La produzione industriale ha registrato un incremento del 15% (7% nel 1962) e la produzione agricola

del 6%, sicchè il prodotto nazionale lordo è aumentato, in termini di volume, del 12% contro il 4% nel 1961 e nel 1962.

Sebbene le esportazioni abbiano continuato a espandersi, le importazioni sono cresciute in misura ancora maggiore, per cui la bilancia commerciale si è deteriorata di circa \$70 milioni. Questo peggioramento è stato in parte compensato da un miglioramento negli introiti dalle partite invisibili e il disavanzo delle partite correnti è stato inferiore al volume delle importazioni di capitali; durante l'anno, le riserve sono, conseguentemente, aumentate di circa \$20 milioni, raggiungendo il totale di \$130 milioni.

La politica monetaria è stata orientata in modo da sostenere l'espansione senza creare inflazione. Si è posta una particolare attenzione nell'evitare che il governo facesse ricorso al credito della banca centrale, mentre si è consentita una certa flessibilità nella concessione di credito bancario a breve alle imprese redditizie, limitando, invece, il credito bancario a lungo termine.

La situazione dei pagamenti internazionali.

Il mutevole squilibrio nei pagamenti. Date le variazioni cospicue e di segno opposto, che si sono verificate lo scorso anno nelle bilance dei pagamenti, non riesce facile rispondere alla domanda se la situazione dei pagamenti internazionali sia diventata, nel suo complesso, più favorevole. Mentre è stato conseguito un migliore equilibrio fra le grandi regioni costituite da America settentrionale, Europa occidentale e terzi paesi, nuovi gravi squilibri sono sorti all'interno dell'Europa.

La notevole riduzione del saldo passivo verso l'estero degli Stati Uniti, registrata dopo la metà del 1963, rappresenta un fattore positivo per la stabilità finanziaria internazionale; considerata la funzione chiave del dollaro quale moneta per gli scambi e di riserva, questo sviluppo ha indubbiamente impresso un tono più fermo a tutto il sistema. Sebbene sia ancora troppo presto per affermare che il miglioramento della bilancia dei pagamenti rappresenti il vero e proprio passo vittorioso verso l'equilibrio del dollaro dopo il quinquennio di continui e cospicui saldi passivi, è certo che è stato compiuto un importante passo verso questa meta.

Date le possibilità pratiche che la situazione offriva, le misure adottate per contenere il deflusso di capitali hanno ben contribuito a riconquistare l'equilibrio, ma gli sforzi compiuti dal governo per ridurre le sue spese all'estero sono stati meno energici. Questo fatto è stato riconosciuto nel programma del luglio 1963, che è stato elaborato per risanare la bilancia dei pagamenti: in esso è stabilito che, per la fine del 1964, le spese all'estero del governo dovranno essere ulteriormente ridotte di \$1 miliardo. Sarà indispensabile conseguire integralmente questo obiettivo. Poichè l'economia interna continuerà a espandersi sotto lo stimolo delle riduzioni fiscali, non si prevede che la bilancia commerciale migliorerà sensibilmente; difatti, data la possibilità di una contrazione nelle esportazioni di prodotti agricoli

dal recente alto livello raggiunto, e tenuto conto delle disposizioni adottate per frenare il "boom" in Europa, è probabile che l'anno prossimo le importazioni cresceranno più rapidamente delle esportazioni. Le esportazioni di capitali a lungo termine sono inoltre destinate ad aumentare quanto entrerà in vigore l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse, anche se ciò potrà venire parzialmente compensato da una minore concessione di crediti bancari a non residenti. Riassumendo si può dire che, mentre, nel futuro, spetterà alla politica di far sì che venga mantenuto il migliorato equilibrio nel conto capitali privati, la riduzione delle spese governative all'estero costituirà un elemento necessario per riportare il dollaro ad una posizione di saldezza.

Il migliore andamento della bilancia dei pagamenti ha accresciuto sensibilmente la fiducia nel dollaro. Questo risultato è stato ottenuto con l'ausilio delle misure adottate nel luglio 1963, che hanno dimostrato che le autorità intendono tenere la situazione sotto controllo. Non si può, peraltro, presumere che il problema di lungo periodo della bilancia dei pagamenti si risolverà da sé. L'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse va considerata come un espediente adottato per ovviare allo squilibrio fondamentale che esiste fra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Esso si rispecchia nella tendenza che i capitali manifestano ad affluire in misura eccessiva all'estero, senza che vi sia una corrispondente uscita di risorse reali sotto forma di esportazioni. Poco importa che ciò sia dovuto al fatto che l'economia non è sufficientemente concorrenziale per quanto riguarda le merci o troppo concorrenziale per quanto riguarda la moneta; comunque sia, nei prossimi anni, il processo di adeguamento dovrà continuare.

In complesso, sono stati notati miglioramenti anche nelle posizioni dei paesi meno industrializzati del mondo occidentale. L'intensa espansione nelle aree industriali ha aumentato la domanda di materie prime, ciò che ha avuto un benefico effetto su prezzi e quantità. In linea generale, la migliorata posizione di questi paesi è indicata dall'incremento delle loro riserve che, nel 1963, è stato di circa \$1,5 miliardi contro \$0,5 miliardi nel 1962.

Negli ultimi due anni, il commercio estero di tali paesi ha avuto, generalmente, un andamento favorevole, perchè gli introiti derivanti dalle esportazioni sono cresciuti in misura maggiore delle spese per le importazioni. Il miglioramento è stato particolarmente sensibile nel 1963, anno in cui il loro disavanzo commerciale è diminuito complessivamente di \$1 miliardo, in seguito anche ai prezzi più elevati spuntati per alcuni dei loro prodotti base, quali, per esempio, zucchero, cacao e lana. Per quanto riguarda l'Australia, il disavanzo commerciale di oltre \$200 milioni nel 1962 è stato sostituito da un modesto avanzo nel 1963 e, in Argentina, lo spostamento dal disavanzo all'avanzo è ammontato a circa \$500 milioni ma, in questo caso, la contrazione nelle importazioni ha avuto maggiore importanza dell'espansione nelle esportazioni. Lo stesso può dirsi press'a poco per gli scambi dell'India, il cui disavanzo si è ridotto da oltre \$900 milioni a meno di \$700 milioni. Un notevole miglioramento sembra essersi verificato nelle bilance commerciali, già positive, dei paesi produttori di petrolio.

D'altra parte, fra i paesi industriali extra-europei, il Giappone ha registrato un forte deterioramento, di oltre \$500 milioni, nella sua bilancia commerciale.

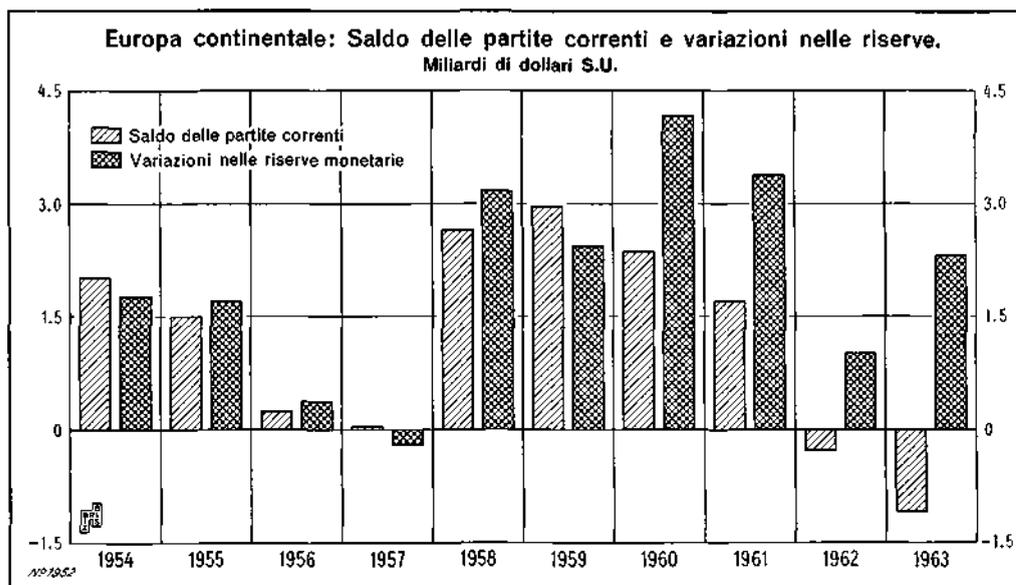
Quanto all'Europa occidentale, le variazioni verificatesi lo scorso anno nella bilancia dei pagamenti sono dovute a sviluppi contrastanti, in cui gli squilibri fra i singoli paesi hanno assunto un rilievo superiore a quello del mutamento globale. Essi riguardano, soprattutto, i paesi della Comunità economica europea, dato che le variazioni relative agli altri paesi sono, in ampia misura, di natura compensatoria.

Nel 1963, le partite correnti delle bilance dei pagamenti dei paesi della Comunità si sono chiuse con un disavanzo, a causa di un ulteriore cospicuo deterioramento del conto merci. Le partite correnti hanno registrato un peggioramento di circa \$700 milioni che ha fatto seguito al movimento sfavorevole, per \$1.650 milioni, dell'anno precedente. Ma mentre, nel 1962, la riduzione nell'avanzo delle partite correnti si era ripartita fra i singoli paesi e aveva rappresentato un fattore di equilibrio nella situazione dei pagamenti internazionali, nel 1963 si sono verificati ampi movimenti sfavorevoli, soprattutto per l'Italia, ma anche per la Francia e, contemporaneamente, un andamento assai favorevole per la Germania. Durante l'anno, lo squilibrio si è andato accentuando, sicchè, nel quarto trimestre, l'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti tedesca aveva raggiunto un saggio d'incremento, calcolato su base annuale, di circa \$2 miliardi, mentre gli altri paesi della Comunità avevano accumulato un disavanzo di circa \$1,5 miliardi, al quale l'Italia ha contribuito in larga parte.

La posizione della bilancia dei pagamenti dell'Europa continentale è stata resa ancora più anormale dal fatto che, mentre le partite correnti sono state passive, il saldo generale è stato largamente attivo, in seguito all'afflusso di fondi dall'estero. L'incremento di \$2,2 miliardi nelle riserve ufficiali, registrato nel 1963, fa parere questo movimento più ampio di quanto non sia stato, poichè la posizione netta delle banche verso l'estero si è deteriorata di circa \$1,3 miliardi. Ciò nonostante, resta il fatto che invece di essere esportatrice netta di capitali — posizione strutturale che sembrerebbe quella appropriata — l'Europa è stata una forte importatrice di fondi, i quali, per la maggior parte, sono andati a impinguare le riserve. Sotto questo aspetto, il 1963 è stato meno favorevole dell'anno precedente, perchè l'incremento delle riserve è stato più cospicuo, nonostante il maggiore disavanzo delle partite correnti.

Pertanto, alle misure da adottarsi dalle autorità spetterà il duplice compito di ristabilire l'equilibrio all'interno dell'Europa e di stimolare lo spostamento indispensabile dall'importazione all'esportazione di capitali rispetto al resto del mondo.

Ove si esaminino le variazioni che si sono verificate nella bilancia dei pagamenti mondiale dal 1961 al 1963, si notano tre sviluppi interessanti, visibili nella tabella che segue. Le esportazioni di capitali dagli Stati Uniti sono cresciute di oltre \$1 miliardo, senza che i paesi fuori dell'Europa, consi-



derati complessivamente, abbiano registrato alcun incremento negli introiti netti da capitali; nel 1963, le riserve ufficiali dei paesi dell'Europa occidentale sono aumentate di poco meno che nel 1961, nonostante il deterioramento di oltre \$2 miliardi nelle partite correnti; e il resto del mondo, fruendo di una espansione nelle importazioni dell'Europa, ha visto salire il saldo delle sue partite correnti (escluse le vendite di oro monetario) di oltre \$1,5 miliardi nei confronti dell'Europa, per cui l'afflusso invariato di capitali è stato sufficiente a coprire il disavanzo commerciale e consentire un miglioramento delle sue riserve.

Il resto del mondo, indicato nella tabella, si suddivide opportunamente fra cinque paesi sviluppati - Australia, Canada, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa - e il complesso dei paesi in fase di sviluppo. Il miglioramento di \$2 miliardi che, dal 1961 al 1963, è stato registrato nelle partite correnti del resto del mondo, si è ripartito in parti quasi uguali fra i due gruppi. In conto capitali, la maggior parte dei fondi netti affluiti al resto del mondo si è diretta verso i cinque paesi più ricchi: \$2,4 su 2,7 miliardi nel 1961 e \$2 miliardi su circa lo stesso importo nel 1963; in quest'ultimo anno, i paesi in fase di sviluppo, considerati come gruppo, erano ancora soltanto modesti importatori di capitali.

Esaminando la fisionomia mondiale dei movimenti di capitali, dal 1961 al 1963 non si sono verificate grandi variazioni. Tuttavia, l'aliquota dell'Europa sulle importazioni nette di capitali, tutt'altro che trascurabile nel 1961, nel 1963 ha uguagliato quella del resto del mondo. Inoltre, sembra che in entrambi gli anni l'Europa abbia importato, in complesso, cospicui capitali netti da fonti che non sono gli Stati Uniti, soprattutto da paesi in fase di sviluppo.

Questo fatto è messo in evidenza da due elementi. In primo luogo, le importazioni nette di capitali dei paesi in fase di sviluppo - \$0,3 miliardi nel 1961 e \$0,9 miliardi nel 1963 - sono state sicuramente inferiori all'importo

Bilancia dei pagamenti mondiale.

1961	Saldo di		
	Stati Uniti	Europa occidentale	Resto del mondo
	millardi di dollari S.U.		
Partite correnti rispetto a Stati Uniti	—	— 0,6	— 1,8
Europa occidentale	+ 0,6	—	— 1,9
resto del mondo	+ 1,8	+ 1,9	—
Totale	+ 2,4	+ 1,3	— 3,7
Vendite di oro monetario	—	—	+ 0,6
Totale partite correnti	+ 2,4	+ 1,3	— 3,1
Conto capitali, errori e omissioni	— 3,7	+ 0,9	+ 2,7
Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta nel FMI	— 1,3	+ 2,2	— 0,4
1962			
Partite correnti rispetto a Stati Uniti	—	— 0,9	— 1,3
Europa occidentale	+ 0,9	—	— 0,9
resto del mondo	+ 1,3	+ 0,9	—
Totale	+ 2,2	—	— 2,2
Vendite di oro monetario	—	—	+ 0,3
Totale partite correnti	+ 2,2	—	— 1,9
Conto capitali, errori e omissioni	— 4,1	+ 1,9	+ 2,3
Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta nel FMI	— 1,9	+ 1,9	+ 0,4
1963			
Partite correnti rispetto a Stati Uniti	—	— 1,1	— 1,7
Europa occidentale	+ 1,1	—	— 0,3
resto del mondo	+ 1,7	+ 0,3	—
Totale	+ 2,8	— 0,8	— 2,0
Vendite di oro monetario	—	—	+ 0,8
Totale partite correnti	+ 2,8	— 0,8	— 1,2
Conto capitali, errori e omissioni	— 4,9	+ 2,6	+ 2,9
Saldo complessivo, corrispondente a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nella posizione netta nel FMI	— 2,1	+ 1,8	+ 1,7

Nota: I saldi complessivi per le diverse aree corrispondono a variazioni nelle riserve monetarie ufficiali e nelle posizioni nette nel FMI dei paesi. Sui saldi hanno influito le differenze nella presentazione statistica e i movimenti di riserve ufficiali costituite da dollari verso o dal mercato dell'eurodollaro. Sommando i saldi complessivi di ciascun anno, si ottiene un risultato netto positivo. Se le statistiche degli averi in valute estere non presentassero incongruenze, questo importo corrisponderebbe all'incremento delle riserve di oro monetario per l'anno in questione.

loro di capitali esteri che essi hanno ricevuto in quei due anni. Il deflusso lordo di fondi da questi paesi deve essere stato pertanto considerevole. Secondariamente, in base alle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, non più della metà circa dei capitali netti affluiti in Europa nel 1961 e nel 1963 può essere attribuita direttamente a fonti americane. Sembrerebbe pertanto che l'afflusso di capitali ai paesi in fase di sviluppo, provenienti, in buona parte, dagli Stati Uniti, sia stato, in ampia misura, compensato da un'uscita e per lo più verso l'Europa.

Manovra dei mercati dei cambi e delle riserve. Nello scorso anno è stata necessaria un'ininterrotta ed attiva cooperazione fra le autorità monetarie dei principali centri finanziari per fronteggiare le mutevoli pressioni che si sono verificate sui mercati dei cambi, nonchè per integrare le riserve ufficiali. La necessità di una simile cooperazione è scaturita, anzitutto, dalle posizioni debitorie e creditorie delle bilance dei pagamenti di base, che hanno dovuto essere finanziate in modo da ridurre al minimo l'instabilità nei cambi, ma anche da pressioni temporanee dovute all'incertezza della situazione politica e finanziaria. Gli esempi della sterlina, del dollaro e della lira mettono in evidenza la natura dei problemi e gli strumenti impiegati per fronteggiarli.

Nel caso della sterlina, all'inizio del 1963, l'ondata delle vendite sul mercato dei cambi è stata provocata da un ritiro di fondi liquidi dalla piazza di Londra. Esse rispecchiavano piuttosto l'inquietudine circa le prospettive a più lungo termine della bilancia dei pagamenti che non un saldo passivo immediato verso l'estero e appartenevano a quel genere di movimenti che tendono a essere cumulativi, fintanto che il pubblico si rende chiaramente conto che le autorità hanno le risorse e la volontà necessarie per fronteggiare la situazione. Nel gennaio 1963, l'impressione sfavorevole prodotta dal fallimento dei negoziati per l'entrata del Regno Unito nel Mercato comune ha provocato un deflusso di fondi e, in marzo, vi è stato un movimento più consistente, in previsione dell'introduzione di un bilancio di espansione. In entrambi i casi, le autorità sono state costrette a intervenire sul mercato per soddisfare l'imponente domanda di divise estere. La Banca d'Inghilterra ha compensato le sue cessioni al mercato ricevendo depositi, per \$250 milioni, effettuati da quattro banche centrali dell'Europa continentale ed evitando così una diminuzione delle sue riserve. Poichè la situazione verso l'estero era fondamentalmente sana, i dubbi sono andati rapidamente scomparendo e, in giugno, il riflusso di fondi ha consentito di rimborsare i depositi eseguiti dalle banche centrali.

Nel caso del dollaro, il disavanzo della bilancia dei pagamenti di base ha costituito il nocciolo della difficoltà. Ciò non dipendeva tanto dal saldo passivo accumulato in un determinato anno, per compensare il quale gli Stati Uniti disponevano di una imponente riserva aurea, nonchè di ampie possibilità di finanziamento attraverso crediti, quanto dalla sua persistenza, che minava la posizione di liquidità del dollaro e la fiducia in esso. Peraltro, il problema posto da questa situazione è stato complicato dall'utilizzo assai esteso che si fa del dollaro come mezzo di regolamento internazionale. Ciò significava che trasferimenti temporanei di fondi e altri squilibri nei conti fra i diversi paesi avrebbero potuto aumentare il drenaggio delle riserve auree americane, qualora vi fosse stato motivo per preferire l'oro ai dollari nella composizione delle riserve ufficiali.

Lo scorso anno, le operazioni sui mercati dei cambi si sono concentrate sulle seguenti valute: DM, franco svizzero e fiorino. La sostenutezza di queste monete nei confronti del dollaro è dovuta più a trasferimenti di dollari provenienti dalle riserve di altri paesi che allo squilibrio in atto nelle transa-

zioni dirette con gli Stati Uniti. Per il DM e il franco svizzero, le eccessive offerte di dollari di alcuni periodi non hanno manifestato, successivamente, alcuna tendenza a essere compensate da riflussi di fondi, mentre le pressioni esercitate sul fiorino sono state di più breve durata. Per dominare la situazione, le autorità americane hanno fatto ricorso agli strumenti che erano stati sperimentati nei due anni precedenti: 1) intervento sui mercati dei cambi a termine per il franco svizzero e il fiorino, allo scopo di provvedere la copertura, a costo ragionevole, per i fondi in dollari detenuti da non residenti; 2) prelievi da impegni di riporto, in tutti e tre i casi, per assorbire un'improvvisa offerta eccessiva di dollari; occorre osservare che la rete di accordi monetari reciproci creata fra la Riserva federale e le banche centrali estere, compresa la BRI, è stata estesa fino a raggiungere oltre \$2 miliardi; 3) operazioni di riporto su averi in determinate valute europee, tramite l'intermediazione della BRI, per fronteggiare il fabbisogno temporaneo di altre valute, soprattutto franchi svizzeri e fiorini; 4) emissione di certificati del Tesoro stilati in valute estere a favore della Banca federale tedesca e della Confederazione svizzera per assorbire l'eccessiva accumulazione di dollari da parte della Germania e della Svizzera e, in un caso, per contribuire a liquidare un prelievo da un impegno di riporto.

In aggiunta, nel febbraio e nel maggio 1964, gli Stati Uniti hanno effettuato due prelievi di \$125 milioni ciascuno dal Fondo monetario internazionale (soprattutto in DM e franchi francesi). Il ricavato è stato ceduto ad altri paesi che lo hanno utilizzato per eseguire rimborsi al Fondo. Siccome non era possibile utilizzare dollari a questo scopo, non essendo più gli Stati Uniti un prestatore netto attraverso il Fondo, l'alternativa per il Tesoro consisteva in una perdita di riserve auree, sia direttamente ai paesi che avevano bisogno di oro per riacquistare la propria valuta dal Fondo, sia indirettamente, in seguito all'acquisto, da parte di questi paesi, di valute europee contro dollari per lo stesso fine.

L'obiettivo delle operazioni valutarie americane è stato quello di impedire che pressioni temporanee e, in misura anche maggiore, l'accumulazione duratura di dollari, avessero per risultato una riduzione troppo forte delle riserve auree. Le preoccupazioni circa il livello delle riserve celavano, però, lo scopo più essenziale di prevenire qualsiasi fuga dal dollaro che, pur potendo essere fronteggiata con misure di emergenza, avrebbe messo in pericolo l'espansione interna dell'economia.

Nel caso della lira, la principale difficoltà è stata creata dal rapido insorgere di un cospicuo disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. A ciò si è aggiunta un'importante uscita di capitali italiani che cercavano sicurezza da possibili fluttuazioni di cambio e, in parte, incentivi fiscali. Per le autorità, il problema è consistito nel finanziare il disavanzo durante il tempo necessario per formulare un programma di stabilizzazione e raccoglierne i frutti e tutto ciò nel modo atto a causare la minima perdita di fiducia. Il fatto che le difficoltà abbiano avuto inizio quando le riserve italiane avevano raggiunto il livello di oltre \$3,5 miliardi, più \$200 milioni di certificati di indebitamento stilati in lire, emessi dal Tesoro americano,

vale a far ricordare che un elevato livello di liquidità verso l'estero non assicura automaticamente l'adeguato funzionamento del sistema monetario internazionale.

Nella prima fase, che ebbe inizio nel secondo semestre del 1962, il disavanzo venne finanziato con l'abolizione dell'obbligo, per le banche, di mantenere posizioni valutarie in equilibrio. A quel tempo, questa misura fu ritenuta un mezzo conveniente per fornire all'economia la necessaria liquidità interna. Durante un anno (al settembre 1963), le banche avevano ricevuto fondi dall'estero, in valute diverse, per circa \$1 miliardo, prelevandoli soprattutto dal mercato dell'eurodollaro.

Quando la Banca d'Italia limitò il ricorso degli istituti di credito ai fondi esteri, l'ininterrotto saldo passivo cominciò a rispecchiarsi in una riduzione delle riserve ufficiali. Durante questa fase, che va dall'ottobre 1963 al febbraio 1964, sono stati utilizzati due impegni per contenere la perdita diretta di riserve. La Banca d'Italia ha prelevato fondi dall'impegno di riporto reciproco concluso con il Sistema della Riserva federale e ha ceduto lire direttamente al Tesoro americano, raccogliendo così ulteriori risorse per i suoi interventi sul mercato. I fondi in lire accumulati dal Tesoro americano sono stati utilizzati, successivamente, per rimborsare il suo debito verso l'Italia, rappresentato da certificati d'indebitamento stilati in lire; il rimborso è stato effettuato in aprile 1964.

In marzo ha avuto inizio una nuova fase caratterizzata da accordi che hanno reso disponibili cospicue risorse liquide, nonché altri crediti esteri. Lo scopo era di limitare la fuga di capitali nonché il drenaggio delle riserve. Era intanto già stata adottata una energica politica di contenimento, sicché sembrava prospettarsi un miglioramento della situazione. Alcune banche centrali europee e il Tesoro americano hanno messo a disposizione rilevanti fondi liquidi; l'Italia ha prelevato la sua "tranche" in oro nel FMI per l'importo di \$225 milioni e sono stati conclusi accordi, per la concessione di crediti a medio termine per \$450 milioni, con l'"Export-Import Bank" e la "Commodity Credit Corporation". Sono stati, inoltre, iniziati negoziati con la BIRS per la concessione di un credito a termine più lungo. Perciò, la varietà e il volume di risorse finanziarie internazionali, compresi fondi liquidi privati, che sono stati assicurati per contribuire a colmare il saldo passivo, hanno anche dimostrato la flessibilità del sistema finanziario internazionale.

I dettagli su questi tre casi mettono in luce cosa significhi concretamente aver bisogno di liquidità internazionale. In pratica, la necessità sorge quando, sul mercato dei cambi, una o più valute vengono sottoposte a pressione e i fondi liquidi, derivino da riserve ufficiali o da risorse prese a prestito, sono i mezzi che possono essere mobilizzati per contenere la pressione. Naturalmente, più saranno rapide e decise le misure adottate per ristabilire l'equilibrio e minore sarà la necessità di intervenire sul mercato dei cambi. Ad ogni modo, il totale mondiale di liquidità internazionale, qualunque sia il metodo statistico impiegato per calcolarla, ha soltanto un rapporto remoto con i problemi pratici che i paesi debitori e creditori

si trovano a dover fronteggiare nel manovrare i mercati dei cambi. Quale che sia l'entità delle riserve globali, la loro ripartizione non sarà mai quella ideale; e anche le riserve cospicue di un paese che abbia una bilancia dei pagamenti passiva possono sovente dover essere integrate con risorse esterne per impedire la perdita di fiducia e la fuga dalla moneta. Le intese che vengono concordate di mese in mese per risolvere questi problemi pratici stanno offrendo una dimostrazione prammatica della funzione che la cooperazione fra le autorità monetarie esercita nella gestione del sistema finanziario internazionale.

PARTE II

RASSEGNA MONETARIA ED ECONOMICA.

I. SVILUPPI E POLITICHE DEL CREDITO.

Nel settore monetario sono stati compiuti, lo scorso anno, notevoli progressi verso la soluzione di taluni problemi, sebbene ne siano sorti di nuovi.

Negli Stati Uniti, l'adozione di misure fiscali in favore dell'espansione, oltre a promettere che si avrà un sostenuto progresso economico, ha offerto una maggiore libertà di movimento per adeguare la politica monetaria agli obiettivi di natura internazionale. D'altra parte, nell'Europa occidentale e in Giappone, dove, poco più di dodici mesi orsono, il ritmo dell'attività si era rallentato, la domanda in troppo rapida espansione ha costretto a fare frequentemente ricorso a misure creditizie restrittive. Il divario nei saggi d'interesse si è pertanto ulteriormente aggravato rispetto agli Stati Uniti.

Nei paesi continentali dell'Europa occidentale, il problema della politica monetaria è stato poi complicato dalla diversa intensità della pressione esercitata dalla domanda e dagli squilibri sorti nelle bilance dei pagamenti. Soprattutto all'interno del Mercato comune, le esigenze dell'integrazione hanno reso particolarmente difficile per un paese creditore, quale la Germania, l'impiego di restrizioni monetarie come mezzo per combattere l'inflazione "importata". Oltre a ciò, è diventato più importante per un paese debitore, quale l'Italia, prendere tutte le misure indispensabili, comprese le restrizioni creditizie, per stroncare l'inflazione alle sue origini.

L'inflazione ha anche accentuato il problema relativo allo sviluppo e all'integrazione dei mercati dei capitali in Europa. Negli anni recenti, la progressiva diminuzione dei margini di profitto, mitigata soltanto dall'inflazione dei prezzi, ha diminuito la capacità dell'industria ad autofinanziarsi, mentre la prospettiva di margini relativamente ristretti e di prezzi ulteriormente crescenti ha reso gli investitori più restii a collocare fondi a lungo termine.

La vasta portata di questi sviluppi agli effetti della politica da adottare è, in linea di principio, abbastanza evidente e le autorità interessate hanno generalmente agito nella direzione giusta. È importante che, nei paesi in cui esistono pressioni inflazionistiche, la politica di contenimento fiscale, destinata ad aumentare il risparmio pubblico, riceva adeguata priorità. Dal punto di vista interno, ciò ha il vantaggio di agevolare la disponibilità di credito bancario e di fondi sul mercato dei capitali per scopi d'investimento,

riducendo così il pericolo di provocare un rallentamento nel ritmo di espansione. Sul piano esterno, la politica di contenimento fiscale contribuisce a limitare l'incremento dei saggi d'interesse, diminuendo, pertanto, l'incentivo all'ulteriore afflusso di capitali verso l'Europa. Se ed in quanto sia necessario fare ricorso a restrizioni creditizie, le misure adottate dovrebbero, per quanto possibile, tendere a evitare un eccessivo afflusso di capitali.

Per quanto concerne gli Stati Uniti, la politica da adottare sembra piuttosto condizionata dalla necessità di una maggiore propensione ad accettare una struttura dei saggi d'interesse alquanto più elevata. Le riduzioni fiscali, introdotte nel febbraio 1964, hanno posto una solida base a questo riguardo, mentre, anche per ragioni interne, potrà dimostrarsi giustificata una maggiore cautela nel settore creditizio.

Sviluppi comparativi del credito e dei mercati dei capitali.

Nuova fisionomia del risparmio e degli investimenti. Negli anni recenti, la vivace domanda di credito nei paesi continentali dell'Europa occidentale è stata determinata da alcuni importanti sviluppi relativi tanto all'origine che all'utilizzo dei capitali destinati agli investimenti. Per quanto concerne la domanda di risorse liquide, fino al 1962 gli investimenti in capitali fissi hanno continuato ad aumentare in rapporto al prodotto nazionale lordo. Sebbene, nel 1962 e all'inizio del 1963, gli investimenti industriali in impianti e attrezzature siano rallentati sensibilmente, essi sono rimasti elevati e, recentemente, hanno presentato nuovi sintomi di progresso. Quasi ovunque la domanda nel settore dell'edilizia si è mantenuta a livelli inflazionistici. Nel 1963, gli investimenti nelle scorte sono stati, d'altra parte, modesti e molto al disotto della media relativa al 1960-61: fatto che rende tanto più notevole l'adeguamento sul piano esterno di questi paesi.

Quanto all'approvvigionamento di fondi, negli anni recenti, la maggiore caratteristica è data dalla diminuzione dei saggi del risparmio nazionale. Nella più parte dei casi, ciò è, soprattutto, dovuto a una relativa contrazione nel risparmio aziendale lordo. La più vivace concorrenza internazionale ha esercitato una considerevole pressione sui prezzi industriali, mentre l'incremento dei redditi derivanti da salari e stipendi ha manifestato la tendenza a precedere l'aumento della produttività. Nel 1963, i prezzi in aumento delle merci hanno pure contribuito a ridurre i margini di profitto.

Poichè la maggior parte del reddito del settore personale viene regolarmente speso in consumi, l'effetto del suo incremento relativo, a detrimento dei profitti, non ha provocato un aumento compensatore del risparmio personale. E, dopo il 1961, non è stato registrato nemmeno alcun compenso nel risparmio del settore pubblico, che ha, invece, mostrato la tendenza a contrarsi in rapporto al prodotto nazionale lordo.

Per i singoli paesi, l'andamento delle componenti del risparmio e degli investimenti in rapporto al prodotto nazionale lordo è riportato nella tabella che segue.

Risparmio nazionale e investimenti (al lordo).

Paesi	Anni	Risparmio nazionale lordo			Totale risparmio e investimenti	Investimenti interni lordi			
		Settore personale	Imprese	Autorità pubbliche		Formazione dei capitali fissi lordi		Aumento nelle scorte	Saldo netto verso l'estero
						Edilizia	Impianti e attrezzature		
in percentuale del prodotto nazionale lordo, a prezzi di mercato									
Belgio	1960	9,5	10,2	- 0,2	19,5	5,8	12,8	0,7	0,2
	1961	8,2	10,5	0,8	19,5	6,0	12,8	0,7	0,0
	1962	8,4	10,4	1,0	19,8	5,7	13,1	0,5	0,5
	1963	.	.	.	19,2	5,6	13,3	0,6	- 0,3
Danimarca	1960	15,6	.	6,0	21,6	3,2	16,2	3,4	- 1,2
	1961	16,8	.	3,5	20,3	3,6	17,0	1,5	- 1,8
	1962	14,3	.	5,1	19,4	3,6	17,0	2,3	- 3,5
	1963	.	.	.	19,8	3,4	16,2	0,2	0,0
Finlandia	1960	7,9	9,7	11,4	29,0	5,7	23,3	0,9	- 0,9
	1961	10,6	9,9	9,4	29,9	6,3	23,1	1,8	- 1,3
	1962	9,8	9,4	9,5	28,5	6,9	22,4	0,9	- 1,7
	1963	10,5	9,8	7,0	27,3	7,6	21,0	.	- 1,3
Francia	1960	8,9	8,8	5,1	22,8	4,7	14,0	2,4	1,7
	1961	9,1	8,5	5,4	22,0	4,8	14,8	0,9	1,5
	1962	9,2	8,3	4,4	21,9	4,7	14,9	1,6	0,7
	1963	8,5	7,9	4,6	21,0	5,0	14,8	1,1	0,1
Germania	1960	4,9	16,5	6,6	28,0	5,8	18,0	2,9	1,3
	1961	5,0	15,3	6,5	26,8	5,9	18,8	1,8	0,3
	1962	5,0	15,0	6,3	26,3	6,0	19,4	1,2	- 0,3
	1963	5,5	15,0	5,8	26,3	6,1	19,0	1,2	0,0
Italia	1960	22,4	.	3,6	26,0	5,8	17,5	1,6	1,1
	1961	22,8	.	4,3	27,1	5,9	18,3	1,4	1,5
	1962	22,2	.	4,4	26,6	6,5	18,1	1,3	0,7
	1963	19,6	.	4,1	23,7	6,8	17,5	0,9	- 1,5
Norvegia	1960	16,8	.	9,9	26,7	3,9	23,9	1,3	- 2,4
	1961	16,6	.	10,1	26,7	4,1	25,1	1,3	- 3,8
	1962	15,5	.	10,2	25,7	4,2	24,6	0,2	- 3,3
	1963	15,8	.	9,6	25,4	4,1	25,8	- 0,9	- 3,6
Paesi Bassi	1960	9,5	14,4	5,9	29,8	4,2	19,4	3,3	2,9
	1961	8,2	13,6	6,8	28,6	4,1	20,1	2,9	1,5
	1962	8,0	12,8	6,1	26,9	3,9	20,4	1,2	1,4
	1963	8,2	12,7	5,4	26,3	4,0	20,4	0,9	1,0
Regno Unito	1960	5,2	11,2	2,3	17,5 ¹	3,0	13,2	2,3	- 1,0
	1961	6,3	9,4	2,5	18,0 ¹	3,0	13,9	1,1	- 0,0
	1962	5,4	8,8	3,6	17,2 ¹	3,1	13,4	0,3	0,4
	1963	5,8	9,5	2,3	17,0 ¹	3,1	13,0	0,5	0,4
Svezia	1960	4,3	12,7	6,5	23,5	5,2	17,0	2,2	- 0,9
	1961	4,5	11,7	8,0	24,2	5,3	17,2	1,6	0,1
	1962	5,1	9,0	8,9	23,0	5,5	17,1	0,6	- 0,2
	1963	5,0	17,4	.	22,4	5,7	17,3	- 0,2	- 0,4
Svizzera	1960	4,6	7,6	13,9	26,1	6,9	15,9	2,6	0,7
	1961	5,4	7,5	14,0	26,9	7,4	18,9	3,2	- 2,6
	1962	4,0	7,4	14,9	26,3	7,0	20,7	2,1	- 3,4
	1963	.	.	.	25,7	7,0	20,8	1,5	- 3,6
Stati Uniti	1960	4,3	10,1	3,7 ²	17,4 ¹	4,3 ²	12,1 ²	0,7	0,3
	1961	5,3	9,8	2,1 ²	16,9 ¹	4,2 ²	11,8 ²	0,3	0,6
	1962	5,2	10,4	2,2 ²	17,5 ¹	4,3 ²	11,8 ²	1,0	0,4
	1963	5,0	10,4	2,7 ²	17,5 ¹	4,4 ²	11,8 ²	0,8	0,5
Giappone	1960	17,1	13,2	8,2	36,9 ¹	2,3	29,2	5,0	0,4
	1961	18,0	14,1	9,8	41,4 ¹	2,5	32,2	8,8	- 2,1
	1962	17,8	12,4	9,6	38,3 ¹	2,7	32,0	3,7	- 0,1
	1963 ²	.	.	.	34,2 ¹	3,4	28,9	3,5	- 1,6

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

Fino ad un certo punto, le tendenze or ora descritte erano desiderabili. Per i paesi continentali con saldi attivi verso l'estero, un livello di risparmio più adeguato agli investimenti interni ha contribuito a migliorare la bilancia dei pagamenti con il resto del mondo. Non v'è dubbio che il medesimo abbia pure potenzialmente contribuito a un maggiore equilibrio fra profitti e salari, semprechè sia possibile stabilizzare la situazione. Tuttavia, nello scorso anno, le forze di riequilibrio hanno manifestato la tendenza a sfuggire di mano, portando, in alcuni paesi, a un'eccessiva domanda interna e a saldi passivi verso l'estero, reali o potenziali.

Sebbene la graduale diminuzione del risparmio globale fosse già in atto da qualche tempo, all'inizio del 1963 numerosi paesi continentali continuavano a perseguire politiche di relative facilitazioni creditizie. Ciò era dovuto, in parte, al fatto che le loro posizioni verso l'estero erano ancora salde, ma, in parte, anche al desiderio di sostenere gli investimenti privati, per i quali, in alcuni settori, le occasioni favorevoli erano andate riducendosi. Vi era, inoltre, da parte delle aziende, la necessità indipendente, ma connessa, di agevolare lo spostamento dalle fonti interne di finanziamento a quelle esterne. Nel 1963, tuttavia, l'aumento cumulativo di salari e consumi ha contribuito all'inflazione e alla sua trasmissione, sul piano internazionale, attraverso la domanda di importazioni. In alcuni paesi, la politica fiscale, già orientata nella direzione sbagliata in seguito al precedente rallentamento degli investimenti privati, non ha potuto essere prontamente invertita. Data questa situazione, in numerosi paesi, la politica creditizia ha dovuto abbandonare rapidamente il regime di relative facilitazioni e adottare provvedimenti assai restrittivi.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, gli eventi hanno avuto un andamento diverso. Sul volgere del 1962, la propensione globale al risparmio superava nettamente la domanda per investimenti interni. Ma il potenziale di risparmio, invece di essere collegato, come si era verificato precedentemente sul Continente, a un saldo attivo della bilancia dei pagamenti, rischiava di essere sciupato sotto forma di risorse interne inoperose. Da allora, il progresso economico ha accelerato il suo ritmo in entrambi i paesi, in parte in seguito all'introduzione di politiche fiscali per stimolare l'espansione, con il risultato di una forte ripresa nel risparmio aziendale.

Credito bancario e formazione delle attività liquide. Una caratteristica assai notevole della fase ciclica del 1958-63 è costituita dall'imponente espansione del credito bancario. Nel periodo indicato, l'aumento del totale del credito bancario è stato, in termini assoluti, due o tre volte maggiore di quello del periodo di espansione del 1952-57 e gli incrementi sono risultati, di solito, anche assai superiori in termini di percento. In alcuni paesi, quali Francia, Italia e Finlandia, il cospicuo aumento, registrato nel 1958-63, è, in proporzione, uguale a quello del periodo precedente. Esso è stato spettacolare pure in Germania, nonostante l'incremento eccezionale del 1952-57.

Nel 1958-63, l'espansione del credito bancario, nonchè dei depositi presso le banche, è stata connessa con lo squilibrio nei pagamenti internazionali.

Espansione delle attività bancarie.

Paesi	Periodi	Aumento globale		Aliquota dell'aumento dovuta a variazioni		
		in miliardi di unità monetarie nazionali	in per cento	nelle attività estere nette	nel credito al settore pubblico	nel credito al settore privato
percentuali						
Austria	1958-1963	62,2	109,4	29,2	22,0	48,8
Belgio	1952-1957	45,9	24,2	22,6	38,6	38,8
	1958-1963	125,0	53,0	17,1	50,5	32,4
Danimarca	1952-1957	3,8	27,5	6,3	3,6	90,1
	1958-1963	13,7	77,2	17,5	— 5,3	87,8
Finlandia	1952-1957	2,3	83,7	— 1,7	2,7	99,0
	1958-1963	4,4	88,7	10,8	— 2,6	91,8
Francia	1952-1957	38,4	103,1	— 7,0	37,4	69,6
	1958-1963	88,4	116,9	27,7	12,8	59,5
Germania	1952-1957	78,2	189,8	25,3	5,8	68,9
	1958-1963	124,5	104,3	11,7	9,8	78,5
Italia	1952-1957	4.668	110,0	4,0	26,3	69,7
	1958-1963	12.150	128,4	7,5	13,8	78,7
Norvegia	1952-1957	3,6	26,4	12,9	5,0	82,1
	1958-1963	7,1	41,4	12,7	3,9	83,4
Paesi Bassi	1952-1957	1,9	15,5	121,5	—146,6	125,1
	1958-1963	11,3	79,3	44,0	6,1	49,9
Regno Unito	1952-1957	0,9	10,1	— 11,7	122,7	— 11,0
	1958-1963	2,4	23,9	16,5	— 34,9	118,4
Spagna	1954-1957	129,6	79,8	— 5,1	44,7	60,4
	1958-1963	380,3	130,2	20,0	10,5	69,5
Svezia	1952-1957	12,3	42,8	9,1	30,2	60,7
	1958-1963	22,7	55,4	7,0	8,0	85,0
Svizzera	1952-1957	11,3	41,0	9,7	15,8	74,5
	1958-1963	29,1	74,7	18,3	9,1	72,6
Stati Uniti	1952-1957	38,9	21,7	1,0	6,2	92,8
	1958-1963	81,4	37,3	— 11,1	37,1	74,0
Canadà	1952-1957	2,9	34,5	—	— 5,9	105,9
	1958-1963	4,7	41,8	18,5	13,7	67,8
Giappone	1953-1957	3.814	93,2	— 1,8	10,6	91,2
	1958-1963	17.956	227,1	1,8	3,4	94,8

Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, "Monetary Survey".

Negli Stati Uniti, le autorità monetarie hanno più che compensato gli effetti che il deflusso senza interruzione di oro ha prodotto sulla base creditizia, allo scopo di stimolare una più piena utilizzazione delle risorse. Nei paesi continentali dell'Europa occidentale, le crescenti attività estere nette del sistema bancario hanno costituito una importante contropartita dell'aumento nelle attività liquide del pubblico all'interno. Perciò, nel 1958-63, l'espansione globale del credito bancario è stata non soltanto superiore a quella del 1952-57, ma l'aliquota dell'incremento che va attribuita all'aumento delle attività estere nette ha superato spesso, e di molto, quella del precedente periodo. Come può essere rilevato dalla tabella, questa aliquota varia da circa il 10% (Finlandia, Germania, Italia, Norvegia e Svezia) al 30% e più (Austria, Francia e Paesi Bassi).

L'influenza esercitata dagli incrementi nell'acquisizione netta di valute estere assume un rilievo più spiccato, ove si ponga a confronto soltanto l'aumento delle riserve ufficiali con quello dei mezzi di pagamento nazionali. In tutti i paesi continentali, con l'eccezione della Germania, l'espansione delle attività in valute estere, detenute dalle banche centrali, è stata assai maggiore nel 1958-63 che nel 1952-57, e lo stesso vale per l'incremento, in termini di percento, dei mezzi di pagamento. Vero è che, in Francia, nel periodo più recente, i mezzi di pagamento sono cresciuti quasi nella stessa misura che nel periodo precedente, quando la variazione netta delle attività estere fu trascurabile; ciò rispecchia l'inflazione degli anni 1956-57.

Variazioni negli averi ufficiali in attività estere e nei mezzi di pagamento.

Paesi	Variazione nelle attività estere ufficiali		Aumento della moneta in circolazione e dei depositi a vista			
	1952-57	1958-63	1952-57	1958-63	1952-57	1958-63
	miliardi di unità monetarie nazionali				in percento	
Belgio	6,10	43,70	29,40	80,90	17	41
Danimarca	0,37	2,10	1,06	6,09	15	77
Finlandia	0,06	0,56	0,18	0,82	18	70
Francia	0,34	21,23	34,42	78,26	93	110
Germania	21,50	10,10	15,90	27,10	83	77
Italia*	0,19	1,77	2,31	6,46	79	123
Norvegia	0,24	1,25	1,25	2,42	22	35
Paesi Bassi	1,64	3,59	2,03	5,26	29	58
Svezia	- 0,14	1,54	1,64	5,62	20	56
Svizzera	1,93	5,36	3,08	11,46	26	76

* Migliaia di miliardi.

Dalla tabella che precede si può rilevare che, nella maggior parte dei paesi continentali dell'Europa occidentale, esiste praticamente una connessione, sebbene non molto stretta, fra aumenti delle riserve e incrementi dei mezzi di pagamento. Questa connessione scaturisce, naturalmente, dal fatto che la banca centrale deve creare moneta nazionale per acquisire attività estere e questa moneta rende, a sua volta, possibile una espansione multipla dei depositi bancari e del credito. Le autorità monetarie possono compensare in tutto o in parte l'effetto dell'afflusso di valute estere e alcuni paesi, che così hanno fatto, hanno conseguito migliori risultati di altri.

Bisogna riconoscere, d'altra parte, che, in regime di convertibilità, la misura in cui l'afflusso di valute estere può essere compensato è limitata dalle condizioni monetarie esistenti in altri paesi. Ciò è chiaramente dimostrato dagli sforzi, privi di successo, compiuti dalla Germania nel 1959-60 per introdurre restrizioni monetarie. Si andrebbe, peraltro, troppo oltre, affermando che le attuali tendenze inflazionistiche in Europa sono state l'inevitabile conseguenza di precedenti afflussi di valuta. In numerosi paesi, un maggiore contenimento sia monetario sia del bilancio pubblico, soprattutto negli ultimi due anni, avrebbe contribuito a ridurre la domanda eccessiva.

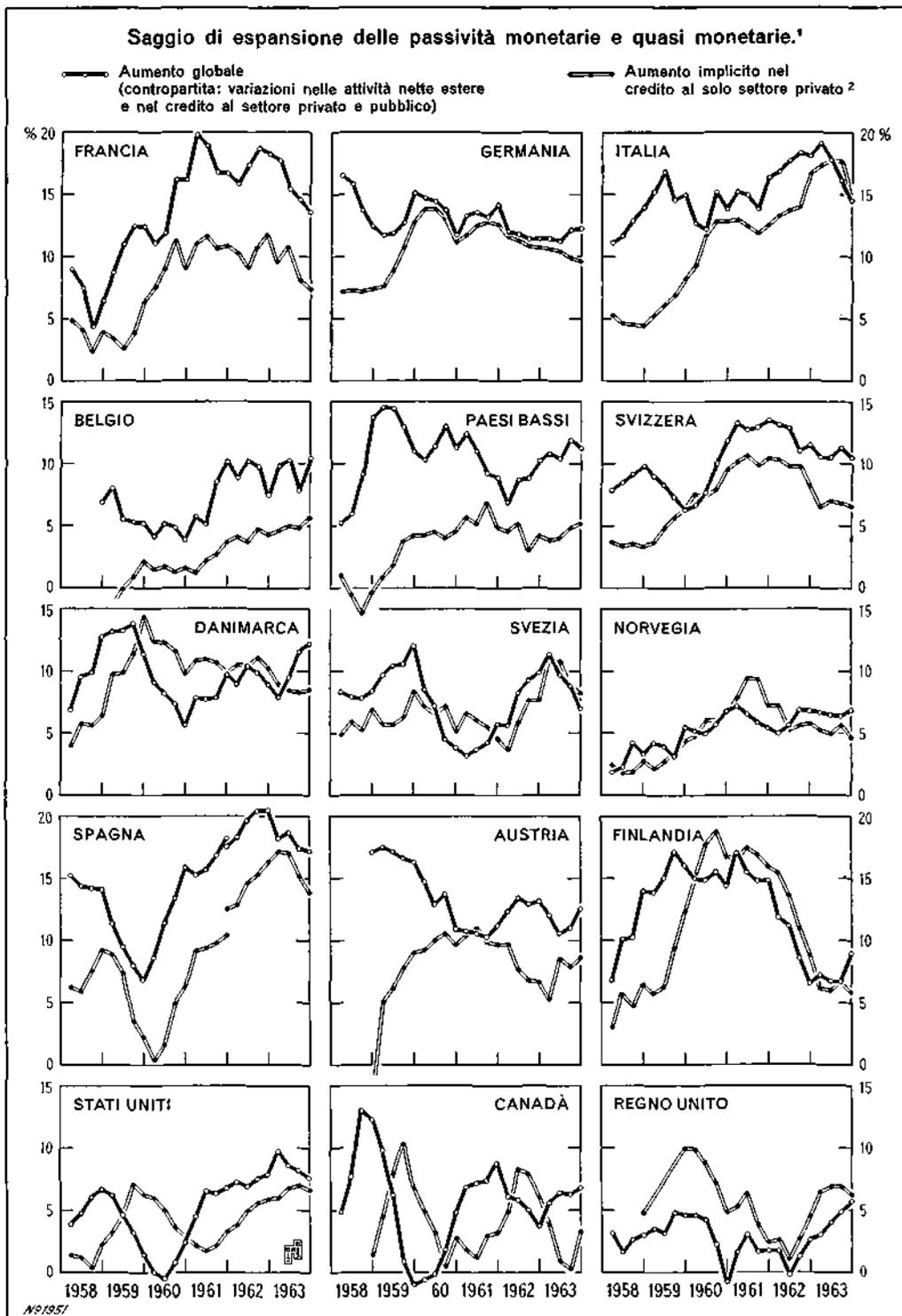
Ma per porre il problema nella sua giusta luce, occorre osservare che l'espansione globale del credito bancario, verificatasi nella maggior parte dei paesi dell'Europa occidentale nel 1958-63, non può essere attribuita, in ampia misura, all'incremento del credito al settore pubblico. In linea generale, le posizioni dei bilanci statali sono state assai più stabili che negli anni 1952-57. Nel 1958-63, in molti paesi (Danimarca, Finlandia, Francia, Italia, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera), il ricorso netto al credito bancario da parte del settore pubblico è stato notevolmente inferiore a quello del 1952-57 e, in alcuni casi, è stato persino negativo (vedasi pagina 40). Sebbene ciò non valga per la Germania e i Paesi Bassi, l'incremento in questi due paesi, nel 1958-63, è stato modesto e, in parte, ha rispecchiato il credito concesso alle autorità locali. Soltanto in Belgio, il credito bancario al settore pubblico è stato cospicuo, cioè maggiore che nel 1952-57. In qualche paese e soprattutto nei Paesi Bassi, nel Regno Unito e in Svezia, anche le operazioni di conversione del debito pubblico hanno contribuito a contenere il credito al settore pubblico.

È, invece, all'espansione del credito bancario al settore privato congiuntamente all'incremento nelle attività estere, che va attribuita la creazione di cospicue attività liquide nel 1958-63. Sebbene la base ne fosse costituita dagli afflussi di valute estere, la rapida espansione del credito al settore privato non ebbe inizio che verso la fine del 1959, quando le spese per investimenti ripresero in misura imponente. Successivamente, la domanda di credito da parte del settore delle imprese ha continuato a crescere, mentre i fondi per investimenti provenienti da fonti interne andavano diminuendo in rapporto al fabbisogno globale. Forti richieste di credito sono state provocate anche dal "boom" nell'edilizia e nel valore dei terreni, dalla tendenza rapidamente ascendente della spesa per beni di consumo durevoli e dal finanziamento di un crescente volume di scambi a prezzi gradualmente più elevati.

Queste tendenze del credito sono rispecchiate nel seguente grafico, che pone a confronto i saggi d'espansione effettivi dei depositi del sistema bancario con la parte di aumento, in essi implicita, che si ricollega con la sola espansione del credito al settore privato. Il divario fra le due linee indica, quindi, la misura in cui l'espansione della moneta e quasi moneta è connessa con l'incremento nelle attività estere delle banche e nei loro crediti verso il settore pubblico.

In seguito, in ampia misura, all'afflusso di valute estere, in numerosi paesi il saggio di formazione delle attività liquide era già assai elevato negli anni 1958-59. A partire dalla fine del 1959, tuttavia, la formazione delle attività liquide cominciò a dipendere in misura crescente dalla cospicua espansione del credito al settore privato. In alcuni paesi, il movimento ascendente del credito al settore privato, congiuntamente ai ripetuti afflussi di valute estere, ha spinto il saggio d'incremento delle attività liquide a nuovi livelli massimi (Francia, Italia, Belgio, Svizzera e Spagna).

Le esperienze compiute dai singoli paesi in questi anni sono il risultato di politiche e situazioni assai diverse, sulle quali non è possibile soffer-



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, "Monetary Survey".

¹ Per trimestri: variazione percentuale rispetto al trimestre dell'anno precedente. ² Il credito al settore privato ha come contropartita soltanto passività monetarie e quasi monetarie. Nel caso della Germania, dove le passività a lungo termine sono particolarmente importanti, queste sono state incluse come passività quasi monetarie.

marsi. È, tuttavia, interessante notare che in Germania, dove, attraverso il bilancio pubblico, il governo ha assorbito fondi all'interno del paese, utilizzandoli, per lo più, nell'effettuare pagamenti netti all'estero, il saggio d'espansione delle attività liquide ha presentato, in anni recenti, una stretta connessione con quello del credito al settore privato. In Francia, grazie all'introduzione, nel gennaio 1961, dei nuovi "coefficienti di liquidità", l'espansione delle attività liquide, che può essere attribuita al credito bancario accordato al settore privato, è stata contenuta nei limiti del 10% all'anno. In Italia, d'altra parte, questa aliquota è risultata generalmente più elevata ed è salita a oltre il 17%.

Con maggiore riguardo alle tendenze recenti, la formazione di attività liquide si è ora rallentata in Francia, Italia, Svizzera, Svezia, Spagna e Finlandia. La Svizzera, nell'aprile 1962, e la Francia, nel marzo 1963, hanno istituito limiti al saggio di espansione del credito bancario; tali limiti sono stati successivamente abbassati. Nella primavera del 1963, in Spagna, sono state introdotte le riserve legali. In Italia, dove l'introduzione di restrizioni creditizie è stata un poco ritardata, le autorità hanno incominciato verso la fine dell'estate 1963 a consentire che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti esercitasse qualche effetto sulla base creditizia. In Svezia, le perdite subite dalle riserve esterne e le operazioni di gestione del debito pubblico hanno ridotto l'espansione della liquidità. In Finlandia, il contenimento ha coinciso, soprattutto, col finanziamento del disavanzo di bilancio all'infuori del sistema bancario.

In Belgio, dall'inizio del 1961, e nei Paesi Bassi, dalla primavera del 1963, la formazione delle attività liquide si è accelerata, congiuntamente ad un più rapido incremento nel credito al settore privato. In autunno, le autorità olandesi hanno ripristinato il limite al saggio di espansione del credito all'economia e, in Belgio, all'inizio del 1964, è stato attuato un "gentleman's agreement" che segue gli stessi criteri.

Nel 1963, anche in altri tre paesi, Germania, Austria e Danimarca, la formazione delle attività liquide ha acquistato un ritmo più rapido. Mentre in Germania e Danimarca questo fatto fu dovuto, soprattutto, al nuovo afflusso di valute estere, in Austria il movimento è da attribuire tanto ad un afflusso di valute estere quanto ad un'accelerazione nel credito concesso al settore privato.

Negli Stati Uniti, le misure adottate hanno avuto l'effetto deliberato di mantenere la creazione di liquidità interna abbastanza indipendente dal saldo passivo verso l'estero. Nel 1959, restrizioni monetarie furono applicate per ragioni interne, ma dall'emanazione delle facilitazioni nel credito, avvenuta all'inizio del 1960, la formazione delle attività liquide è stata assai notevole. Gli effetti deflazionistici delle perdite di oro sono stati compensati da operazioni combinate costituite da acquisti di titoli sul mercato aperto e diminuzioni delle riserve legali. Nel 1963, tuttavia, la situazione di liquidità delle banche ha cominciato a manifestare sintomi di tensione sotto lo stimolo di una politica creditizia un poco più restrittiva.

Nel Regno Unito, date le operazioni compensatorie del Fondo di stabilizzazione dei cambi, la relazione fra posizione verso l'estero e creazione di liquidità interna è meno automatica che nella maggioranza dei paesi continentali. In pratica, però, i periodi alterni di inasprimento e attenuazione

Mezzi di pagamento, quasi moneta e prodotto nazionale lordo.¹

Paesi	Anni	Mezzi di pagamento			Quasi moneta ²	Moneta e quasi moneta	Prodotto nazionale lordo (a prezzi di mercato)	Mezzi di pagamento	Quasi moneta
		Moneta in circolazione	Depositi a vista	Totale					
		in miliardi di unità monetarie nazionali								in percento del PNL
Austria	1961	19,8	15,2	35,0	42,2	77,3	177,9	19,7	23,7
	1962	21,6	16,9	38,5	48,9	87,4	186,9	20,6	26,1
	1963	23,3	18,3	41,6	55,9	97,5	199,3	20,9	28,0
Belgio	1961	128,7	100,2	228,9	48,2	277,1	601,2	38,1	8,0
	1962	136,2	109,4	245,6	56,5	302,1	637,2	38,5	8,9
	1963	149,3	121,4	270,7	60,8	331,5	683,5	39,6	8,9
Danimarca	1961	2,8	8,1	10,9	11,4	22,3	45,3	24,2	25,1
	1962	3,1	9,0	12,1	12,4	24,5	50,9	23,7	24,3
	1963	3,3	10,0	13,3	13,6	26,9	54,3	24,5	25,1
Finlandia	1961	0,7	0,8	1,5	5,6	7,1	15,9	9,6	34,9
	1962	0,7	0,9	1,6	6,2	7,8	17,0	9,5	36,4
	1963	0,8	1,0	1,8	6,5	8,3	18,4	9,8	35,7
Francia	1961	42,2	59,4	101,6	10,9	112,5	319,7	31,8	3,4
	1962	47,6	71,1	118,7	13,0	131,7	356,3	33,3	3,7
	1963	53,7	84,5	138,2	14,5	152,7	391,8	35,3	3,7
Germania	1961	21,9	27,0	48,9	64,8	113,7	326,2	15,0	19,9
	1962	23,7	30,5	54,2	72,6	126,8	354,8	15,3	20,5
	1963	25,2	32,7	57,9	83,2	141,1	376,8	15,4	22,1
Italia	1961	2.466	5.286	7.753	6.021	13.774	21.083	36,8	28,6
	1962	2.813	6.331	9.144	7.082	16.226	23.754	38,5	29,8
	1963	3.310	7.500	10.810	8.140	18.950	26.930	40,1	30,2
Norvegia	1961	3,6	3,9	7,5	11,9	19,4	34,9	21,5	34,1
	1962	3,9	4,2	8,1	12,6	20,7	37,5	21,5	33,5
	1963	4,1	4,4	8,5	13,4	21,9	40,0	21,2	33,6
Paesi Bassi	1961	5,2	6,6	11,8	14,6	26,4	44,9	26,3	32,6
	1962	5,6	6,9	12,5	16,3	28,8	47,7	26,2	34,1
	1963	6,2	7,6	13,8	18,2	32,0	51,6	26,6	35,2
Regno Unito	1961	2,1	6,9	9,0	.	.	27,1	33,4	.
	1962	2,1	7,0	9,1	.	.	28,3	32,3	.
	1963	2,2	7,3	9,5	.	.	29,8	31,9	.
Svezia	1961	6,5	5,3	11,8	37,4	49,2	68,6	17,2	54,5
	1962	6,8	6,0	12,8	40,4	53,2	74,2	17,3	54,4
	1963	7,3	6,5	13,8	44,3	58,1	79,5	17,4	55,7
Svizzera	1961	7,3	12,8	20,1	30,0	50,1	41,5	48,6	72,2
	1962	8,1	14,6	22,7	33,6	56,3	46,3	48,8	72,6
	1963	8,7	15,9	24,6	37,7	62,3	50,5	48,7	74,6
Canada	1961	1,9	4,5	6,4	7,6	14,0	37,4	17,1	20,2
	1962	2,0	4,7	6,7	8,0	14,7	40,3	16,7	19,8
	1963	2,0	5,2	7,2	8,4	15,6	43,0	16,9	19,4
Stati Uniti	1961	29,1	114,0	143,1	78,5	221,6	518,2	27,6	15,1
	1962	30,1	115,9	146,0	91,0	237,0	554,9	26,3	16,4
	1963	31,5	119,0	150,5	105,3	255,8	585,1	25,7	18,0

¹ I dati relativi alla circolazione monetaria e alla quasi moneta sono medie annuali. ² Comprende soltanto le passività in quasi moneta delle banche di deposito, quali sono definite nelle rassegne monetarie pubblicate dal FMI. Per il Regno Unito, i depositi vincolati, che richiedono un preavviso di sette giorni, sono inclusi nei depositi a vista.

delle misure monetarie, osservati nel 1958-63, sono stati strettamente connessi con il deterioramento e il miglioramento dei conti verso l'estero. Per gran parte di questo periodo, inoltre, uno degli obiettivi ufficiali, sempre presenti, è stato la conversione del debito pubblico, che pure è servita a contenere l'espansione delle attività liquide. Sicchè, essendo stata la formazione dei depositi inferiore all'espansione del credito al settore privato, le banche sono state indotte a ridurre i loro averi in titoli. Nel 1962-63, mentre la posizione verso l'estero andava migliorando, la politica creditizia è stata improntata a minore restrizione e tanto le anticipazioni bancarie quanto la formazione di depositi si sono accelerate. In seguito all'aumento del saggio di sconto nel febbraio 1964, si è constatato di nuovo un rallentamento nel ritmo di incremento delle anticipazioni, ma i depositi hanno continuato ad aumentare, dato che le più cospicue spese governative non sono state del tutto compensate dalle maggiori vendite di titoli del debito pubblico.

Sebbene, in alcuni paesi, la formazione delle attività liquide abbia incominciato a rallentare in seguito all'introduzione di misure restrittive per il credito, la misura stessa in cui, negli anni recenti, queste attività sono state create rappresenta una fonte potenziale di inflazione. Perciò, lo scorso anno, nella più parte dei paesi, le attività liquide hanno continuato a crescere, o almeno sono rimaste stabili in relazione al prodotto nazionale lordo, nonostante l'aumento nei prezzi. Poichè i dati riportati nella tabella che precede rappresentano medie annuali e la maggioranza delle misure restrittive è stata presa dopo la metà dell'anno, i rapporti percentuali non rispecchiano i movimenti più recenti. Essi tendono, tuttavia, a mostrare che, in numerosi paesi, l'accesso al credito è rimasto relativamente facile per buona parte del 1963, determinando anche una tendenza alla diminuzione o alla stabilità dei saggi d'interesse (Francia, Germania, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Canada e Regno Unito) fino a circa metà dell'anno (vedasi grafico a pagina 57). Difatti, per tutta la fase espansionistica, con l'eccezione di alcuni periodi isolati di contenimento monetario, come quello in Germania nel 1959-60 e quello in Belgio e Svezia nel 1960-61, nella maggior parte dei paesi continentali dell'Europa occidentale i saggi d'interesse sono rimasti vicini, o persino inferiori, al livello di recessione del 1958. Dopo la metà del 1963, tuttavia, l'espansione della domanda, accompagnata, in molti paesi continentali, dal ricorso alle restrizioni monetarie, ha impresso una tendenza ascendente ai saggi d'interesse a lungo termine. Nel Regno Unito, dove le restrizioni monetarie non hanno costituito un fattore, il rendimento delle obbligazioni industriali, dopo aver raggiunto un minimo nell'autunno, è cresciuto sensibilmente nei mesi successivi, mentre, negli Stati Uniti, per l'anno nel suo complesso, la tendenza ascendente è stata più graduale.

Problemi dei mercati dei capitali e politiche relative. Alla luce delle tendenze descritte nelle pagine che precedono, si comprendono agevolmente le crescenti preoccupazioni che sono andate diffondendosi sul Continente per la necessità di stimolare il flusso di fondi verso canali a termine più lungo. Il ridotto volume delle risorse destinate all'autofinanziamento, la preferenza del pubblico per le attività finanziarie liquide e, in alcuni casi, il più ampio ri-

Mercato dei capitali: Nuove emissioni (al netto).

Paesi	Medie annuali o anni	Settore pubblico		Settore privato ¹		Emissioni estere	Totale	Emissioni private	Totale
		Governo	Auto-rità locali e organi pubblici	Azioni	Obbligazioni				
		miliardi di unità monetarie nazionali								in percento del PNL
Belgio	1956-58	6,5 ²	7,3	6,7	10,5	—	31,0	3,4	6,1
	1959-61	11,0 ²	7,4	6,2	10,3	—	34,9	2,9	6,1
	1962	17,9 ²	11,5	7,7	10,1	—	47,2	2,8	7,4
	1963	2,9 ²	7,2	5,3	10,3	—	25,7	2,3	3,8
Danimarca	1956-58	0,08	—	0,10	0,84	—	1,03	2,9	3,1
	1959-61	— 0,18	—	0,15	1,78	—	1,75	4,6	4,1
	1962	— 0,18	—	0,13	2,92	—	2,87	6,0	5,6
	1963	— 0,19	—	0,13	3,80	—	3,74	7,2	6,9
Francia	1956-58	2,02	— 0,01	2,02	2,60	—	6,63	2,1	3,1
	1959-61	— 0,94	— 0,01	2,95	3,77	—	5,77	2,3	2,0
	1962	— 0,86	0,03	3,99	4,22	—	7,38	2,3	2,1
	1963	2,09	0,15	4,18	4,92	0,06	11,40	2,3	2,9
Germania	1956-58	— 0,18 ³	0,80	1,54	3,71	0,04	5,90	2,4	2,7
	1959-61	0,42 ³	0,91	1,82	5,12	0,13	8,41	2,5	3,1
	1962	0,66 ³	1,81	1,51	7,06	0,10	11,14	2,6	3,4
	1963	1,80 ³	1,78	1,02	8,48	0,11	13,19	2,7	3,7
Italia	1956-58	87	— 6	190	292	—	563	3,1	3,7
	1959-61	134	83	379	587	5	1.189	5,0	6,2
	1962	— 108	170	608	942	30	1.642	6,5	6,9
	1963	— 200	128	252	1.152	15	1.347	5,2	5,0
Paesi Bassi	1956-58	0,01 ⁴	0,42	0,37	0,25	— 0,04	1,00	1,7	2,8
	1959-61	0,46 ⁴	0,52	0,13	0,11	0,13	1,34	0,6	3,2
	1962	— 0,09 ⁴	0,20	0,46	0,30	0,14	1,01	1,6	2,1
	1963	0,60 ⁴	0,40	0,07	— 0,02	— 0,12	0,93	0,1	1,8
Regno Unito	1956-58	0,06 ⁵	0,04	0,14	0,19	0,01	0,37	1,2	1,7
	1959-61	— 0,22 ⁵	0,04	0,35	0,12	0,01	0,29	1,8	1,1
	1962	0,57 ⁵	0,14	0,26	0,17	—	1,14	1,5	4,0
	1963	— 0,13 ⁵	0,09	0,20	0,23	0,02	0,41	1,4	1,4
Svezia	1956-58	0,58 ⁶	0,04	0,28	0,68	—	1,58	1,8	3,0
	1959-61	0,45 ⁶	0,02	0,52	1,07	—	2,08	2,5	3,2
	1962	— 0,51 ⁶	0,23	0,80	3,03	—	3,55	5,2	4,8
	1963	0,87 ⁶	0,43	0,55	1,75	—	3,60	2,9	4,2
Svizzera	1956-58	— 0,41	0,18 ⁷	0,25 ⁷	0,85 ⁷	0,14	1,01	3,5	3,2
	1959-61	— 0,21	0,10 ⁷	1,05 ⁷	0,99 ⁷	0,63	2,57	5,4	6,8
	1962	— 0,26	0,18 ⁷	1,81 ⁷	1,11 ⁷	0,44	3,28	6,3	7,1
	1963	— 0,08	0,26 ⁷	1,53 ⁷	2,19 ⁷	0,53	4,43	7,4	8,9
Canada	1956-58	0,21 ⁸	0,84	0,51	0,81	—	2,36	4,1	7,4
	1959-61	0,95 ⁸	0,91	0,29	0,27	—	2,42	1,5	6,7
	1962	0,77 ⁸	0,88	0,34	0,42	—	2,41	1,9	6,0
	1963	0,98 ⁸	1,15	— 0,10	0,58	—	2,61	1,1	6,1
Stati Uniti	1956-58	— 1,0 ⁹	4,2	3,6	5,9	0,7	13,4	2,1	3,0
	1959-61	0,4 ⁹	4,2	4,0	4,7	0,7	14,1	1,7	2,8
	1962	1,5 ⁹	4,7	2,4	5,0	1,0	14,6	1,3	2,6
	1963	2,5 ⁹	6,2	1,0	5,6	1,1	16,4	1,1	2,8

¹ Compresa le emissioni degli istituti di credito semipubblici e delle industrie nazionalizzate. ² Variazioni nell'indebitamento diretto a medio e a lungo termine. ³ Variazioni negli averi del mercato in prestiti obbligazionari e obbligazioni del Tesoro a premio. ⁴ Esclusi i pagamenti anticipati in conto sottoscrizioni. ⁵ Variazioni nel debito pubblico consolidato. ⁶ Compresa le emissioni collocate privatamente. ⁷ Variazioni nel debito negoziabile (esclusi i buoni del Tesoro) detenuto dal pubblico. ⁸ Variazioni negli averi del pubblico di debito negoziabile con scadenza di uno o più anni. ⁹ Non detenuti dallo stato.

corso ai mercati del credito da parte del settore pubblico, sono tutti fattori che hanno avuto ripercussioni sfavorevoli sull'offerta di capitali necessari per l'espansione dell'industria. Finora, il problema non è stato ancora visto in tutte le sue dimensioni, perchè l'inflazione ha contribuito a sostenere i margini di profitto. L'inflazione tende, inoltre, a minare una condizione di vitale importanza per un mercato dei capitali sano: una coerente e convincente stabilità dei prezzi. Sotto questo aspetto, il 1963 ha rappresentato un regresso.

Date le notevoli differenze di struttura esistenti nei sistemi finanziari nazionali, il porre a confronto l'attività dei diversi mercati dei capitali è rischioso. Nella tabella che segue, per esempio, il finanziamento ipotecario non è compreso nei dati relativi agli Stati Uniti e ad alcuni paesi europei, mentre, per numerosi altri, le obbligazioni emesse per raccogliere fondi destinati al finanziamento delle ipoteche svolgono spesso una funzione importante. In alcuni paesi, inoltre, quali Francia, Italia e Belgio, gli istituti di credito semipubblici, che raccolgono fondi a condizioni favorevoli per prestarli in gran parte all'industria privata, rappresentano un fattore importante sul mercato dei capitali. Per i paesi considerati separatamente, si può, tuttavia, rilevare che, nel 1962, le nuove emissioni nette, espresse in termini di per cento del prodotto nazionale lordo, sono state assai cospicue e, in alcuni di essi, ben al disopra della media per gli anni 1956-58.

Nello scorso anno, i fattori che hanno influito sui mercati dei capitali, sebbene di natura diversa, hanno prodotto in generale una compressione. In alcuni casi, il contenimento monetario ha costituito in se stesso un fattore preminente. In Francia, per esempio, il Tesoro, dopo essersi astenuto per quattro anni dal presentarsi sul mercato dei capitali, ha emesso, nel 1963, due prestiti per l'importo complessivo di fr.fr. 3 miliardi, allo scopo, soprattutto, di ridurre la liquidità. Analogamente, in Svezia, il governo ha emesso, verso la fine del 1963 e all'inizio del 1964, diversi prestiti, in parte, per ridurre la liquidità bancaria. Nel 1963, nei Paesi Bassi il Tesoro ha pure assorbito risorse liquide dal mercato mediante un prestito, emesso nell'autunno, per un ammontare superiore al fabbisogno.

In alcuni paesi, le maggiori necessità finanziarie del settore pubblico hanno ridotto la disponibilità di fondi sul mercato dei capitali. Ciò è avvenuto in Germania e Svezia e vale anche per le autorità locali in Svizzera. Nello scorso anno, inoltre, l'avanzo di bilancio della Confederazione elvetica è diminuito e il riflusso di fondi al mercato, tramite il rimborso di debito pubblico, è stato minore. In Belgio, il Tesoro ha dovuto fronteggiare un duplice onere: un cospicuo disavanzo e la necessità di finanziarlo soprattutto con crediti esteri a breve ottenuti attraverso le banche. Durante l'anno, il mercato dei capitali ha subito gli effetti della riforma fiscale, introdotta verso la fine del 1962, la quale ha istituito ritenute d'imposta sugli utili delle nuove emissioni, ma la situazione è migliorata nei primi mesi del 1964.

In Italia, le nuove emissioni sono sensibilmente diminuite nel 1963, in parte quale reazione alle decisioni, adottate l'anno precedente, di nazio-

nalizzare l'industria elettrica e di istituire un'imposta cedolare sui dividendi. Nel gennaio 1963, come nel 1962, il Tesoro ha effettuato rimborsi di debito pubblico a lungo termine, mentre, fino a circa la metà del 1963, le condizioni di credito abbondante hanno consentito alle banche di acquistare titoli per cospicui importi. Da quel periodo, le banche hanno, tuttavia, ridotto il loro sostegno al mercato. In Germania, la facilità con cui, negli anni 1962-63, il mercato ha assorbito il notevole incremento di nuove emissioni, ha rispecchiato in parte l'imponente afflusso di capitali esteri. In Svizzera, l'aumento nelle nuove emissioni, registrato lo scorso anno, è da attribuire, in ampia misura, alle emissioni di obbligazioni bancarie: uno sviluppo nuovo che si è reso necessario, quale mezzo per attirare i fondi disponibili.

Negli Stati Uniti, l'incremento che, nel 1963, si è verificato nelle nuove emissioni nette deve essere ascritto, per la maggior parte, ai governi statali, alle autorità locali, a compagnie finanziarie e, nei primi sei mesi, a prenditori esteri di prestiti. Dal lato della domanda, il principale sostegno, a prescindere dagli acquisti effettuati da compagnie di assicurazione e fondi pensione, è stato offerto dalle banche commerciali che, con il pagamento di saggi d'interesse più elevati, hanno registrato un aumento eccezionale nei loro depositi vincolati e a risparmio. Nel Regno Unito, le autorità sono state, lo scorso anno, acquirenti netti di titoli governativi a più lungo termine, dopo essere state importanti venditori netti nel 1962.

Per quanto concerne le emissioni estere sui mercati nazionali, gli sviluppi osservati nel 1963 hanno presentato una certa complessità. Negli Stati Uniti, l'attività sul mercato di Nuova York si è ridotta a zero in seguito alla proposta, formulata nel luglio 1963, di istituire un'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse, ma quando essa entrerà in vigore, si prevede una ripresa delle emissioni estere. In Svizzera, l'eccessiva domanda interna di capitali ha indotto le autorità ad assumere un atteggiamento meno liberale, per quanto riguarda le emissioni estere sul mercato svizzero. Lo stesso vale per i Paesi Bassi, il terzo paese che, in ordine di importanza, aveva precedentemente concesso una notevole latitudine alle emissioni estere. Data questa situazione, lo scorso anno, in Europa, sono stati sperimentati diversi tipi di emissioni stilate in valute estere e in unità di conto. La migliore accoglienza è stata finora riservata ai prestiti espressi in termini di dollari; dall'autunno 1963 all'aprile 1964, ne sono stati emessi sul mercato di Londra per circa \$200 milioni.

Sul piano interno, i paesi europei hanno certamente tutto l'interesse a consolidare i loro mercati dei capitali. Tuttavia, l'attività che si svolge sul mercato dei capitali non è fine a se stessa. Più importante, per un'espansione rapida e stabile, è il livello generale e la composizione del risparmio e degli investimenti, e, da questo punto di vista, i paesi europei hanno conseguito risultati invidiabili durante la maggior parte del periodo post-bellico. Molte fra le tecniche fondamentali impiegate per accrescere il risparmio totale hanno manifestato, come conseguenza secondaria, la tendenza a ridurre il collocamento di fondi sul mercato dei capitali da parte dei singoli. Per esempio, i cospicui avanzi nelle partite correnti di bilancio hanno

limitato il potenziale del risparmio privato e, perciò, gli acquisti di titoli, sebbene essi abbiano anche contribuito al conseguimento di livelli più elevati di risparmio globale. Le tecniche usate per aumentare la disponibilità di fondi destinati all'autofinanziamento (ammortamenti accelerati, deduzioni per investimenti e imposte sugli utili relativamente basse) hanno pure avuto di mira l'incremento del risparmio totale. Infine, in alcuni casi, i sistemi per stimolare il risparmio personale mediante incentivi ne hanno aumentato l'ammontare globale, riducendo la parte di esso collocata direttamente sul mercato dei capitali.

Dalle considerazioni più sopra esposte si deduce che, per numerosi paesi, il problema urgente consiste nel promuovere un migliore equilibrio fra il risparmio e gli investimenti. Il mezzo migliore per conseguire questo scopo è tornare ad accumulare avanzi più cospicui nelle partite correnti del bilancio, che potranno essere accompagnati anche da programmi di investimenti pubblici diluiti nel tempo. Questo metodo, che viene già seguito in diversi paesi, lascia il mercato dei capitali libero per il settore privato e (ciò che pure può essere utile per ragioni di carattere internazionale) esercita una pressione in diminuzione sui saggi d'interesse. Una seconda condizione per consolidare i mercati dei capitali è costituita dal mantenimento di adeguate differenze di livello fra saggi d'interesse a breve e a lungo termine, sebbene, dal punto di vista dell'equilibrio ciò potrebbe implicare un livello effettivo dei saggi a lungo termine più elevato di quello che, recentemente, ha prevalso in alcuni paesi.

Esistono, inoltre, numerose possibilità tecniche di aumentare l'ampiezza e l'efficienza dei mercati dei capitali nei singoli paesi. La concessione di una maggiore libertà per gli investitori istituzionali, l'offerta di condizioni di sottoscrizione a livello maggiormente competitivo, l'abolizione di gravose imposte speciali sulle nuove emissioni, l'introduzione di nuovi strumenti per il mercato dei capitali, adatti alle necessità tanto del prenditore di prestiti quanto del prestatore: tutti questi esempi offrono il mezzo per ulteriori progressi.

La misura in cui il consolidamento dei mercati dei capitali porterà ad una loro più stretta integrazione costituisce ancora un altro problema. Mentre, in Europa, esiste già un elevato grado di libertà, per quanto riguarda la maggioranza dei tipi di movimenti internazionali di capitali, i singoli paesi (con l'eccezione della Germania) continuano a tenere sotto controllo le nuove emissioni estere sui rispettivi mercati. Ciò viene fatto, in parte, per ragioni interne (per conferire la priorità ai prenditori nazionali di prestiti rispetto a quelli esteri) e, in parte, per ragioni di carattere esterno (per assicurarsi che il credito concesso all'estero sia compensato con altre partite della bilancia dei pagamenti). Tuttavia, presumendo che gli sforzi compiuti dall'Europa per conseguire la stabilizzazione vengano coronati da successo, si può ragionevolmente sperare che gli obiettivi nazionali inerenti ai mercati dei capitali saranno temperati in misura crescente con gli obiettivi di natura internazionale. Nel passato, i paesi europei hanno dimostrato di possedere notevoli risorse nel conseguire elevati livelli di rispar-

mio e possono legittimamente attendersi di trarre un mutuo profitto da ogni sforzo compiuto di concerto per ampliare il fondo comune dei capitali internazionali.

Politiche creditizie nei singoli paesi.

Stati Uniti. La rapida espansione economica dello scorso anno ha reso più agevole l'adeguamento della politica monetaria alle necessità della bilancia dei pagamenti. Già nel dicembre 1962, le autorità della Riserva federale avevano deciso di inasprire lievemente la politica creditizia e i loro interventi si sono rispecchiati, nei primi mesi del 1963, in una riduzione delle riserve libere (cioè, eccedenza delle riserve meno il credito ricevuto) detenute dalle banche affiliate, il cui livello è sceso da circa \$400 a 300 milioni. In concomitanza con il notevole deterioramento della bilancia dei pagamenti, avvenuto nel secondo trimestre, le autorità hanno promosso un'ulteriore contrazione delle riserve bancarie, alla quale ha fatto presto seguito, il 17 luglio, l'aumento del saggio di sconto dal 3 al 3,5%. Contemporaneamente, i limiti dei saggi d'interesse, stabiliti dalla Disposizione Q, sono stati nuovamente modificati, al fine di consentire il pagamento di un interesse fino al 4% sui depositi vincolati a 3-12 mesi, invece del 2,5-3,5% in vigore precedentemente. Infine, all'inizio di novembre, il Consiglio della Riserva federale ha portato il margine di copertura per gli acquisti di titoli dal 50 al 70%. Le riserve libere delle banche, che, nell'agosto 1963, sono scese a circa \$100 milioni, hanno rispecchiato il moderato inasprimento della politica creditizia; da allora, esse hanno continuato ad aggirarsi su questo livello.

Per risolvere in modo più diretto il persistente contrasto fra obiettivi interni ed esterni, le autorità hanno presentato, nel luglio 1963, la proposta di introdurre un'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse. Questa misura va considerata, soprattutto, come un espediente di politica monetaria, avente lo scopo di contenere il deflusso di capitali con mezzi diversi dall'aumento dei saggi d'interesse a lungo termine, ritenuto non idoneo per ragioni interne. L'imposta verrà applicata, con retroattività, dall'agosto 1963 fino al 1965 incluso, sugli acquisti americani da non residenti di titoli esteri di nuova o precedente emissione. Essa varierà dal 2,75 al 15% per i certificati di debito con scadenza da 3 a 28 ½ anni e, per i non residenti, aumenterà approssimativamente dell'1% il costo annuale delle nuove emissioni negli Stati Uniti. L'imposta non si applicherà ai titoli emessi da paesi in fase di sviluppo, agli investimenti americani effettuati direttamente all'estero o alla concessione di crediti a breve con scadenza inferiore a tre anni.

In seguito, in ampia misura, agli sviluppi che nel 1963 si sono verificati nella politica creditizia, il quadro, per quanto riguarda i saggi d'interesse, è notevolmente mutato. Il rendimento dei buoni del Tesoro a tre mesi che, nell'ottobre 1962, era del 2,75%, nel 1963 e all'inizio del 1964 si è, generalmente, mantenuto al disopra del 3,5%. Il rendimento dei titoli governativi a lungo termine che, all'inizio del 1963, era di circa il 3,9% è andato crescendo durante l'anno, ma, all'inizio del 1964, è rimasto costante

a circa il 4,15%. Quanto ai prestiti bancari, il saggio per i prenditori di prestiti di prima categoria è rimasto invariato al 4,5%, livello al quale era stato ridotto nel 1960. In altri termini, mentre l'impiego di fondi a breve è stato reso più allettante per gli investitori esteri e nazionali e i costi per le nuove emissioni estere sono soggetti ad un aumento che entrerà presto in vigore, il costo dei prestiti bancari e quello dei fondi a lungo termine sono rimasti relativamente invariati per i prenditori nazionali di prestiti.

Nè, all'interno del paese, la disponibilità di credito è stata ridotta dalle misure di politica creditizia adottate lo scorso anno. I fondi netti prelevati dai settori non finanziari sui mercati del credito e dei capitali sono ammontati, complessivamente, a \$62 miliardi contro \$58 miliardi nel 1962 ed un precedente massimo di \$53 miliardi nel 1959. Di questo totale, soltanto una piccola parte è da attribuire al finanziamento del disavanzo di cassa accumulato dal governo federale che, da \$5,7 miliardi nel 1962 si è ridotto a \$4,6 miliardi nel 1963. Il finanziamento del disavanzo ha dovuto essere effettuato per la maggior parte indirettamente dal Sistema della Riserva federale, che, nel 1963, ha aumentato i suoi averi in titoli governativi di \$3,2 miliardi, allo scopo di compensare l'uscita di oro e provvedere il margine addizionale di riserve bancarie necessarie per sostenere l'espansione del credito registrata lo scorso anno.

Nel 1963, il totale dei prestiti e degli investimenti delle banche commerciali ha subito un incremento di \$18,6 miliardi, cioè dell'8%, che è approssimativamente lo stesso saggio del 1962 e del 1961. Un'imponente espansione dei depositi vincolati e a risparmio ha agevolato tale incremento che, congiuntamente ai saggi più elevati pagati su questi depositi, ha incoraggiato le banche a spostarsi verso attività a rendimento più elevato. Il nuovo credito è stato nella massima parte impiegato in prestiti ipotecari, in acquisti di titoli esenti da tributi dei governi statali e delle autorità locali, in prestiti a enti di pubblica utilità e in credito al consumo. A causa dei crescenti profitti, cui si sono accompagnati i vantaggi derivanti dalle facilitazioni creditizie per i nuovi investimenti e le norme rivedute per gli ammortamenti, introdotte nel 1962, la domanda di credito bancario da parte dell'economia è rimasta modesta. L'insistenza con cui è stata sottolineata l'importanza di effettuare prestiti più redditizi e a termine più lungo ha indotto le banche a ridurre di \$3,1 miliardi i loro averi in buoni del Tesoro e in altri titoli governativi. Alla fine del 1963, i loro averi in titoli a breve del governo federale erano scesi al 7,5% del totale dei depositi contro l'11,2% di due anni prima.

Sebbene, nel 1963, il pubblico e le imprese abbiano manifestato una maggiore preferenza per i depositi vincolati e a risparmio, l'attività sul mercato dei capitali è aumentata, grazie alle operazioni creditizie a più lungo termine effettuate dagli istituti finanziari. I prestiti ipotecari sono cresciuti di \$28,1 miliardi contro \$24,8 miliardi nel 1962 e \$18,6 miliardi nel 1961. Le obbligazioni dei governi statali e delle autorità locali hanno registrato un incremento di \$6,7 miliardi rispetto ad uno di \$5,1 miliardi nell'anno precedente. Tuttavia, data la più ampia disponibilità di fondi interni, le

Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1961.

Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto
	%		%		%
Austria		Francia		Regno Unito	
17 marzo 1960	5	6 ottobre 1960	3 ½	8 dicembre 1960	5
27 giugno 1963	4 ½	14 novembre 1963	4	26 luglio 1961	7
Belgio				5 ottobre 1961	6 ½
4 agosto 1960	5	Germania		2 novembre 1961	6
24 agosto 1961	4 ½	11 novembre 1960	4	8 marzo 1962	5 ½
28 dicembre 1961	4 ½	20 gennaio 1961	3 ½	22 marzo 1962	5
18 gennaio 1962	4 ½	5 maggio 1961	3	26 aprile 1962	4 ½
22 marzo 1962	4			3 gennaio 1963	4
9 agosto 1962	3 ½	Giappone		27 febbraio 1964	5
6 dicembre 1962	3 ½	24 agosto 1960	6,94		
18 luglio 1963	4	26 gennaio 1961	6,57	Spagna	
31 ottobre 1963	4 ½	22 luglio 1961	6,94	11 aprile 1960	5 ½
		29 settembre 1961	7,30	9 giugno 1961	5
Canada		27 ottobre 1962	6,93		
24 giugno 1962 ¹	6	27 novembre 1962	6,57	Stati Uniti	
8 settembre 1962	5 ½	20 marzo 1963	6,21	12 agosto 1960	3
12 ottobre 1962	5	20 aprile 1963	5,84	17 luglio 1963	3 ½
12 novembre 1962	4	18 marzo 1964	6,57		
6 maggio 1963	3 ½			Svezia	
12 agosto 1963	4	Grecia		15 gennaio 1960	5
		1° novembre 1960	6	6 aprile 1962	4 ½
Danimarca		17 gennaio 1963	5 ½	8 giugno 1962	4
26 gennaio 1960	5 ½			18 gennaio 1963	3 ½
23 maggio 1961	6 ½	Paesi Bassi		14 giugno 1963	4
19 agosto 1963	6	16 novembre 1959	3 ½	31 gennaio 1964	4 ½
13 novembre 1963	5 ½	25 aprile 1962	4		
		8 gennaio 1963	3 ½	Turchia	
Finlandia²		6 gennaio 1964	4	29 novembre 1960	9
1° aprile 1959	6 ½			1° luglio 1961	7 ½
30 marzo 1962	8				
28 aprile 1962	7				

¹ Precedentemente il saggio di sconto veniva determinato ogni giovedì allo 0,25 % sopra l'ultimo saggio medio registrato all'asta per i buoni del Tesoro. ² Saggio base di sconto.

imprese si sono rivolte in misura minore al mercato dei capitali. Le emissioni estere, ridottesi a zero dopo che venne annunciata la proposta di introdurre l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse, sono ammontate a \$1,1 miliardi per l'anno nel suo complesso, ossia hanno superato di poco di livello raggiunto nel 1962. All'inizio del 1964 è stata notata una modesta ripresa delle emissioni estere, soprattutto da parte di prenditori di prestiti esenti dall'imposta proposta.

Da quando, in febbraio, sono entrate in vigore le riduzioni fiscali, le autorità monetarie non si sono orientate, in maniera percettibile, verso una politica creditizia più restrittiva, sebbene, in seguito alla riduzione della liquidità bancaria, registrata lo scorso anno, esse si trovino ora in una posizione migliore per farlo, ove lo ritenessero necessario.

Regno Unito. Il bilancio, improntato a espansione e presentato nell'aprile 1963, ha costituito il punto culminante di una serie di misure fiscali adottate, a cominciare dall'autunno precedente, allo scopo di avviare l'economia risolutamente verso il progresso. Allo stesso fine, negli ultimi mesi del 1962, erano state abolite tutte le restrizioni monetarie ancora in vigore e, nel gennaio 1963, il saggio ufficiale di sconto era stato ridotto al 4%. Per quanto

riguarda il suo significato per la politica monetaria, vale la pena di osservare che, sebbene il bilancio di aprile comportasse una sensibile riduzione del risparmio pubblico e un incremento degli investimenti pubblici, esso si proponeva di contemperare diverse tendenze di natura opposta. Il risparmio personale era notevole, la capacità delle imprese nazionalizzate di autofinanziarsi era aumentata e, infine, gli investimenti delle imprese in capitali fissi stavano ancora rallentando. Su questo sfondo, l'obiettivo immediato della politica monetaria è consistito nello stimolare la disponibilità di credito all'interno del paese, pur mantenendo i saggi d'interesse a breve ad un livello che, sebbene elevato in rapporto al saggio di sconto, fosse tale da scoraggiare i movimenti di fondi in entrata o in uscita. Il perseguimento di questa meta ha richiesto, durante l'anno, alcune nuove misure di politica creditizia.

All'inizio del 1963, si erano già manifestati sintomi premonitori di futura tensione nella liquidità delle banche, il cui rapporto anticipazioni-depositi è salito ad un nuovo massimo postbellico di poco meno del 50%. Le anticipazioni sono cresciute notevolmente, in parte, a causa delle cattive condizioni atmosferiche e di uno spostamento sfavorevole nei termini di pagamento esterni, mentre i depositi sono diminuiti sotto l'influsso dell'avanzo stagionale di cassa del Tesoro. Durante questa fase, le autorità hanno alquanto alleggerito la posizione delle banche, effettuando acquisti di titoli di prima categoria sul mercato aperto. All'inizio della primavera, la Banca d'Inghilterra, come altra misura, ha informato le banche che, per il momento, non vi sarebbero state obiezioni all'osservanza di un rapporto di liquidità del 29% invece di quello consueto, del 30%. All'incirca nello stesso periodo, il mercato per i titoli di prima categoria aveva incominciato a consolidarsi, persistendo in questa tendenza anche dopo la presentazione del bilancio, soprattutto quando venne annunciato che non vi sarebbe stata alcuna offerta di conversione per i titoli prossimi a giungere a scadenza e che il Tesoro avrebbe soltanto emesso un prestito al 5% per l'importo di £400 milioni con scadenza nel 1976-78. Il rendimento della carta del Tesoro a lungo termine che, a metà marzo, era del 5,64%, da allora ha continuato a diminuire regolarmente e, alla fine di giugno, ha raggiunto il livello del 5,13%. Data questa situazione, i depositi bancari sono aumentati soltanto lentamente, ma anche l'espansione delle anticipazioni era andata rallentandosi, in parte, forse, a causa di un cospicuo volume di rimborsi.

Dal punto di vista esterno, si è notata, dall'inizio dell'anno, quando venne ribassato il saggio ufficiale di sconto, una certa contraddizione con la politica diretta a stimolare la disponibilità di credito all'interno del paese. Allo scopo di contribuire al sostegno dei saggi di mercato a breve, è stata ripristinata una tecnica monetaria da lungo tempo in disuso. La Banca d'Inghilterra ha annunciato che, in futuro, avrebbe, occasionalmente, concesso anticipazioni al mercato dello sconto a saggi superiori al saggio ufficiale. Sebbene questa tecnica sia stata impiegata una sola volta (in marzo), il suo effetto è stato sufficiente per mantenere il saggio dei buoni del Tesoro entro lo 0,25% al disotto del saggio ufficiale di sconto per il resto del 1963. Fino a quel momento, il rendimento dei buoni del Tesoro aveva normal-

mente oscillato fra lo 0,50 e lo 0,75 % al disotto del saggio ufficiale di sconto.

Nei mesi estivi, l'economia ha progredito continuamente, ma l'intensità della ripresa non destava ancora fiducia. Il rendimento della carta del Tesoro a lungo termine continuava a scendere e, in settembre, si aggirava sul 5,05 %. Nel terzo trimestre, le autorità monetarie, credendo che la situazione fosse transitoria e non desiderando, pertanto, che i saggi a lungo termine diminuissero in misura troppo ampia, hanno venduto una modesta quantità di titoli, che, per la maggior parte, sono stati sottoscritti da banche nazionali, banche "overseas" e istituzioni ufficiali. Durante questo periodo, esse hanno pure incominciato a incoraggiare le autorità locali e altri a presentarsi sul mercato dei capitali. Nel frattempo, le anticipazioni bancarie hanno continuato ad aumentare, mentre l'espansione dei depositi, sebbene progredisse ora con ritmo più rapido, non è stata in grado di portare la liquidità bancaria ad un livello sufficientemente elevato. Il previsto disavanzo del Tesoro, che avrebbe dovuto non soltanto stimolare l'economia, ma anche alimentare la liquidità delle banche, non ha assunto l'ampiezza attesa. In settembre, le banche sono state, pertanto, di nuovo informate, che da quel momento all'aprile 1964 avrebbero potuto ridurre il rapporto di liquidità al 28 %. Questo rapporto, tuttora in vigore, si avvicina maggiormente a ciò che, nella situazione di oggi, viene generalmente considerato conforme a una sana prassi bancaria.

In autunno, quando la ripresa ha accelerato il suo ritmo, il mercato per i titoli di prima categoria si è indebolito. La tendenza ascendente dei saggi d'interesse a lungo termine è stata accentuata da un volume crescente di titoli emessi da autorità locali e industrie, nonché dalla pubblicazione del programma di cospicui investimenti pubblici per i prossimi anni. In novembre, il rendimento della carta del Tesoro a più lungo termine è cresciuto sensibilmente, per poi oscillare intorno al 5,5 % in dicembre e gennaio. Date queste circostanze, i finanziamenti del Tesoro si sono spostati maggiormente verso il sistema bancario, contribuendo così ad imprimere un ritmo più rapido all'incremento dei depositi. Inoltre, siccome l'aumento delle anticipazioni bancarie è stato modesto, il rapporto delle attività liquide delle banche è rimasto ben al di sopra del minimo del 28 %. Durante questo periodo, la politica creditizia ufficiale non ha contrastato l'aumento dei saggi a più lungo termine, sebbene siano stati effettuati alcuni interventi per sostenere il mercato.

All'inizio del 1964 apparve evidente che la domanda interna stava crescendo con un ritmo eccessivo. Il 27 febbraio, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 4 al 5 %, quale misura precauzionale per rallentare il ritmo dell'espansione, senza peraltro provocare l'afflusso netto di fondi esteri. Il rendimento dei buoni del Tesoro è, tuttavia, cresciuto dapprima soltanto dello 0,50 % circa, ritornando così a un livello più normale in rapporto al saggio ufficiale di sconto. Il fatto, poi, che il bilancio presentato nell'aprile 1964 abbia comportato l'aumento di alcune imposte indirette, ha costituito un ulteriore elemento di cautela.

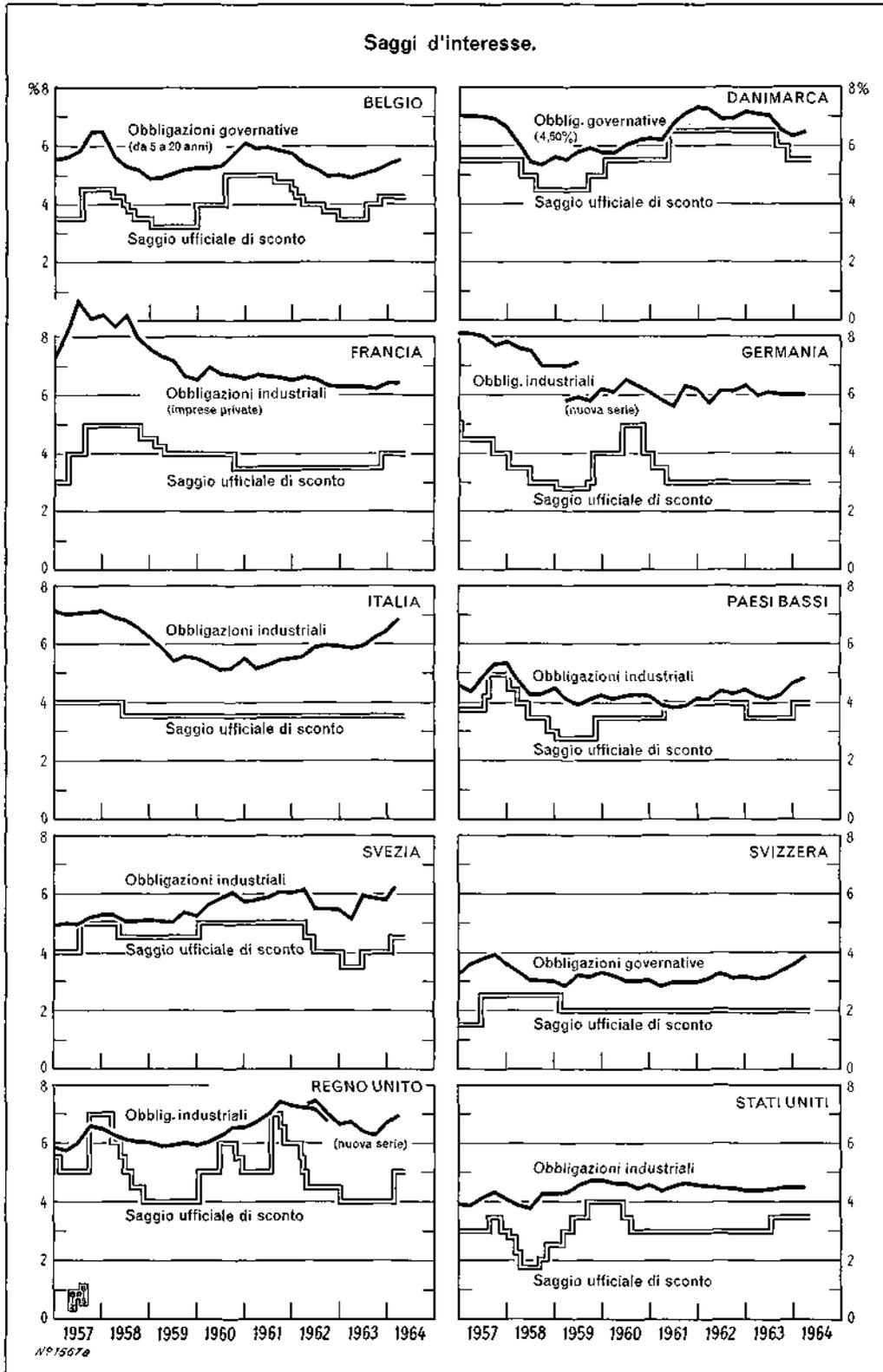
Si ritiene che, per il 1964-65, il disavanzo generale del Tesoro, tenute presenti le variazioni nell'imposizione, raggiungerà il livello di £791 milioni; di questo ammontare, £165 milioni rappresentano fondi che dovranno essere raccolti per conto delle autorità locali, allo scopo di ridurre di altrettanto il loro ricorso al mercato. La differenza fra questi due importi, cioè £626 milioni, regge il confronto con il disavanzo stimato a £687 milioni registrato nell'anno finanziario 1963-64, che, alla chiusura dei conti, è poi risultato essere inferiore di circa £200 milioni. Nel prossimo anno finanziario si prevede, pertanto, che il fabbisogno finanziario del Tesoro sarà assai più ampio. Dall'aumento del saggio ufficiale di sconto, deciso in febbraio, il rendimento della carta del Tesoro a lungo termine si è aggirato sul 5,9% ed è improbabile che il tono del mercato per i titoli di prima categoria sia sostenuto in un periodo di attività crescente. Questo fatto lascia intravedere la possibilità di finanziare un volume abbastanza ampio di buoni del Tesoro attraverso le banche, i cui margini di liquidità potranno così raggiungere livelli discretamente elevati. D'altra parte, in caso di necessità, sarà possibile esercitare una pressione sulla liquidità bancaria, invitando le banche a effettuare depositi speciali.

Francia. Gli sforzi per contenere l'espansione della liquidità ebbero inizio al principio del 1962, quando, in connessione con un saldo attivo ininterrotto della bilancia dei pagamenti, la concessione di credito al settore privato è andata accelerandosi. Nella fattispecie, le misure adottate miravano, tuttavia, ad agevolare la disponibilità di fondi a più lungo termine per l'industria e a ridurre il ricorso del Tesoro al credito bancario. Allo stesso duplice scopo, più avanti nell'anno, furono prese ulteriori misure e, nel 1963 e all'inizio del 1964, esse sono state notevolmente inasprite.

Anzitutto, durante il 1962, il "coefficiente di liquidità" è stato portato dal 30 al 32% dei depositi, mentre l'aliquota che deve essere costituita da buoni del Tesoro è stata ridotta dal 17,5 al 15%. Il margine per averi obbligatori in altri tipi di carta (in massima parte crediti riscontabili, destinati al finanziamento di attrezzature, previa approvazione della Banca di Francia) è aumentato dal 12,5 al 17% dei depositi. Inoltre, dal 1962, i saggi d'interesse su depositi vincolati, buoni del Tesoro ed obbligazioni del Tesoro a medio termine sono stati progressivamente ridotti.

Sebbene, in seguito a queste misure, il saggio d'espansione dei depositi bancari sia andato rallentando dopo la metà del 1962, la creazione di nuova liquidità era ancora notevole. Come misura più incisiva, le autorità monetarie hanno imposto un limite diretto del 12% sull'incremento del credito bancario per il periodo di un anno, con decorrenza dalla fine di febbraio 1963. Per di più, allo scopo di ridurre l'incentivo, per le banche, a tenere carta del Tesoro, dal marzo al maggio il coefficiente di liquidità è stato portato dal 32 al 36%. In aprile, i buoni del Tesoro venduti alle banche in eccedenza dei loro averi minimi obbligatori sono stati assoggettati all'asta. Infine, in maggio, il Tesoro, per la prima volta in circa cinque anni, ha emesso un prestito al 4,25% per fr.fr. 1 miliardo, con scadenza di 15 anni, esente dall'imposta personale sul reddito e recante premi di rimborso.

Saggi d'interesse.



In seguito all'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche, registrate verso la fine dell'estate, il programma di stabilizzazione, emanato nell'autunno, ha comportato l'adozione di numerose nuove misure creditizie. Il Tesoro ha emesso un secondo prestito, questa volta per fr.fr. 2 miliardi, con scadenza di venti anni e che reca l'interesse del 4,25-4,75%. Inoltre, il limite del 12% istituito sul credito bancario per l'anno che ha avuto termine alla fine di febbraio 1964, è stato ridotto al 10% e sono state inasprite le condizioni per le vendite a rate, soprattutto di autovetture.

In novembre queste misure sono state completate con un incremento del saggio di sconto della Banca di Francia, invariato dal 1960, che è stato portato dal 3,5% al 4%. Precedentemente, le autorità monetarie si erano astenute dall'adottare questa misura, perchè non era opportuna sul piano internazionale. Ma ora la situazione era mutata: il saldo attivo della bilancia dei pagamenti stava declinando e l'inflazione all'interno del paese creava un problema di primaria importanza. Inoltre, erano già stati presi provvedimenti per ridurre l'entità dei movimenti internazionali di fondi a breve. In aprile è stato vietato alle banche di corrispondere interessi su conti in franchi detenuti da non residenti e, in agosto, sono state inasprite le condizioni relative ai fondi esteri presi in prestito da residenti dell'area del franco. Gli effetti interni dell'adeguamento del saggio di sconto sono pure stati contenuti. Si è deciso di mantenere invariati i saggi dei buoni del Tesoro e quelli degli effetti emessi per il finanziamento delle esportazioni e di limitare l'aumento dei saggi minimi sui crediti bancari allo 0,25%. L'aumento del saggio di sconto si è quindi ripercosso, soprattutto, sul costo del credito concesso dalla banca centrale, tanto più che il saggio di penalizzazione ad esso relativo è pure stato aumentato.

Nel 1963, le passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario sono cresciute di fr.fr. 19,7 miliardi, ossia del 13,6% contro il 18,2% nel 1962. Il saggio di espansione del credito a breve al settore privato e alle industrie nazionalizzate si è ridotto in misura ancora maggiore, da circa il 20% nel 1962 al 12% lo scorso anno. Poichè il saldo attivo della bilancia dei pagamenti ha continuato ad alimentare la liquidità bancaria, per il 1963 nel suo complesso, il ricorso al credito della Banca di Francia è aumentato in misura modesta. Durante questo periodo, l'eccedenza di liquidità delle banche è tuttavia rimasta modesta, e vi sono stati momenti, soprattutto in primavera e verso la fine dell'anno, in cui la situazione sul mercato monetario è stata particolarmente tesa.

Dato che, nei primi mesi del 1964, i conti con l'estero presentavano un maggiore equilibrio, la moneta e quasi moneta sono cresciute con ritmo ancora assai più lento. Tuttavia, poichè gli averi in attività liquide rimangono elevati, l'obiettivo della politica monetaria ha continuato a essere quello di limitare la loro ulteriore espansione. In gennaio, il saggio d'incremento del credito bancario al quale gli istituti di credito si devono attenere, è stato prorogato, sulla stessa base di prima, fino a tutto settembre del 1964. Inoltre, l'aliquota minima del coefficiente di liquidità delle banche (36%) che deve essere costituita da "certificati di tesoreria" è stata ulteriormente ridotta dal

15 al 13%. Infine, il saggio d'interesse a breve dei buoni del Tesoro, rimborsabili a vista, è stato lievemente diminuito e la mobilitazione della carta del Tesoro con scadenza fino a tre mesi, detenuta dalle banche, è stata assoggettata ai saggi di mercato, invece che, come prima, al saggio di sconto della banca centrale. Successivamente, in marzo, il Tesoro ha emesso un altro prestito a lungo termine, per fr.fr. 1,5 miliardi, alle stesse condizioni di quello lanciato nel settembre 1963. Inoltre, con decorrenza dal 1° giugno 1964, la autorità hanno abbassato al 10% l'aliquota minima delle banche per quanto riguarda i certificati di tesoreria, mentre è stato mantenuto invariato il coefficiente obbligatorio globale di liquidità. Vi è anche la probabilità che la progettata riduzione del disavanzo nel bilancio del 1964 e l'emissione di un nuovo prestito più avanti nel corrente anno influiscano ulteriormente sulla formazione delle attività liquide.

Italia. Nel 1962 e all'inizio del 1963, il credito bancario all'economia progredì con ritmo accelerato. Durante questo periodo, il progressivo spostamento, nella ripartizione del reddito nazionale, dai profitti ai salari ha reso gli investimenti all'interno vieppiù dipendenti dalla disponibilità di credito. Allo scopo di evitare una battuta d'arresto nell'espansione dell'economia, le autorità monetarie cercarono di soddisfare la domanda di credito, soprattutto perchè le riserve esterne erano cospicue e la bilancia dei pagamenti non aveva ancora invertita la sua tendenza favorevole. Così, quando, verso la fine del 1962, venne registrato per la prima volta un saldo passivo verso l'estero, alle banche fu concesso di fronteggiare il conseguente drenaggio sulla loro liquidità con crediti esteri a breve termine e con un più ampio ricorso diretto alla Banca d'Italia. All'inizio del 1963, inoltre, il Tesoro non rinnovò un'emissione di buoni novennali giunti a scadenza, prestando così aiuto tanto alla liquidità che al mercato dei capitali.

Nell'estate e nell'autunno, divenne tuttavia evidente che la posizione verso l'estero stava peggiorando invece che migliorando e le prospettive furono ulteriormente offuscate dal graduale accumularsi di un cospicuo disavanzo nel bilancio di cassa, che venne finanziato, in ampia misura, con prelievi dalla banca centrale. In queste circostanze si resero necessarie restrizioni creditizie aventi la massima efficacia, sebbene la situazione richiedesse egualmente misure di bilancio. All'inizio dell'estate, le autorità chiesero alle banche di ridurre il loro indebitamento verso l'estero e, in settembre, le invitarono formalmente a non accrescere ulteriormente, e se possibile a diminuire, le loro posizioni nette in passività estere. Di conseguenza, nella seconda metà dell'anno, il credito bancario al settore privato è cresciuto dell'11%, aliquota assai inferiore all'espansione del 16% registrata nel periodo corrispondente del 1962. Nel periodo giugno-dicembre, i depositi bancari hanno subito un incremento del 9% in confronto del 12% nel periodo corrispondente del 1962. Il rapporto fra prestiti e depositi che, alla fine di dicembre 1962, era del 74,4%, l'anno successivo era salito al 79,8%. All'inizio di gennaio 1964, le banche sono state ufficialmente informate che il loro indebitamento netto verso l'estero non dovrà superare il livello del precedente novembre o dicembre, prendendo per base il mese in cui è stato più basso.

Le emissioni nette sul mercato dei capitali sono passate da lire 1.640 miliardi nel 1962 a lire 1.350 miliardi nel 1963, sebbene la disponibilità di fondi a più lungo termine sia stata alquanto aumentata da un rimborso netto di debito da parte del Tesoro. Nel 1963, gli istituti di credito e le imprese del settore pubblico hanno emesso un volume assai più considerevole di titoli, ma le emissioni di obbligazioni e azioni dell'industria privata sono scese a lire 430 miliardi da oltre lire 900 miliardi nel 1962. Così, sebbene nel 1962 e all'inizio del 1963 i saggi d'interesse a breve fossero stati ridotti quale misura per stimolare il collocamento di fondi a termine più lungo, i vantaggi per gli investitori sono stati annullati dall'influenza sfavorevole esercitata dalla nazionalizzazione dell'industria elettrica, dall'istituzione dell'imposta cedolare sui dividendi e dall'evoluzione della situazione economica generale. Nel formulare la politica creditizia, le autorità hanno tenuto pertanto conto dell'aumentata preferenza alla liquidità del pubblico e hanno reso possibile alle banche di sostenere, in modesta misura, il mercato dei capitali. Tuttavia, il portafoglio titoli delle banche (esclusi i buoni del Tesoro) che nel 1962 era aumentato di lire 430 miliardi, nel 1963 ha subito un incremento soltanto di lire 280 miliardi.

Nel primo trimestre del 1964, le restrizioni creditizie si sono fatte sentire assai più duramente: il credito bancario si è ridotto di circa lire 185 miliardi rispetto ad un aumento di lire 325 miliardi nel periodo corrispondente del 1963.

Ma se sia possibile stabilizzare la situazione senza nuocere al progresso economico dipenderà, in misura molto ampia, dai provvedimenti che verranno adottati per contenere i consumi e ristabilire una salda posizione del Tesoro. Le misure di bilancio, introdotte verso la fine del 1963 e all'inizio del 1964, costituiscono passi nella giusta direzione.

Paesi Bassi. Negli anni recenti, gli sforzi compiuti dalle autorità monetarie per disciplinare il saggio di espansione della liquidità interna sono stati relativamente coronati da successo, nonostante i cospicui afflussi di valute estere. Il livello delle attività liquide detenute dal settore privato (esclusi i depositi a risparmio) è stato mantenuto all'incirca al 40% del reddito nazionale, soprattutto attraverso operazioni di gestione del debito pubblico e l'applicazione di limiti al saggio dell'espansione del credito al settore privato. Dato che, nel 1962, i conti con l'estero furono pressoché in equilibrio e la domanda di credito si stava rallentando, le restrizioni vennero attenuate e, nel gennaio 1963, le misure creditizie furono completamente abolite. Verso la fine dell'estate, tuttavia, la situazione si è di nuovo invertita rapidamente. A quel tempo, poichè l'espansione del credito bancario si era già andata accelerando da qualche mese, l'inflazione dei salari stava diventando una chiara minaccia e anche le valute estere avevano ripreso ad affluire.

In ottobre, con una pronta reazione, le autorità adottarono, anzitutto, misure restrittive nel campo fiscale (più elevata imposizione indiretta e rallentamento degli investimenti pubblici), ma tornarono anche ad impiegare i consueti strumenti nel campo creditizio. La Nederlandsche Bank ripristinò

il limite per l'espansione del credito bancario al settore privato, restringendo, questa volta, l'incremento mensile all'1% del livello medio del credito in essere nella prima metà del 1963. In base a questa disposizione, quando viene superato il limite fissato per tutte le banche, i singoli istituti di credito responsabili sono invitati a depositare determinati importi su conti infruttiferi presso la banca centrale. Siccome, verso la fine dell'anno, le banche avevano già superato i limiti stabiliti, all'inizio del 1964 sono state invitate a costituire depositi presso la Nederlandsche Bank. Ciò ha indotto le autorità a inasprire la politica creditizia con un aumento del saggio di sconto dal 3,5 al 4%, introdotto nel gennaio.

Allo scopo di ridurre la liquidità si è proceduto anche ad operazioni di gestione del debito pubblico. In ottobre, il governo ha emesso un prestito al 4,5%, con scadenza di trent'anni, per fiorini 400 milioni. Poichè il mercato delle obbligazioni stava già indebolendosi, il prestito fruttò poco più di fiorini 300 milioni, ma anche questo importo superava le necessità correnti del Tesoro. Quando, poco dopo, le riscossioni tributarie hanno improvvisamente accelerato il loro ritmo, si sono potuti sterilizzare altri fondi. Per il 1963 nel suo complesso, il credito a lungo termine ricevuto dal governo è ammontato a oltre fiorini 900 milioni contro un disavanzo di cassa inferiore a fiorini 300 milioni; la differenza è stata utilizzata in ampia misura per ridurre il suo indebitamento verso la banca centrale.

Le autorità locali, il cui fabbisogno netto di fondi è cresciuto di oltre fiorini 400 milioni e, nel 1963, ha quasi raggiunto il livello di fiorini 1,5 miliardi, si sono rivolte al mercato dei capitali per circa fiorini 1,2 miliardi. In base alla nuova legislazione, entrata in vigore nel novembre 1963, il governo ha ora la facoltà di disciplinare il ricorso al credito da parte delle autorità locali. È stato deciso che per l'anno, che ha avuto inizio dal primo novembre, il credito delle municipalità avrebbe dovuto limitarsi al 91% dell'importo ricevuto durante i dodici mesi terminati alla metà del 1963.

Sebbene le emissioni sul mercato dei capitali siano passate da fiorini 4,9 miliardi nel 1962 a fiorini 5,4 miliardi nel 1963, la più ampia raccolta di fondi da parte del governo e delle autorità locali ha, naturalmente, ridotto il margine disponibile per le emissioni del settore privato e da parte di non residenti; esse, nello stesso periodo, sono complessivamente, diminuite da circa fiorini 4 a 3,3 miliardi. Questo fatto è stato indubbiamente la ragione per cui, lo scorso anno, il settore privato ha fatto, in più ampia misura, ricorso al credito bancario.

Nel 1963, l'incremento degli averi netti in valute estere, detenuti dalla banca centrale, ha fatto aumentare la liquidità bancaria di oltre fiorini 615 milioni, ma ciò è stato in buona parte compensato dalle operazioni governative di gestione del debito pubblico. Per aiutare le banche a fronteggiare il fabbisogno di risorse liquide, provocato dall'incremento della circolazione monetaria e del credito al settore privato, nel 1963 la Nederlandsche Bank ha ridotto, in diversi tempi, la percentuale della riserva di cassa dal 5% a zero. Le banche hanno anche dovuto effettuare prelievi dalle loro

riserve di cassa libere. Per quanto riguarda il futuro, nel 1964 le autorità si aspettano un notevole deterioramento del saldo verso l'estero e, perciò, l'intensificarsi delle pressioni sulla liquidità bancaria.

Belgio. Nel 1963, un'accelerazione nella domanda privata e pubblica di credito, concomitante con un mercato dei capitali particolarmente privo di ricettività, ha provocato un cospicuo incremento del credito bancario e dei mezzi di pagamento. La situazione sul mercato dei capitali ha rispecchiato, in ampia misura, la reazione negativa dei risparmiatori nei confronti della riforma fiscale, introdotta verso la fine del 1962. Questa riforma ha istituito, fra l'altro, una ritenuta d'imposta del 15% sui dividendi di titoli a reddito fisso e su qualche altra attività finanziaria (compresi depositi vincolati, depositi a vista e, con alcune eccezioni, depositi a risparmio).

Nel 1963, il disavanzo del bilancio statale è cresciuto sensibilmente, soprattutto a causa di un'accelerazione negli investimenti pubblici, e il fabbisogno finanziario netto del Tesoro ha raggiunto il livello di fr.belgi 24,5 miliardi da fr.belgi 12,9 miliardi nell'anno precedente. Ma, mentre nel 1962 il Tesoro aveva prelevato fr.belgi 20,1 miliardi dal mercato creditizio interno e ridotto il suo indebitamento in valute estere di fr.belgi 7,2 miliardi, nel 1963 esso ha potuto raccogliere soltanto fr.belgi 10,8 miliardi sul mercato belga e ha dovuto aumentare il suo indebitamento verso l'estero di fr.belgi 13,7 miliardi. I crediti esteri sono stati ottenuti, in ampia misura, indirettamente, attraverso le banche commerciali che hanno contratto prestiti all'estero, utilizzando il ricavato in gran parte per sottoscrivere carta del Tesoro stilata in valute estere.

Nel settore privato, la sostenuta domanda di credito è stata il riflesso dell'ininterrotta e rapida espansione economica, della vivace domanda per beni di consumo durevoli e dei margini di profitto decrescenti in alcuni rami dell'industria. Nel 1963, il credito erogato a questo settore da parte delle banche commerciali è aumentato di fr.belgi 18,4 miliardi, ossia del 26% contro il 17% nel 1962. I depositi e le passività a più lungo termine delle banche sono cresciuti di un importo uguale a quello dell'anno precedente in termini assoluti, cioè di fr.belgi 17,7 miliardi, che rappresenta un incremento del 13% contro il 9% nel 1962. L'espansione, relativamente cospicua, del credito al settore privato è stata agevolata dall'abolizione, nel gennaio 1963, del "coefficiente di copertura" che veniva precedentemente applicato agli averi in titoli governativi.

Il primo passo verso una politica creditizia restrittiva è stato compiuto nel luglio 1963, quando la Banca nazionale ha portato il suo saggio di sconto dal 3,5 al 4%. Questa misura è stata seguita, in ottobre, da un ulteriore aumento al 4,25%. Sul finire dell'anno, le tensioni inflazionistiche erano tuttavia divenute più pronunciate, e tali da indurre le autorità monetarie, all'inizio del 1964, a concludere un accordo sulla concessione del credito con tutti gli istituti che fanno prestiti e anche a inasprire le condizioni per il credito al consumo. In base a questo accordo, nel 1964, le banche commerciali dovrebbero per esempio limitare l'espansione del credito al settore privato

al 10-12%. Durante i primi mesi del 1964, si è constatata una modesta ripresa nella domanda per titoli a reddito fisso e i saggi d'interesse a lungo termine sembrano essersi stabilizzati a un livello più elevato.

Germania. A partire dalla fine del 1961, l'aumento globale del credito concesso dalle banche commerciali e da altri istituti di credito è andato lievemente rallentando. Questo fatto non è stato, tuttavia, un riflesso della limitazione del credito, ma del ritmo meno rapido dell'espansione economica. E' vero che nel 1962 e all'inizio del 1963, l'atteggiamento passivo adottato dalle autorità monetarie condusse a una contrazione della liquidità bancaria, in connessione con l'evoluzione del mercato. Ma siccome, all'inizio, le attività liquide delle banche erano assai cospicue, questa politica ebbe l'effetto di rendere la situazione più tesa, ma non più scarsa. Negli ultimi mesi del 1963, continuavano a prevalere condizioni di relativa abbondanza del credito, avendo la liquidità ripreso ad aumentare sotto lo stimolo di nuovi considerevoli afflussi di valute estere e un deterioramento dei bilanci delle autorità pubbliche.

Nel 1963, il credito globale concesso dagli istituti di credito è cresciuto di DM 25,6 miliardi, ovvero del 13,2% contro il 14,1 e 16,3, rispettivamente nel 1962 e 1961. Il totale comprende, ancora una volta, un incremento relativamente cospicuo del credito a lungo termine, il quale rispecchia, in ampia misura, l'espansione dei prestiti ipotecari. Per quanto riguarda il passivo, gli istituti di credito hanno tratto vantaggio da un notevole aumento dei depositi a risparmio e hanno aumentato sensibilmente le proprie emissioni di obbligazioni.

Anche nel 1963, le emissioni nette sul mercato dei capitali sono cresciute in misura considerevole, raggiungendo il livello di DM 13,2 miliardi in confronto a quello di DM 11,1 miliardi nel 1962. L'espansione è da attribuire, in parte, all'aumento ora menzionato delle emissioni degli istituti di credito, delle quali una buona aliquota ha trovato una contropartita nel credito alle autorità locali, ma essa è anche dovuta al più ampio ricorso al mercato da parte del governo federale. A questo proposito vale la pena di ricordare che il bilancio di cassa delle autorità pubbliche nel loro complesso è passato da un avanzo nel 1961 di DM 2,3 miliardi a un disavanzo di DM 1,6 miliardi nel 1962 e di DM 5 miliardi nel 1963. Il maggiore ricorso delle autorità pubbliche al mercato per ottenere fondi a termine più lungo è stato un fattore che nel 1963 ha manifestato la tendenza a mantenere i saggi d'interesse relativamente elevati, nonostante i cospicui acquisti di titoli tedeschi da parte di non residenti. Esso può anche avere contribuito alla riduzione che si è verificata nelle nuove emissioni di azioni e obbligazioni industriali, sebbene nel secondo semestre dell'anno un altro fattore fondamentale sia stato la notevole ripresa dei profitti aziendali.

Verso la fine del 1963 e all'inizio del 1964, quando si è verificato un cospicuo saldo attivo verso l'estero, con la minaccia di tensioni inflazionistiche all'interno del paese, le autorità monetarie si sono di nuovo trovate a dover fronteggiare il dilemma fra obiettivi interni ed esterni. Qualsiasi

tentativo compiuto per limitare il credito con misure monetarie generali avrebbe comportato il grave rischio di attirare ulteriori fondi dall'estero, annullando così gli effetti delle restrizioni e aumentando il saldo attivo della bilancia dei pagamenti. Perciò, all'inizio del 1964, le autorità hanno introdotto o proposto diverse misure specifiche, già descritte a pagina 21, destinate a scoraggiare l'afflusso e stimolare la riesportazione di valute estere e capitali e ad incoraggiare il ricorso dell'estero al mercato dei capitali tedesco. I provvedimenti hanno contribuito a ridurre simultaneamente il saldo attivo verso l'estero e la liquidità interna. D'altra parte, è degno di nota che le autorità monetarie non abbiano aumentato le riserve legali delle banche sui depositi nazionali, nè ridotto i loro margini di sconto presso la banca centrale. Vero è che, dalla fine del 1963, le banche hanno accresciuto i loro averi in carta di mercato aperto, ma ciò rappresenta soprattutto l'investimento di fondi liquidi in eccesso. Inoltre, il saggio di sconto della Banca federale, fissato al 3% nel maggio 1961, è stato mantenuto invariato.

Svizzera. Fino allo scorso anno i saggi d'interesse erano stati mantenuti a un livello basso e relativamente stabile. In gran parte tale fatto fu possibile grazie all'afflusso di valute estere che ha più che compensato gli effetti restrittivi sulla liquidità derivanti dal disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. In parte, però, lo si poteva anche ascrivere all'azione delle autorità intesa a ridurre direttamente sia il saggio di espansione del credito bancario, sia il volume delle emissioni estere sul mercato dei capitali svizzero. Nel 1963, tuttavia, si era creata una situazione per cui non era più possibile evitare un aumento generale dei saggi d'interesse. Le ragioni erano da ricercarsi in un declino del risparmio privato e pubblico in rapporto a un continuo ed elevato saggio di investimenti interni.

L'espansione del credito bancario, dopo essere rallentata all'incirca verso la metà del 1962, si accelerò di nuovo nel 1963. Già all'inizio dell'anno, peraltro, le banche cominciarono a risentire pressioni sulla loro liquidità, in parte a causa di un deflusso netto di valute estere, ma soprattutto perchè le banche non riuscivano ad attrarre fondi freschi verso le loro obbligazioni a medio termine (obbligazioni di cassa), ai saggi d'interesse praticati comunemente. Alla fine di luglio, la Banca nazionale dette il proprio accordo circa un aumento dello 0,25% nei saggi pagati sulle obbligazioni a medio termine delle banche, aventi una scadenza di cinque o più anni. Successivamente, in gennaio e maggio 1964, i saggi d'interesse sulle obbligazioni a medio termine furono di nuovo aumentati, di modo che il saggio relativo è stato portato al 4,25% in confronto del 3,5% dell'anno precedente. Tuttavia, per collocare le loro obbligazioni, le banche sono state costrette a ricorrere in crescente misura, come fonte alternativa di finanziamento, al mercato dei capitali, concorrendo così per la maggior parte all'aumento che, lo scorso anno, è stato registrato nelle nuove emissioni di obbligazioni.

Il rendimento delle obbligazioni a lungo termine della Confederazione è aumentato dal 3,1% alla fine di aprile 1963 a circa il 3,9% l'anno dopo. Si è cercato, tuttavia, di limitare l'aumento dei saggi d'interesse sulle prime

ipoteche, che oggi, come regola, sono, del 4% in confronto del 3,75% dello scorso anno.

L'intensificazione della pressione inflazionistica nella seconda metà del 1963, cui si è accompagnata una ripresa negli afflussi di valute estere, ha reso necessaria l'emanazione, nel marzo 1964, di una vasta serie di misure legislative che sono già state descritte a pagina 17. Nel settore del credito, tali misure ricalcano in gran parte le stesse linee già seguite in passato. Assumono tuttavia un'importanza maggiore le tecniche che hanno come scopo di scoraggiare l'entrata e stimolare la riesportazione di fondi a breve. Inoltre, il saggio di espansione del credito che le banche dovranno osservare è stato ridotto dall'82 al 79% dell'anno di base 1960 o 1961 applicabile per il 1964 nel suo complesso. Il saggio corrispondente per il credito ipotecario è stato fissato al 108%, allo scopo di facilitare il consolidamento dei prestiti in atto per l'edilizia (che sono compresi nel limite più basso). Nella misura in cui questi limiti verranno superati, le banche interessate saranno invitate a versare un importo equivalente in un deposito speciale presso la Banca nazionale svizzera. Infine, le nuove emissioni nazionali sul mercato dei capitali saranno assoggettate ad una disciplina più specifica. Con decorrenza dal 1° giugno 1964, sono state poi inasprite le misure che regolano le vendite a rate tanto per quanto riguarda i versamenti iniziali che i periodi massimi di rateazione.

Queste misure, congiuntamente alle restrizioni imposte sulle costruzioni e sull'ammissione di mano d'opera straniera, sono dirette a creare un maggiore equilibrio fra il risparmio nazionale e gli investimenti, nonché ad attenuare, al tempo stesso, le pressioni al rialzo sui saggi d'interesse. Le possibilità di afflusso di capitali esteri sono ora considerevolmente ridotte; poichè, tuttavia, le misure non impediscono il rimpatrio di capitali svizzeri detenuti all'estero, l'afflusso di questi capitali, attratti dalla situazione di restrizioni nel credito e da alti saggi d'interesse, potrebbe indebolire l'effetto che le nuove misure restrittive si propongono. Contemporaneamente, nello scorso anno il bilancio di cassa del governo è deteriorato, passando da un avanzo di fr.sv. 430 milioni nel 1962 a uno di fr.sv. 125 milioni. Da un punto di vista complessivo, la presente situazione sembrerebbe pertanto richiedere un contenimento del bilancio spinto al massimo quale mezzo per mantenere bassi i saggi d'interesse e così scoraggiare il rimpatrio di fondi dall'estero. Ciò sarebbe in armonia con le misure suggerite dalla situazione interna e da quella internazionale.

Austria. Per il terzo anno consecutivo, nel 1963, la situazione finanziaria è stata influenzata da un cospicuo afflusso di valute estere, che è, in non piccola parte, il riflesso dell'aumento nell'indebitamento verso l'estero del settore pubblico. Le passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario sono aumentate di oltre l'11%; questo incremento, che è stato alquanto inferiore a quello del 1962, ha trovato, per oltre due quinti, la sua contropartita nell'espansione delle attività nette estere. Tenuto conto della tendenza più debole, manifestatasi al principio del 1963, negli investimenti aziendali, si

lasciò che l'afflusso di valute estere producesse i suoi effetti sulla liquidità bancaria e sul credito, e nel giugno la Banca nazionale abbassò il saggio di sconto dal 5 al 4,5%. Contemporaneamente fu concessa libertà alle banche di prendere a prestito e impiegare all'estero fondi a breve e a medio termine. Esse furono così indotte ad aumentare le loro attività nette estere, che, nei dodici mesi fino alla fine del marzo 1964, si accrebbero di scellini 1,9 miliardi. Inoltre, le banche ridussero ulteriormente il loro indebitamento verso la banca centrale. Entrambi questi fattori hanno contribuito a diminuire, temporaneamente, l'ampia liquidità delle banche all'interno del paese.

Nel 1963, il volume delle nuove emissioni sul mercato dei capitali è stato considerevolmente superiore a quello degli anni recenti, e ha rispecchiato l'espansione nella raccolta di fondi da parte degli istituti ipotecari e del governo federale, i cui accresciuti disavanzi di bilancio sono stati finanziati prevalentemente in questo modo. Peraltro, come conseguenza di massicci acquisti interni ed esterni, i rendimenti a lungo termine sono sensibilmente diminuiti; nel marzo 1964, è stata collocata con successo una emissione del governo federale, con l'offerta di un rendimento effettivo del 6,5%. Poichè i rendimenti a lungo termine sono aumentati in altri paesi, le autorità pubbliche e le imprese potrebbero ora sentire un minore incentivo che in precedenza a collocare prestiti a lunga scadenza all'estero.

Nel gennaio 1964, le autorità hanno abolito la disposizione, introdotta nell'agosto 1962, che limitava l'espansione del credito da parte delle banche al 40% dell'aumento dei loro depositi. Contemporaneamente, i limiti di credito basati sull'ammontare globale dei depositi sono stati ulteriormente ridotti e si è stabilito che i depositi esteri ricevuti dopo la fine del 1963 non potranno essere conteggiati fra le passività che determinano questi limiti. In pratica, le misure creditizie in vigore nel 1963 non hanno avuto alcun effetto restrittivo e le modificazioni dello scorso gennaio sono state soprattutto di carattere strutturale, senza voler rappresentare un mutamento nella politica creditizia. Nello stesso spirito, ma allo scopo soprattutto di creare un mercato monetario in grado di funzionare, in aprile il governo ha convertito in obbligazioni a lungo termine scellini 1 miliardo di buoni del Tesoro non negoziabili detenuti dalle banche e, nel maggio, ha reso negoziabile un'aliquota dei loro restanti averi in questi titoli, precisamente, scellini 560 milioni.

Svezia. Quando, sul volgere del 1962, la domanda è andata rallentando, le autorità hanno introdotto una vasta gamma di misure compensatorie, fra cui un'attenuazione delle restrizioni creditizie, un allentamento dei controlli sulle licenze per la costruzione di case d'abitazione e un'accelerazione dei consumi e degli investimenti pubblici. Durante la primavera, tuttavia, è divenuto palese che lo stimolo impresso alla domanda interna era troppo forte e questo fatto ha avuto ulteriore conferma nell'estate quando le esportazioni hanno incominciato a salire rapidamente. La prima reazione delle autorità si è fatta sentire nel settore del credito, la cui espansione ad opera delle banche era assai cospicua. Già in aprile, la Riksbank invitò le banche a contenere la loro attività creditizia e questo invito venne seguito da aumenti

in alcuni saggi d'interesse a breve. In giugno, lo stesso saggio di sconto è stato portato dal 3,5 al 4%. Inoltre, durante questo periodo, fattori stagionali e un deflusso di valute estere hanno limitato l'espansione dei depositi bancari. Le banche sono state, pertanto, costrette a ridurre i loro averi in titoli governativi, con un conseguente notevole incremento dei saggi d'interesse a lungo termine.

In autunno, sono state adottate misure per ripartire le spese per investimenti pubblici su un maggior numero di anni, ma la necessità di un contenimento monetario generale ha continuato a farsi sentire insistentemente. Sebbene, dopo la metà dell'anno, l'espansione nel credito concesso dalle banche commerciali si sia rallentata, il suo saggio di aumento era ancora elevato e l'attività creditizia di altre istituzioni finanziarie si manteneva vivacissima. La Banca nazionale ha, pertanto, diramato un ulteriore invito a moderare la concessione del credito, mentre le operazioni di gestione del debito pubblico hanno continuato a concentrarsi sul collocamento di titoli al di fuori delle banche commerciali.

Per il 1963 nel suo complesso, il flusso netto di fondi ai mercati del credito e dei capitali è ammontato a cor.sv. 8,6 miliardi, cioè ha superato di quasi un quarto l'importo del 1962 ed è stato circa due volte quello del 1961. A questo ammontare, le banche commerciali hanno contribuito soltanto con cor.sv. 2,4 miliardi contro cor.sv. 3,3 miliardi nel 1962. Pur avendo ridotto i loro averi in titoli governativi di oltre cor.sv. 800 milioni, le banche commerciali hanno, tuttavia, potuto aumentare il volume del loro credito all'economia di cor.sv. 3,2 miliardi. Nello scorso anno, un'elevata aliquota dell'aumento nel credito al settore privato è andata all'edilizia.

L'avanzo del bilancio di cassa di cor.sv. 600 milioni nel 1962 è stato sostituito da un disavanzo di cor.sv. 200 milioni nel 1963 e si ritiene che, nel corrente anno, si deteriorerà ulteriormente, creando così un onere supplementare gravoso per la politica monetaria. Nell'ultimo trimestre del 1963, le pressioni inflazionistiche sono andate intensificandosi in concomitanza con il disavanzo di bilancio, e, alla fine di gennaio, la Banca nazionale ha portato il saggio di sconto dal 4 al 4,5%. Questa misura è stata accompagnata dall'emissione di un prestito governativo, con scadenza di sedici anni, per cor.sv. 100 milioni, il cui rendimento, 5,75%, è il più elevato per un prestito di questo tipo che sia stato offerto dal 1921. Inoltre, l'Ufficio nazionale del debito pubblico ha emesso un prestito a cassa aperta al 6% con scadenza di tre anni, che ha raccolto circa cor.sv. 450 milioni. Infine, è stato introdotto un saggio di penalizzazione del 9% che verrà applicato sul credito che una banca riceverà dalla Banca nazionale per la parte di tale credito che superi la metà del capitale della banca medesima.

Danimarca. Il vigore con cui, nel 1962-63, sono state applicate le misure di contenimento nel settore fiscale e in quello dei redditi, in concomitanza con i crediti esteri a lungo termine ricevuti dal settore pubblico e privato, si è dimostrato efficace per il risanamento della bilancia dei pagamenti, senza

arrestare l'espansione all'interno del paese. Il credito ricevuto dall'estero ha contribuito tanto a consolidare le riserve, soprattutto all'inizio del 1963, a evitare una eccessiva riduzione degli investimenti. Il bilancio pubblico che, già nel 1962, era ritornato all'avanzo, è ulteriormente migliorato nel 1963, e, congiuntamente alla politica di contenimento dei redditi, ha fatto sì che, nel secondo semestre dell'anno, le partite correnti della bilancia dei pagamenti abbiano registrato un avanzo.

Il credito bancario al settore privato, che è andato crescendo con ritmo più lento a partire dalla metà del 1962, è aumentato di circa il 10% nel 1963. Tuttavia, in concomitanza con l'afflusso di valute estere, gli averi del pubblico in attività monetarie e quasi monetarie hanno registrato un incremento di più del 12% in confronto a meno del 9% nel 1962. Questa espansione, nonchè l'aumento nella liquidità bancaria che l'ha accompagnata, sarebbe risultata maggiore se non fosse stato per l'avanzo di cassa del governo, sterilizzato presso la Banca nazionale per l'ammontare di cor.dan. 575 milioni contro cor.dan. 170 milioni nel 1962. Ciò nonostante, lo scorso anno, la liquidità delle banche commerciali è cresciuta di cor.dan. 825 milioni; di questo importo, cor.dan. 170 milioni sono stati utilizzati per ridurre il loro indebitamento netto verso l'estero, mentre la rimanenza è stata impiegata per consolidare la loro posizione netta verso la banca centrale.

Nell'agosto 1963, la Banca nazionale ha ridotto il saggio di sconto dal 6,5 al 6% e, in novembre, lo ha diminuito ulteriormente, portandolo al 5,5%, livello al quale si trovava nella primavera 1961, prima che insorgesse l'inflazione. Le banche commerciali hanno seguito l'esempio per quanto riguarda i saggi praticati sulle anticipazioni, ribassando, però, i saggi sui depositi soltanto dello 0,5-0,75%. Il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine, che, a metà circa del 1963, era di poco superiore al 6,5%, all'inizio del 1964 ha oscillato intorno al 6%. Mentre, nel 1963, il mercato dei titoli a reddito fisso è andato consolidandosi, è stato registrato un cospicuo incremento nelle nuove emissioni, soprattutto di obbligazioni ipotecarie, che, nel 1963, con l'importo di cor.dan. 3,5 miliardi, hanno superato di circa un terzo il livello del 1962.

Recentemente si sono notati sintomi di accelerazione nell'attività economica e nella concessione del credito bancario. Proseguendo nella politica di contenimento del bilancio, nel febbraio 1964 il governo ha aumentato alcune imposte indirette e, nel marzo, ha differito, per sei mesi, l'inizio di nuove costruzioni di carattere pubblico. Inoltre, in considerazione del livello relativamente elevato della liquidità bancaria, in gennaio, la Banca nazionale ha invitato le istituzioni che concedono prestiti a evitare una notevole espansione delle loro operazioni creditizie.

Norvegia. L'accordo per la disciplina del credito nel 1963, concluso alla fine del 1962, aveva un carattere restrittivo, in quanto impegnava le banche commerciali e le casse di risparmio a non espandere la concessione di credito all'interno del paese di oltre il 6-7%. Per assicurare che questa

politica non venisse parzialmente elusa con il ricorso al credito a breve all'estero, come era avvenuto nel 1962, le banche commerciali furono invitate a non accrescere i loro prestiti in valute estere di più di cor.norv. 175 milioni oltre il livello raggiunto alla fine del 1962. Le banche hanno osservato questi limiti, aumentando il credito interno all'incirca del massimo prescritto, mentre i prestiti in valute sono rimasti quasi invariati. La limitazione del credito sembra aver contribuito a una contrazione della domanda per investimenti, soprattutto in scorte, che nel 1963 si è effettivamente ridotta.

Nella primavera del 1963, una forte ripresa nella domanda esterna ha impresso nuovo vigore all'espansione economica e ha pure aiutato a migliorare l'andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti (escluse le importazioni nette di navi) per l'anno nel suo complesso. Anche il settore pubblico ha contribuito all'espansione, soprattutto perchè le spese per investimenti delle autorità hanno continuato a crescere, mentre il loro risparmio è rimasto stabile. Congiuntamente, il governo, principalmente a cause del deterioramento del bilancio pubblico, e la Banca nazionale, in gran parte attraverso i suoi acquisti netti di valute, hanno fornito alle banche cor.norv. 326 milioni di risorse liquide nel 1963 contro cor.norv. 188 milioni nel 1962. Sebbene la maggior parte di questo importo sia stata compensata da una espansione nella circolazione monetaria, nel 1963 le banche hanno potuto aumentare i loro averi in attività liquide.

Sul volgere del 1963, la debole posizione di bilancio, accompagnata dalla prospettiva di un ulteriore incremento dei redditi monetari, ha indotto a perseverare nelle restrizioni monetarie. Nell'accordo per la disciplina del credito del 1964 è stato stabilito che le banche commerciali e le casse di risparmio non dovranno espandere il loro credito di più del 5-6% e i prestiti in valute estere di oltre cor.norv. 100 milioni. Criteri particolarmente rigorosi dovranno essere seguiti nella concessione del credito al consumo e dei prestiti per ampliare gli impianti.

Finlandia. L'indebolimento nell'espansione della domanda verificatosi al principio del 1963, soprattutto nella spesa per investimenti, ha contribuito, insieme con una ripresa nelle esportazioni, a un miglioramento nella posizione verso l'estero ed a un afflusso di valute estere. D'altro lato, la situazione del bilancio dello stato ha subito un ulteriore sostanziale deterioramento, che ha indotto le autorità ad aumentare alcune imposte indirette e i prezzi di alcuni servizi pubblici. Inoltre, in dicembre, il governo ha deciso di portare la imposta sugli utili delle società dal 38 al 45%, e, nel gennaio 1964, ha introdotto un sistema riveduto di imposte sugli affari, che ha fra i suoi scopi quello di aumentare le entrate di bilancio. Nel 1963, il fabbisogno statale di credito, che dev'essere soddisfatto al di fuori del sistema bancario, è salito a MFN 650 milioni da MFN 415 milioni del 1962, tendendo in tal modo a limitare la formazione di depositi presso le banche. Del predetto totale, MFN 100 milioni sono stati raccolti mediante speciali obbligazioni che potranno essere utilizzate nei pagamenti dell'imposta sul reddito negli anni 1964-65.

Nel 1963, il credito al settore privato da parte degli istituti bancari è aumentato soltanto del 6% contro oltre il 10% nel 1962, e le banche sono state in grado di rimborsare parte del loro indebitamento alla banca centrale. Tuttavia, per mantener ferme le redini della politica monetaria, nell'aprile 1963, le autorità si sono avvalse di questa situazione per ridurre i limiti di sconto da MFN 700 a 545 milioni. Nel giugno, un nuovo accordo sui saggi d'interesse ha stabilito una maggiore differenziazione in favore dei depositi a più lungo termine, senza peraltro aumentare il livello medio dei saggi; in aggiunta, sono stati reintrodotti i conti collegati per il 100% a un indice, che erano stati sospesi nel 1958. Nel febbraio 1964, in conseguenza di un cospicuo aumento dei salari negoziati, la politica monetaria è stata inasprita mediante l'emanazione di dettagliate istruzioni da osservarsi in materia di prestiti da parte degli istituti di credito, che sono stati invitati a limitare il credito destinato al finanziamento dei consumi, degli investimenti di grandi dimensioni e della costituzione di scorte. Con decorrenza dall'aprile, sono state inoltre aumentate l'imposta personale sul reddito e quella sul patrimonio.

Spagna. Verso la fine del 1962 e all'inizio del 1963, le pressioni esercitate dalla domanda eccessiva, soprattutto nei settori dei generi alimentari e delle abitazioni, hanno indotto le autorità ad adottare misure per rallentare l'espansione della domanda e attenuare le pressioni in aumento sui prezzi. Sono state ampliate le importazioni di derrate alimentari fondamentali, lievemente ridotti i dazi doganali e limitata la concessione di licenze per costruire abitazioni di maggior costo. Nel campo del credito è stato introdotto un nuovo rapporto minimo obbligatorio di liquidità, che può variare dal 10 al 20% e che è stato fissato al 12% a partire dal 1° aprile 1963, e poi portato al 13% alla fine di maggio. Sotto l'influenza di queste e altre misure, nella primavera e nell'estate l'economia ha rallentato temporaneamente il suo ritmo di espansione e la tendenza ascendente dei prezzi si è arrestata. Le riserve valutarie, che erano rimaste relativamente stabili per alcuni mesi, hanno incominciato a salire nuovamente verso la metà dell'anno. Sebbene ancora rapida, nel 1963, l'espansione delle importazioni è alquanto rallentata, mentre i proventi derivanti dal turismo, dalle rimesse dei lavoratori all'estero e dalle importazioni di capitali hanno continuato a crescere. Inoltre, nei mesi recenti, le esportazioni hanno tratto vantaggio dai raccolti invernali, eccezionalmente abbondanti, di agrumi e olive.

Nel 1963, le passività monetarie e quasi monetarie degli istituti di credito sono aumentate di pesetas 95,5 miliardi, cioè del 17%, contro un incremento di oltre il 20% nel 1962. Il più limitato saggio d'espansione ha rispecchiato, in parte, un minore afflusso netto di divise estere, ma è da attribuire anche a un rallentamento dell'espansione nel credito al settore privato, che è cresciuto di pesetas 76,9 miliardi (cioè del 22% in confronto del 27% nel 1962). In pari tempo, mentre, nel 1962, circa il 7% dell'incremento nel credito che gli istituti bancari hanno accordato al settore privato era costituito da acquisti di titoli industriali, nel 1963 l'aliquota è salita

al 14%. Questo movimento rispecchia anzitutto la maggiore libertà consentita alle casse di risparmio dall'agosto 1962, nell'effettuare investimenti in titoli diversi da quelli del settore pubblico. Gli acquisti delle banche hanno così agevolato il cospicuo aumento registrato, nel 1963, dalle emissioni del settore privato sul mercato dei capitali, che sono ammontate a pesetas 39,7 miliardi contro pesetas 24,2 miliardi nel 1962. Le casse di risparmio hanno anche sottoscritto una notevole aliquota delle emissioni del settore pubblico, che, nel 1963, sono salite a pesetas 13,9 miliardi da pesetas 6,7 miliardi nel 1962. La maggior parte delle emissioni pubbliche era costituita da titoli dell'Istituto nazionale per l'industria (INI) ma, in dicembre, il Tesoro ha pure emesso un prestito per pesetas 5 miliardi, che è stato utilizzato per finanziare i trasferimenti governativi di fondi agli istituti di credito pubblico.

All'inizio del 1964, la Spagna ha varato un programma quadriennale di sviluppo, il cui obiettivo principale consiste nel conseguire un elevato saggio di investimenti pubblici, accompagnato da una "pianificazione indicativa", diretta a ottenere risultati analoghi nel settore privato. L'accelerazione del saggio di investimento nel settore pubblico dovrebbe essere finanziata, in gran parte, con un incremento nel risparmio del settore stesso; questo risparmio dovrà essere realizzato mantenendo il saggio d'espansione delle spese per i consumi pubblici a circa metà di quello delle entrate di bilancio. La messa in esecuzione del programma è avvenuta in condizioni favorevoli, dato che le riserve valutarie stanno aumentando e i prezzi sono stabili. Tuttavia, siccome il piano è ambizioso, il suo successo dipenderà anche dal fatto che non venga mai perduto di vista il mantenimento dell'equilibrio interno ed esterno.

Canada. Una volta superata la crisi valutaria dell'inizio dell'estate, nell'autunno 1962 le autorità tornarono rapidamente a una politica monetaria meno restrittiva e, nel maggio 1963, il saggio ufficiale di sconto venne ridotto al 3,5%. In luglio, tuttavia, la proposta, annunciata negli Stati Uniti, di introdurre l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse, seguita immediatamente all'incremento del saggio di sconto del Sistema della Riserva federale, minacciò di provocare un aumento generale e sostanziale dei saggi d'interesse. Quando successivi negoziati misero in chiaro che le nuove emissioni canadesi negli Stati Uniti avrebbero fruito di un privilegio di condizionata esenzione dall'imposta, i mercati finanziari si riassetarono alquanto, sebbene, in agosto, la Banca del Canada abbia ritenuto necessario di adeguarsi alla nuova situazione, aumentando il saggio ufficiale dello sconto al 4%. Venne sottolineato, peraltro, che questa variazione non voleva significare che si sarebbe proceduto a un inasprimento della politica monetaria. Poi, quando, in settembre, si seppe che sarebbero stati venduti all'URSS cospicui quantitativi di grano e farina, i mercati si consolidarono e i saggi d'interesse ribassarono. Alla fine del 1963, le condizioni per ottenere credito, quali si rispecchiano nei saggi d'interesse di mercato a breve e a lungo termine, erano press'a poco come all'inizio dell'anno. Nei confronti degli Stati Uniti, gli scarti fra i saggi d'interesse si erano inoltre notevolmente ridotti.

Nel 1963, il totale delle attività detenute dalle banche autorizzate è aumentato del 9,5% in confronto di un incremento del solo 2,5% nel 1962, quando erano in vigore misure creditizie assai restrittive. I prestiti bancari, sebbene si siano accelerati verso la fine del 1963, per l'anno nel suo complesso sono cresciuti meno che nel 1962, cioè di \$can. 515 contro 840 milioni. Così, mentre, nel 1962, erano state costrette a ridurre le loro attività liquide di quasi \$can. 500 milioni, le banche, nel 1963, hanno potuto accrescere tali averi di oltre \$can. 800 milioni, di cui \$can. 650 milioni sotto forma di titoli governativi. L'aumento degli averi in titoli governativi delle banche autorizzate è stato approssimativamente uguale al fabbisogno finanziario del governo, essendo quest'ultimo ammontato a \$can. 630 milioni.

Giappone. Dall'autunno del 1962 alla primavera del 1963, le restrizioni monetarie in vigore furono gradualmente abolite, in relazione al rallentamento della produzione industriale e all'aumento senza interruzione delle riserve ufficiali. Il saggio di sconto della Banca del Giappone venne ridotto, in quattro tempi, dal 7,30 a 5,84%. A partire dalla primavera, la produzione ha di nuovo incominciato a progredire, stimolata ampiamente dai consumi e dalla domanda per scorte. Anche le esportazioni sono cresciute notevolmente, sebbene non nella stessa misura delle importazioni. Sul finire dell'anno, le esportazioni si sono improvvisamente rallentate e le importazioni accelerate, sicchè le riserve monetarie hanno incominciato a declinare. I prezzi al consumo, che avevano mantenuto la loro tendenza ascendente persino durante la fase in cui la pressione esercitata dalla domanda si era allentata, hanno continuato ad aumentare con un saggio annuale di circa il 7%.

Di pari passo con l'esperienza dei paesi continentali dell'Europa occidentale, nello scorso anno la forte domanda di credito bancario si è ricollegata, in parte, con crescenti spese per l'edilizia e per beni di consumo durevoli, ma, in misura ancora maggiore, con costi di produzione sempre più elevati e con una riduzione nei margini di profitto delle imprese. Questa domanda, congiuntamente al prevalere, per buona parte dell'anno, di condizioni di credito abbondante, nonchè di una marcata preferenza del pubblico e delle aziende per le attività liquide, ha provocato un'imponente espansione di prestiti e depositi bancari. Soprattutto il settore delle imprese sembra avere ricevuto credito, tanto all'interno del paese che all'estero, notevolmente al di sopra del suo fabbisogno netto, utilizzando il ricavo per accumulare attività liquide e concedere più ampi crediti commerciali al resto dell'economia. Nel 1963, il credito delle banche commerciali al settore privato è aumentato di yen 3.250 miliardi, cioè di più del 25% in confronto a un incremento di circa il 16% nel 1962. Siccome questa espansione è stata accompagnata da un imponente aumento di yen 2.830 miliardi (30%) nei depositi, il ricorso degli istituti bancari al credito della Banca del Giappone (yen 130 miliardi) è stato contenuto entro limiti modesti.

Verso la fine del 1963, le autorità monetarie hanno cominciato a ritornare gradualmente a una politica di restrizioni. Una delle prime misure è consistita nel ridurre i limiti di credito delle grandi banche presso la Banca

del Giappone. Poi, in dicembre, sono state aumentate le riserve minime obbligatorie nei confronti dei depositi a vista, mentre quelle relative ai depositi a risparmio sono state lasciate invariate. Fatto più importante è che, nel gennaio 1964, la Banca del Giappone ha invitato le banche commerciali a limitare la loro espansione creditizia, nel primo trimestre, al 90% e, nel secondo trimestre, all'88% dell'incremento registrato nel periodo corrispondente del 1963. Infine, in marzo, la Banca del Giappone ha portato il suo saggio di sconto dal 5,84 al 6,57% e, contemporaneamente, il deposito anticipato per le importazioni di beni strumentali è stato aumentato dall'1 al 5% e quello per le importazioni di beni di consumo dal 5 al 35%.

I problemi che le autorità giapponesi sono chiamate a fronteggiare sono ora più complessi di quelli che in precedenti occasioni hanno reso necessario l'introduzione di misure restrittive. Anzitutto, in passato, la principale fonte della domanda eccessiva era da ricercare nelle spese per investimenti, che di solito reagiscono rapidamente all'applicazione di misure monetarie. Tuttavia, la domanda per investimenti, soprattutto per impianti e attrezzature, è stata relativamente debole lo scorso anno, mentre la tensione sul mercato del lavoro - fatto nuovo in Giappone - ha provocato forti aumenti dei salari e dei consumi. Inoltre, diversi fattori di carattere esterno hanno accresciuto la necessità di un complesso di strumenti flessibili e diversificati. Nell'aprile 1964, lo yen è stato reso ufficialmente convertibile e il Giappone è anche divenuto membro dell'OCSE. Contemporaneamente, a causa della scarsa ampiezza dei mercati dei capitali esteri, riesce sempre più difficile ottenervi fondi a lungo termine, e le partite invisibili della bilancia dei pagamenti hanno manifestato la tendenza graduale a deteriorarsi. Perciò, sebbene le misure restrittive già adottate sembra stiano ora dando i loro frutti, per il futuro potrà dimostrarsi utile un impiego più attivo della politica monetaria e della politica di bilancio insieme combinate.

II. PREZZI INTERNI E PREZZI A MERCATO INTERNAZIONALE.

Prezzi interni e salari.

Nelle loro linee generali, le variazioni verificatesi nei prezzi dei paesi industriali del mondo occidentale, durante gli ultimi dodici mesi, hanno differito pochissimo da quelle degli anni precedenti. I prezzi sono rimasti relativamente stabili nell'America settentrionale, ed anche nel Regno Unito, mentre hanno continuato la loro corsa ad un rapido rialzo in numerosi paesi del Continente. Gli aumenti eccezionali dei prezzi dei generi alimentari, dovuti a sfavorevoli condizioni meteorologiche, sono stati un elemento meno importante a partire dalla primavera del 1963 rispetto ai precedenti dodici mesi; senza dubbio, la forte domanda e l'estrema scarsità nel mercato del lavoro hanno costituito le cause principali dell'inflazione che è stata ininterrotta. Un fattore nuovo, che ha contribuito all'aumento dei prezzi, è la tendenza più sostenuta manifestatasi sui mercati mondiali delle merci.

Prezzi al consumo. Nel 1963 i prezzi al consumo hanno continuato a salire in tutti i paesi industriali. Nell'insieme dell'Europa occidentale l'aumento si è elevato a circa il 4%, che corrisponde grosso modo a quello verificatosi l'anno precedente.

Lo scorso anno, l'Italia e la Francia hanno sperimentato i più forti rialzi, con incrementi del 7 e 6% nei rispettivi indici. Sono state seguite da Finlandia e Spagna, con il 5%. In Austria, Belgio, Paesi Bassi e Svizzera i prezzi al consumo sono cresciuti del 4% all'incirca, in Germania e Svezia, del 3,5% e in Danimarca, di poco meno del 3%.

La situazione si è rivelata più soddisfacente in Norvegia, Regno Unito, Stati Uniti e Canada, dove si sono registrati aumenti inferiori al 2%.

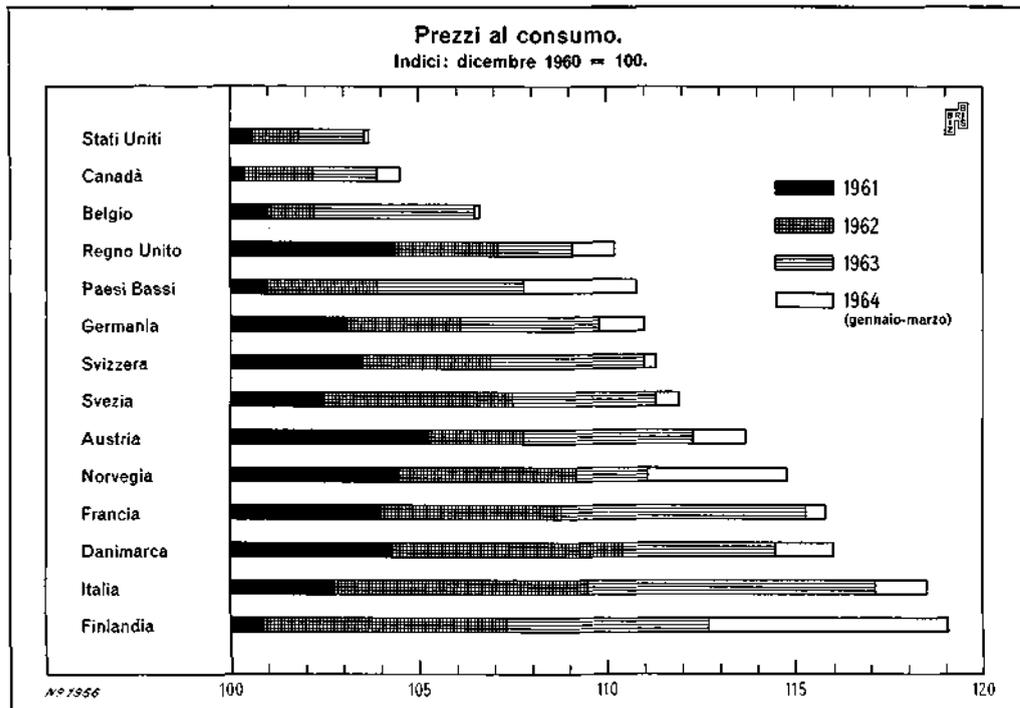
Lo scorso anno, salvo poche eccezioni, i prezzi dei generi alimentari hanno contribuito all'aumento generale dei prezzi in misura più modesta che nel 1962-63, quando furono influenzati da eccezionali avversità atmosferiche. Soltanto in Belgio e nei Paesi Bassi la quasi totalità del rialzo verificatosi durante il 1963 è da attribuire ai prezzi dei generi alimentari. A questi ultimi sono dovuti per quasi metà gli aumenti globali della Svezia, Austria, Italia e Finlandia, per circa due quinti quelli della Francia, Germania e Regno Unito e per press'a poco un terzo quelli della Svizzera, Danimarca, Canada e Stati Uniti. Durante il 1963, in Norvegia i prezzi sono stati mantenuti costanti mediante sussidi in favore dei prodotti alimentari; ma, con l'abolizione di tali sussidi agli inizi di quest'anno, il livello dei prezzi ha ripreso a salire.

Variazioni nei prezzi al consumo.

Paesi	Indice globale, per il 1962	Indice globale e relativi componenti, 1963				
		Totale	Allimenta- zione	Abita- zione	Illuminazione e riscaldamento	Abbiglia- mento
		in percentuali, da dicembre a dicembre				
Austria	2,3	4,2	4,7	5,1	3,5	2,5
Belgio	1,2	4,2	5,7	.	.	.
Danimarca	6,8	2,8	2,5	4,4	4,7	0,9
Finlandia	6,3	5,1	6,0	3,9	3,9	2,6
Francia	4,6	6,0	5,7	13,7	2,9	3,6
Germania	2,9	3,5	3,6	7,3	3,4	2,1
Italia	6,5	6,9	6,8	9,6	5,1	6,1
Norvegia	4,6	1,7	0,0	1,8	4,6	2,8
Paesi Bassi	4,0	3,8	5,8	0,8	4,8	2,9
Regno Unito	2,6	1,9	2,2	4,8	3,4	0,7
Spagna	10,6	5,0	2,8	3,9	.	10,7
Svezia	4,9	3,5	6,1	1,2	2,0	0,7
Svizzera	3,2	3,9	3,3	7,2	3,5	3,1
Canada	1,8	1,7	1,9	0,3	- 2,8	2,6
Stati Uniti	1,2	1,7	1,8	1,0	0,4	1,5

I servizi hanno costituito, nuovamente, il fattore più importante che ha spinto all'insù i prezzi al consumo, rappresentando il 20-25% dell'aumento subito dagli indici in Francia, Paesi Bassi, Italia e Canada e oltre il 40% dell'incremento relativamente modesto verificatosi negli Stati Uniti. Nel 1963, altra causa di tensione dei prezzi sono stati l'ulteriore progresso nello sblocco degli affitti e il costo più elevato delle nuove abitazioni. In Italia, i fitti bloccati hanno subito un nuovo aumento, del 20%, a partire dal 1° gennaio 1963. E' stato, tuttavia, deciso di non attuare la prossima tappa dello sblocco graduale, e, il 31 ottobre, gli affitti per abitazioni non di lusso sono stati bloccati per due anni, nel quadro del programma antinflazionistico del governo. In Svizzera è stata autorizzata, a far data dal 1° ottobre 1963, una maggiorazione del 7% dei fitti soggetti a disciplina. In Germania, lo scorso anno, si è compiuto il passo decisivo verso la completa abolizione del blocco degli affitti: a partire dal 1° novembre, i canoni sono stati sbloccati per quanto riguarda il 45% circa delle abitazioni precedentemente soggette a disciplina. Nel primo anno di applicazione, non potranno essere aumentati in misura superiore al 20-25%, ma successivamente la loro contrattazione sarà completamente libera. Una disciplina sia pure limitata continua ad essere in vigore in quelle località in cui la domanda superi il 3% delle abitazioni esistenti. Come risultato di queste misure, nei primi quattro mesi del 1964, si è avuto in Germania un aumento medio del 3% dei canoni di affitto, che va ad aggiungersi al 7,5% di incremento verificatosi nel 1963. E' inoltre da menzionare che, in Francia e Paesi Bassi, sono previste maggiorazioni dei fitti bloccati per il luglio 1964.

Negli ultimi tre anni il costo della vita è salito all'incirca di un 10% in Germania, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera e di un 7% in Belgio. Italia e Francia, come pure Austria, Danimarca, Finlandia e Norvegia, hanno sperimentato un più forte rialzo, mentre Stati Uniti e Canada ne hanno registrato uno minore.



La tendenza di più lungo periodo nei prezzi dei servizi, inclusi gli affitti, si è dimostrata più fortemente orientata al rialzo che negli altri prezzi al dettaglio, in conseguenza del fatto che, con il migliorare del tenore di vita, la domanda per servizi e per abitazioni tende ad aumentare più che proporzionalmente, mentre i progressi della produttività in tali settori è inferiore alla media. Per quanto concerne gli affitti, è da tener presente anche che una disciplina dei medesimi è, in maggiore o minor misura, tuttora in vigore nella maggioranza dei paesi europei, sicchè, ogniqualvolta si è permesso che i canoni si adeguassero al loro livello di mercato, le maggiorazioni che ne sono conseguite sono state considerevoli.

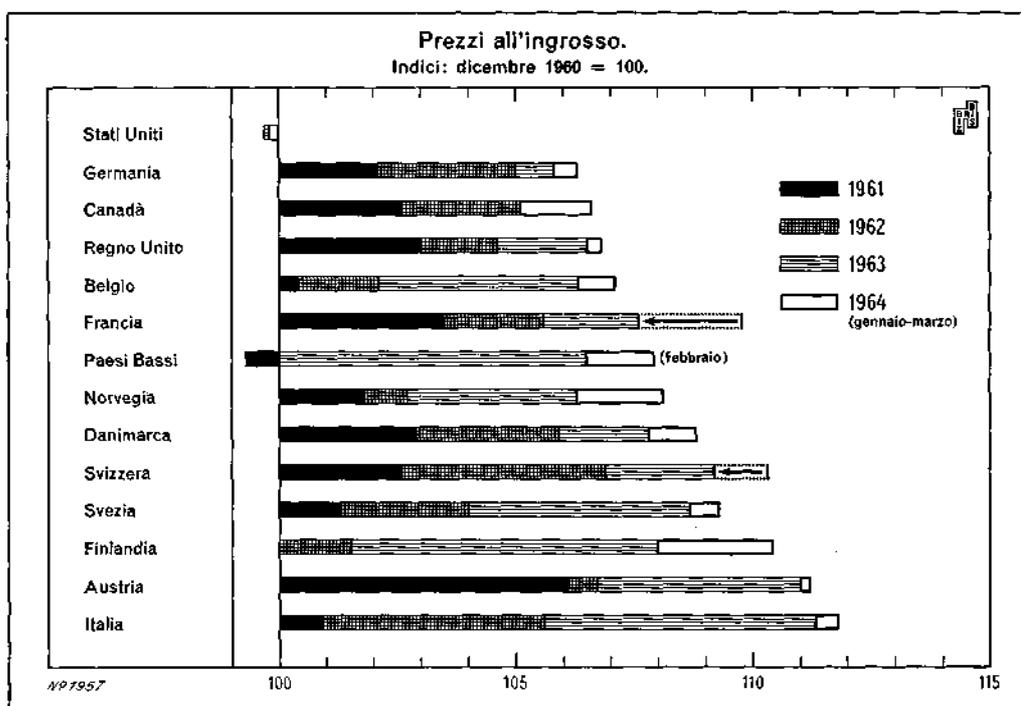
L'esame degli indici dei prezzi al consumo negli otto anni che vanno dal 1956 al 1963 rivela che i prezzi dei servizi sono aumentati in misura sensibilmente superiore rispetto all'indice globale in tutti i paesi. D'altro lato, negli Stati Uniti e nel Canada, dove gli affitti sono già da lungo tempo liberi, l'indice relativo ha segnato un rialzo distintamente inferiore a quello dell'indice globale dei prezzi al consumo. In Europa, con la sola eccezione della Svezia, i canoni di affitto sono, tuttavia, aumentati molto di più dell'indice globale - circa due volte nei Paesi Bassi, Regno Unito, Danimarca, Germania e Svizzera, quasi tre volte in Francia e cinque volte in Italia.

Prezzi all'ingrosso e costi delle costruzioni. Nel 1963, nell'Europa occidentale, i prezzi all'ingrosso sono aumentati in generale parallelamente ai prezzi al consumo, mentre in annate precedenti i primi hanno spesso manifestato la tendenza a lasciarsi distanziare dai secondi. Per l'intera area, l'incremento

Variazioni nei prezzi all'ingrosso.

Paesi	Indice globale, per il 1962	Indice globale e relativi componenti, 1963			
		Totale	Prodotti agricoli	Materie prime	Manufatti
		in percentuali, da dicembre a dicembre			
Austria	0,5	4,0	4,6	3,5	.
Belgio	1,7	4,1	7,5	4,4	2,3
Danimarca	2,9	1,9	0,9	5,3	1,9
Finlandia	1,5	6,4	9,0	10,7	2,1
Francia	2,1	3,9	4,5	5,8	2,9
Germania . . . . .	.	.	5,4	2,9	0,7
Italia	4,6	5,5	3,7	5,9	.
Norvegia	0,9	3,5	4,8	3,4	0,9
Paesi Bassi	0,7	6,5	15,0	1,9	3,5
Regno Unito . . . . .	.	.	6,1	4,7	1,8
Spagna	5,7	0,9	- 1,4	1,6	2,0
Svezia	2,6	4,5	10,1	2,6	5,5
Svizzera	4,3	3,1	5,8	2,0	.
Canadà	2,4	1,4	- 7,0	0,8	1,6
Stati Uniti	0,0	- 0,1	- 4,1	- 4,3	- 0,2

è risultato di oltre il 4%, in confronto di meno del 3% nel 1962. I rialzi più cospicui si sono avuti nei Paesi Bassi e in Finlandia (6,5%), Italia (5,5%) e Svezia (4,5%). Un incremento del 4% è stato registrato in Austria, Belgio e Francia. In Spagna l'indice globale non è aumentato molto, grazie ad una riduzione dei prezzi dei prodotti agricoli nel secondo semestre dell'anno, dovuta, prevalentemente, a raccolti più abbondanti. I prezzi all'ingrosso sono diminuiti leggermente negli Stati Uniti, dove la stabilità dei prezzi si potrae così da sei anni.



Lo scorso anno, nella maggior parte dei casi, i prezzi all'ingrosso dei manufatti sono cresciuti meno di quelli dei prodotti alimentari e delle materie prime. Essi sono aumentati moderatamente o si sono persino ridotti nei tre paesi da cui provengono i due terzi della produzione industriale dell'Occidente, e cioè Stati Uniti, Germania e Regno Unito. D'altro lato, i prezzi dei prodotti agricoli sono saliti del 5,5% circa (prevalentemente nella prima metà dell'anno), in confronto di poco più del 4% l'anno precedente. E vi è stato uno spiccato mutamento di tendenza nei prezzi delle materie prime, che da un livello quasi stabile sono passati ad un incremento del 4%. Negli ultimi due mesi, i prezzi dei prodotti alimentari e di alcune materie prime hanno di nuovo manifestato una tendenza debole; ed essi stanno declinando nel Canada e negli Stati Uniti, paesi la cui tendenza spesso precorre quella generale.

Durante gli ultimi tre anni, i prezzi all'ingrosso sono cresciuti meno di quelli al consumo. Gran parte di questa differenza è dovuta all'andamento dei prezzi dei servizi (ivi inclusi gli affitti). Nel periodo in esame il più forte rialzo dei prezzi all'ingrosso è quello del 12% in Italia, mentre altrove, in Europa, gli aumenti sono generalmente rimasti nei limiti del 6-10%. Per i Paesi Bassi l'intero incremento si è verificato nel 1963.

Costi delle costruzioni.

Paesi	1961	1962	1963	1961-1963
	aumenti in percento, da dicembre a dicembre			
Austria	6,3	1,1	7,5	15,5
Danimarca	8,0	7,4	2,3	18,6
Finlandia	3,2	4,7	7,4	16,0
Francia	3,5	6,1	9,6	20,4
Germania	9,0	7,9	4,6	23,0
Italia*	3,0	8,1	8,0	21,3
Norvegia	6,7	3,9	2,3	13,4
Paesi Bassi*	2,4	1,4	6,5	10,7
Regno Unito	5,3	2,5	2,4	10,5
Svezia	4,3	4,1	3,9	12,8
Svizzera	7,4	7,1	8,9	25,2
Stati Uniti	1,6	2,4	3,2	7,4

* Variazioni medie annuali, calcolate in base ai dati relativi al prodotto nazionale lordo riducendo a prezzi costanti la spesa corrente per l'abitazione.

Nel settore delle costruzioni, la pressione della domanda si è mantenuta molto elevata, l'offerta di mano d'opera qualificata è stata particolarmente scarsa e i miglioramenti della produttività, specie nel settore delle abitazioni, sono ancora modesti. Lo scorso anno, il rialzo dei costi delle costruzioni si è accelerato nella maggioranza dei paesi, ad esclusione della Germania, del Regno Unito e dei paesi scandinavi.

Nel periodo 1961-63 i costi delle costruzioni hanno subito l'aumento minimo, e cioè il 7,5%, negli Stati Uniti, dove la razionalizzazione in questo ramo è più progredita. Nell'Europa occidentale il corrispondente incremento ha oscillato fra il 10% circa e il 25%. Si tratta di aumenti generalmente superiori a quelli subiti dai prezzi sia al consumo sia all'ingrosso.

Salari. In generale, la distribuzione geografica dei miglioramenti dei salari nominali presenta un'essenziale analogia con quella degli incrementi di prezzi. Nell'America settentrionale, i guadagni hanno continuato a crescere nella misura del 3 o del 4% all'anno, cioè un poco meno degli aumenti della produttività. Relativamente al 1963, lo stesso può dirsi del Regno Unito; ma rimane da vedere se, ora che l'economia del Regno Unito ha raggiunto un più alto livello di attività, i salari assumeranno un ritmo accelerato.

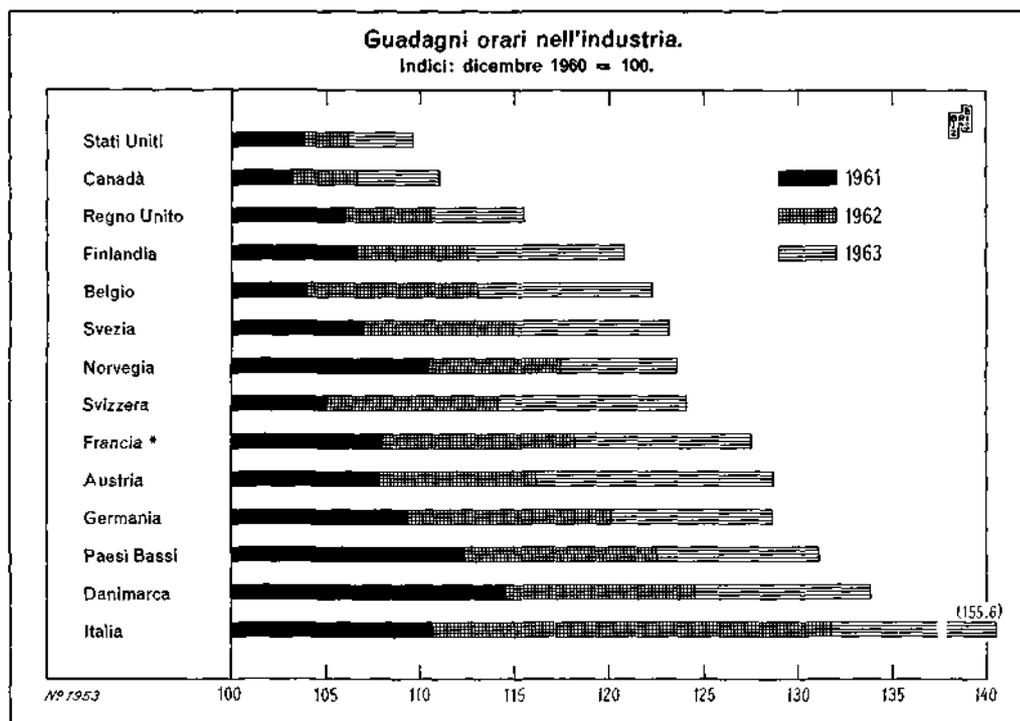
Salari nell'industria.

Paesi	Voci	Nominali				Reali	
		1961	1962	1963	1961-63	1963	1961-63
aumenti in percento, da dicembre a dicembre							
Austria	Saggi	7,6	3,5	9,9	22,4	5,4	9,0
	Guadagni	7,9	7,6	10,9	28,7	6,4	14,6
Belgio	Guadagni	4,0	8,7	8,2	22,2	3,8	14,8
	Guadagni	6,7	5,5	7,4	20,8	2,2	7,2
Francia	Saggi	8,0	9,5	7,9	27,5	1,8	10,5
	Saggi	8,4	8,5	5,8	24,4	2,3	13,3
Germania	Guadagni	9,4	9,8	7,1	28,7	3,5	17,2
	Saggi	7,6	6,0	15,8	32,1	8,3	12,8
Italia	Guadagni	10,8	19,1	18,2	55,6	10,5	32,9
	Guadagni	10,5	6,3	5,2	23,6	3,5	11,2
Norvegia	Guadagni	6,2	11,6	4,6	24,0	0,8	15,0
	Guadagni	12,4	8,9	7,0	31,1	3,1	21,6
Paesi Bassi	Saggi	2,9	4,0	4,2	11,5	2,3	2,2
	Guadagni	6,1	4,2	4,5	15,5	2,6	5,8
Svezia	Guadagni	7,0	7,4	7,1	23,1	3,5	10,7
	Saggi	4,6	5,5	6,3	17,3	2,3	5,7
Svizzera	Guadagni	5,1	8,6	8,8	24,1	4,7	11,8
	Guadagni	3,3	3,2	4,1	11,0	2,4	6,9
Canada	Guadagni	3,9	2,1	3,3	9,6	1,6	5,8
	Guadagni						

I paesi del Continente, d'altra parte, hanno continuato a registrare aumenti salariali eccedenti in larga misura gli incrementi della produttività. Durante lo scorso anno, i miglioramenti si sono aggirati sul 7 oppure 8% nella maggioranza dei paesi. In confronto dell'annata precedente, vi è stata dunque un'accelerazione in Austria, Finlandia e Svizzera, ma un rallentamento in Germania e — verso la fine del periodo — anche in Francia e Svezia. La situazione è stata più sana anche in Norvegia, dove il saggio d'espansione dei salari si è ridotto a circa il 5%.

Durante lo scorso anno, il problema più grave d'inflazione dei salari si è presentato in Italia, dove l'incremento ha oscillato fra il 15 e il 20% per il secondo anno consecutivo. Questa tendenza, che aveva tratto origine da negoziati per la fissazione di salari contrattuali, ha persistito assumendo considerevoli proporzioni in virtù del collegamento automatico dei salari con l'indice del costo della vita. Gli aumenti sono rimasti entro limiti relativamente ristretti nei Paesi Bassi fin verso la fine del 1963; si prevede che, in conseguenza dei nuovi accordi salariali, i guadagni subiranno un rialzo di circa il 15% nel 1964.

Le differenze constatate fra i vari paesi nell'evoluzione dei salari reali rispecchiano in larga misura quelle dei salari nominali. Tuttavia, l'aumento



* Saggi salariali.

subito dai prezzi è tale che soltanto nei paesi del Benelux e dell'America settentrionale l'incremento dei salari reali, intervenuto dal 1961, è risultato superiore alla metà del miglioramento di quelli nominali.

Il clima in cui si sono svolte le relazioni fra datori di lavoro e lavoratori, dopo una tendenza a peggiorare nel periodo 1962-63, è stato in generale più soddisfacente nei mesi più recenti. In alcuni casi, come quello della Germania, ciò in parte può rispecchiare il fatto che recentemente non vi è stato da rinnovare alcun importante accordo salariale. Altrove, tuttavia, e in particolare nei paesi scandinavi e nel Regno Unito, sembra che le misure prese dalle autorità abbiano contribuito maggiormente a mantenere l'aumento dei redditi in armonia con la tendenza della produttività. Nella primavera del 1964, negli Stati Uniti le autorità hanno conseguito un successo nel por fine al conflitto che durava da quattro anni fra le unioni dei ferrovieri e i datori di lavoro.

Produzione e prezzi delle materie prime.

Durante un intero decennio, fino al 1962, i prezzi delle materie prime hanno continuato a flettersi. Fu nell'autunno di quell'anno che la situazione cominciò a invertirsi, grazie al miglioramento dell'attività economica negli Stati Uniti, Europa occidentale e Giappone. Ma, oltre le forze, di fondo, del ciclo favorevoli all'espansione, hanno contribuito al

rialzo dei prezzi altri fattori, fra i quali cattivi raccolti e un improvviso rafforzamento della domanda da parte dei paesi del blocco orientale. L'URSS è stata costretta a importare forti quantità di grano, del quale era stata in precedenza esportatrice netta. Anche la Cina continentale è diventata di nuovo una cospicua importatrice di grano. Analoga è la posizione nel settore delle materie tessili, in cui l'URSS ha incominciato ad effettuare estesi acquisti di lana in Australia e Nuova Zelanda, probabilmente in seguito alla decimazione dei suoi greggi durante il rigido inverno del 1962-63, e a comperare forti quantitativi di cotone a fibra lunga. Infine, è da notare che l'URSS ha ridotto, e in qualche caso cessato, le sue esportazioni di metalli non ferrosi.

In un primo periodo, dall'ottobre 1962 al marzo 1963, l'aumento del livello medio dei prezzi è derivato dal rialzo dei prezzi per alcuni prodotti, principalmente zucchero, cacao, sisal e rottami di acciaio. Poi, nella primavera del 1963, la ripresa si è estesa a una vasta gamma di prodotti. Un'eccezione degna di nota è stata quella delle materie prime i cui prezzi sono "regolati".

La capacità produttiva nel settore delle materie prime ha ricevuto un'espansione subito dopo la guerra, nonché durante e dopo il "boom" coreano. Tuttavia, la produzione ha potuto essere incrementata solo lentamente e in un lungo periodo, e non ha potuto essere ridotta rapidamente quando i prezzi hanno cominciato a flettersi. Pertanto, pur essendo il consumo aumentato, l'offerta è stata superiore alla domanda. Ciò ha provocato l'erosione decennale dei prezzi delle materie prime, che ha finito con lo scoraggiare ulteriori investimenti destinati ad accrescere la produzione, fino al momento in cui, nel 1962, si è realizzato una specie di equilibrio. Il mutamento nella tendenza dei prezzi ha coinciso con l'episodio cubano e con la disputa fra la Cina e l'India. I produttori sono stati colti di sorpresa dall'accelerazione nella domanda di materie prime, che ne è seguita. L'offerta non ha potuto facilmente essere adattata all'accresciuta domanda, in quanto le limitazioni della produzione, che erano state introdotte in relazione alla precedente flessione continua dei prezzi, sono state rimosse relativamente tardi. Queste difficoltà dal lato dell'offerta hanno fatto nascere preoccupazioni circa possibili penurie, che hanno spinto all'insù ulteriormente la domanda, provocando un nuovo aumento dei prezzi.

Nel 1963, sebbene i raccolti mondiali nel loro complesso siano stati tutt'altro che insoddisfacenti, il cattivo esito di essi in alcune regioni ha determinato una forte domanda di prodotti agricoli, specialmente di quelli alimentari. In conseguenza si sono avute maggiori esportazioni per tutte le produzioni. Ad esempio, nel 1963 le esportazioni di grano hanno raggiunto un livello senza precedenti.

* * *

Nel periodo di sei anni che intercorre dalla fine del 1956 all'autunno del 1962, i prezzi in sterline delle materie prime sui mercati britannici sono

diminuiti di circa il 20%. L'indice Reuter e quello del "Financial Times" sono da allora saliti di quasi il 20%, in modo che si è riconquistato il terreno perduto. Secondo l'indice Moody, durante i sei anni indicati, le quotazioni sui mercati degli Stati Uniti sono anch'esse ribassate del 20% all'incirca. Il successivo rialzo, fino ai primi di maggio 1964, ammonta tuttavia al 5% soltanto.

La tendenza dei prezzi a mercato mondiale è, forse, meglio visibile nell'indice Schulze, il quale comprende un maggior numero di merci e di mercati in confronto degli altri indici. Esso mostra un aumento generale del 5% dal minimo raggiunto nell'autunno 1962 fino al maggio 1963. I prodotti alimentari, che sono saliti del 10%, hanno contribuito a questo rialzo in maggior misura delle materie prime industriali, aumentate solo del 2,5%. Nei successivi tre mesi, l'indice ha subito una certa flessione, senza, tuttavia, ritornare al basso punto di partenza dell'autunno 1962. Dopo tale interruzione, si è iniziato un movimento al rialzo ancor più forte del precedente tanto che, al principio del 1964, l'indice generale ha superato dell'8% il livello dell'autunno 1962, mentre le materie prime industriali sono salite del 4% e i prodotti alimentari del 15%.

Fra i prodotti alimentari, i prezzi dei cereali non sono aumentati molto, sebbene essi siano stati alla ribalta dell'attenzione internazionale nella seconda metà del 1963 quando l'URSS si è presentata sul mercato per comperare considerevoli quantità di cereali. I prezzi delle bevande e dello zucchero sono cresciuti del 50% fra il settembre 1962 e il gennaio 1964; da quel momento, tuttavia, sono ribassati di un 10%. Durante gli ultimi dodici mesi, i prezzi della carne e i prodotti a base di carne sono saliti di un buon 20%, mentre grassi e olii sono rimasti stabili.

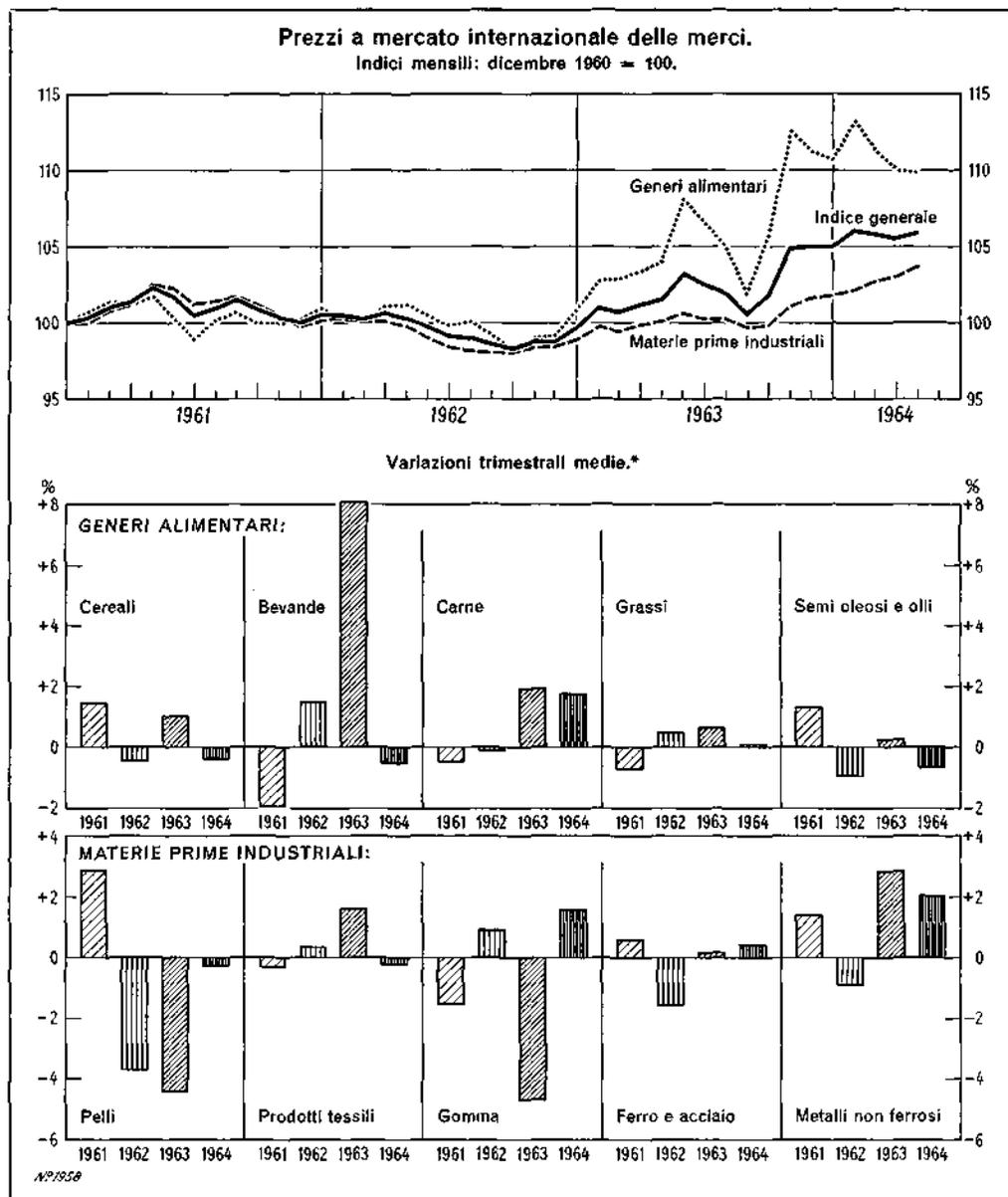
L'aumento dei prezzi delle materie prime industriali è stato abbastanza moderato; esso, in parte, è da ascrivere alle fibre tessili, nonchè al ferro e acciaio, ma principalmente ai metalli non ferrosi, i cui prezzi sono saliti di circa il 15% dall'autunno del 1962. Gli indici per il gruppo della gomma e, specialmente, per le pelli sono sensibilmente ribassati; l'offerta di pelli è abbondante, dato che di recente il consumo della carne è stato molto elevato, mentre la domanda è relativamente debole, poichè l'industria delle calzature sta impiegando sempre maggiormente materiali sintetici.

In tal modo, il miglioramento dei prezzi delle materie prime nel loro complesso è dovuto al movimento di alcuni gruppi di prodotti e non ha quindi affatto carattere generale o uniforme. L'accresciuta domanda ha provocato in alcuni casi e in alcuni settori, ma non in generale, aumenti di prezzi. Questo comportamento differenziato è meglio visibile raggruppando i prodotti più importanti per i quali si sono avute le variazioni maggiori. Si possono così individuare quattro gruppi. Dal settembre 1962 al dicembre 1963, i prezzi dei seguenti prodotti:

- 1) riso, olio di semi di cotone, gomma naturale e, in particolare, pelli sono ribassati;
- 2) cotone, rame, acciaio, rottami di acciaio (particolarmente sensibili alle fluttuazioni cicliche) e grano sono rimasti praticamente stabili;

- 3) un gruppo piuttosto numeroso di merci, cioè granturco, copra, semi di soia e caffè (quest'ultimo solo durante l'ultimo trimestre del 1963), e alcuni metalli non ferrosi, come stagno, mercurio e argento, sono aumentati;
- 4) zucchero, cacao, sisal, lana, zinco e piombo sono saliti fortemente.

Pertanto, i prodotti agricoli sono quelli che hanno, in gran parte, provocato il movimento al rialzo dei prezzi delle materie prime dall'autunno del 1962 alla fine del 1963. Nel 1964 la situazione è cambiata. Nei primi quattro mesi del 1964, i prezzi dei seguenti prodotti:



- 1) zucchero, cacao, copra, semi di soia, lana e pelli sono ribassati, in qualche caso notevolmente;
- 2) altri prodotti alimentari, precisamente riso, grano, granturco e olio di semi di cotone, sono rimasti stabili, e così pure cotone, sisal e argento;
- 3) gomma naturale, piombo, stagno, rame, zinco, mercurio, acciaio e rottami di acciaio, sono cresciuti sensibilmente, e anche il prezzo del caffè ha cominciato a salire rapidamente.

Nel 1964, siamo in presenza di un nuovo ma parziale "boom" nei prezzi delle materie prime basato principalmente sui metalli e, in particolare, su quelli non ferrosi, la cui domanda è determinata dalla fase di espansione che sta attraversando l'industria.

Stagno. La politica di limitazioni, perseguita dall'industria dello stagno fin dal periodo precedente alla guerra, si è rispecchiata nella scarsità del-

Prezzi di alcune importanti materie prime.

Prodotti	Mercati	Variazioni percentuali durante il			
		1961	1962	1963	1964 da gennaio ad aprile
Materie prime industriali					
Petrolio grezzo . . .	Bradford, Pa.	- 3,5	0,0	0,0	- 3,2
Petrolio grezzo . . .	Venezuela	0,0	0,0	0,0	0,0
Carbone	SUA	- 0,9	- 2,0	- 3,4	- 0,4*
Rame	Londra	- 0,5	+ 1,8	+ 0,7	+ 32,5
Stagno	Londra	+ 19,3	- 9,5	+ 17,6	+ 3,3
Piombo	Londra	- 6,9	- 8,3	+ 34,1	+ 10,7
Zinco	Londra	- 13,9	- 6,1	+ 41,3	+ 14,4
Alluminio (lingotti) . .	SUA	- 7,7	- 6,3	+ 2,2	+ 2,2
Mercurio	Nuova York	- 9,1	- 1,8	+ 16,8	+ 21,3
Acciaio (lingotti) . . .	CECA	- 9,9	- 12,1	+ 6,0	+ 11,6
Acciaio (profilati) . . .	SUA	- 4,2	0,0	+ 3,5	0,0
Acciaio (rottami) . . .	Pittsburgh	+ 32,5	- 26,8	- 0,3	+ 19,9
Gomma sintetica . . .	Nuova York	0,0	0,0	0,0	.
Raion (filati)	SUA	0,0	0,0	0,0	0,0*
Raion (fiocco)	SUA	- 3,6	0,0	+ 3,7	0,0*
Materie prime agricole					
Lana	Melbourne	+ 19,9	+ 5,9	+ 36,3	- 5,4
Cotone	Nuova York	+ 8,3	- 0,2	+ 0,9	+ 0,7
Cotone	Alessandria	- 5,6	+ 7,5	+ 7,0	+ 14,2
Juta	Londra	- 28,4	- 7,9	- 8,7	- 2,3
Sisal	Londra	- 15,9	+ 43,0	+ 19,4	0,0
Pelli	Chicago	+ 17,6	- 6,3	- 32,2	- 16,6*
Gomma naturale	Singapore	- 9,5	+ 3,8	- 18,9	+ 5,5
Polpa di legno	Svezia	- 3,7	- 3,7	- 1,5	.
Generi alimentari					
Grano	Winnipeg	+ 13,3	+ 3,7	+ 4,6	+ 1,5
Granturco	Nuova York	+ 4,5	+ 2,4	+ 5,3	+ 2,1
Zucchero	Nuova York	- 18,5	+ 74,1	+ 129,1	- 22,1
Cacao	Nuova York	+ 2,4	- 16,6	+ 21,7	- 16,6
Caffè	Nuova York	- 5,8	- 1,3	+ 11,1	+ 31,2
Copra	Londra	- 8,1	+ 15,6	+ 5,3	- 1,9
Semi di soia	Chicago	+ 10,6	+ 1,0	+ 11,7	- 7,1
Olio di semi di cotone	Nuova York	+ 18,9	- 17,1	- 7,6	- 1,4
Maiali	Nuova York	- 12,6	- 12,9	+ 15,3	+ 4,2

* Gennaio-marzo.

l'offerta durante gli ultimi tre anni. Attualmente, il consumo supera la produzione di circa 18.000 tonnellate all'anno. Lo scorso anno, questa differenza è stata coperta per metà mediante cessioni dalle eccedenze delle scorte americane (che allora ammontavano a 165.000 tonnellate) e per un sesto attraverso vendite dal fondo comune; per la rimanenza, tanto i produttori quanto i commercianti e i consumatori hanno dovuto ridurre le proprie consistenze di magazzino.

Alla metà di maggio 1963, il prezzo dello stagno, di £908 per tonnellata lunga, ha quasi raggiunto il livello al quale, in virtù dell'Accordo internazionale per lo stagno, il fondo comune è autorizzato a vendere. In realtà le sue scorte ammontavano soltanto a 3.000 tonnellate, sicchè esso fu costretto a ritirarsi dal mercato. Il 5 dicembre, il Consiglio internazionale per lo stagno ha elevato il limite di prezzo al quale il fondo comune deve vendere da £965 a £1.000 per tonnellata.

La corsa all'aumento, tuttavia, è continuata: alla fine dell'anno il traguardo di £1.000 è stato oltrepassato e nel febbraio 1964 il prezzo è salito a £1.250 la tonnellata, che è il livello più alto raggiunto dal 1951. Il 20 marzo l'Amministrazione americana ha approvato un nuovo programma di cessioni, in base al quale, nei prossimi dodici mesi, potranno essere vendute 20.000 tonnellate a prezzi che siano in armonia con quelli prevalenti sul mercato. Dopo di ciò, la domanda si è calmata e il prezzo è diminuito a £1.052 per tonnellata alla fine di marzo e a £1.038 al principio di maggio 1964.

Zinco. Il prezzo dello zinco è aumentato molto di più di quello dello stagno. All'inizio del 1963 il prezzo dello zinco sul mercato di Londra era di £65⁷/₈ per tonnellata lunga; alla fine dell'anno era balzato a £97¹/₈ e, l'11 maggio 1964, ha toccato £128, che costituisce il più alto livello raggiunto da quando, il 2 gennaio 1953, sono state riprese le contrattazioni dello zinco alla Borsa dei metalli di Londra. Come per gli altri metalli, le disponibilità immediate sono scarsissime. I principali produttori, nel timore che l'alluminio o i materiali sintetici possano venire sostituiti negli impieghi alla loro materia prima, hanno cercato di contenere i prezzi a mezzo di vendite periodiche, ma il loro tentativo è fallito a causa della domanda crescente dovuta al "boom" ininterrotto nell'industria automobilistica tanto negli Stati Uniti che in Europa e anche all'elevato livello di attività nell'edilizia.

Rame. A partire dal marzo 1962 i principali produttori ed esportatori sono riusciti a mantenere stabile il prezzo del rame. Hanno fissato un prezzo alla vendita di £234¹/₈ per tonnellata lunga per gli abituali clienti e l'hanno conservato mediante costanti interventi. Alla fine del 1963, tuttavia, si è determinata una pressione sui prezzi e i produttori, alla metà di gennaio 1964, si sono ritirati dal mercato. Il 24 febbraio il prezzo del rame ("wire bars"), alla Borsa dei metalli di Londra, era di £277 la tonnellata; successivamente ha continuato ad aumentare, fino a raggiungere, il 13 aprile 1964,

il livello di £319 la tonnellata, che costituisce la più alta quotazione dal 1956. Gli sforzi dei produttori intesi a mantenere stabili i prezzi sono stati pertanto frustrati, in conseguenza del desiderio dei consumatori di rame di accrescere le proprie scorte, nonché di dispute e minacce di scioperi nell'America settentrionale e meridionale e di agitazioni politiche nell'Africa orientale, che hanno concorso a rafforzare la tendenza all'aumento dei prezzi. Si è provveduto rapidamente a togliere tutte le limitazioni riguardanti la produzione e le vendite, ma ciò si è verificato quando ormai era troppo tardi. Tuttavia, la produzione di rame è abbastanza vasta da impedire una qualsiasi penuria effettiva e da soddisfare ulteriori incrementi nella domanda.

Gomma. La posizione della gomma naturale è stata per lungo tempo piuttosto debole, nonostante il "boom" dell'industria automobilistica. In seguito alla concorrenza del prodotto sintetico, i prezzi della gomma naturale hanno dimostrato una tendenza al ribasso durante tutto il 1963. Essi sono diminuiti da 24⁸/₁₆d. a 19²/₁₆d. per libbra (toccando il 9 settembre, con 18⁷/₁₆d. per libbra, il più basso livello dal 1954). Nel marzo 1964 le quotazioni si sono alquanto riprese sotto l'influsso di acquisti sovietici, e al principio di maggio 1964 il prezzo era di 20¹/₁₆d. Nel 1963, la proporzione di gomma naturale rispetto al consumo totale di gomma nel mondo occidentale è scesa per la prima volta a meno della metà (negli Stati Uniti, che è il paese di più forte consumo, tale proporzione è già inferiore a un quarto).

Lana. Sebbene le fibre sintetiche abbiano compiuto ulteriori progressi e il consumo del cotone abbia dimostrato sostenutezza, la domanda di lana è aumentata notevolmente nel 1963 e ha continuato in tale andamento nel 1964. Le esportazioni dalla Nuova Zelanda e dall'Australia sono cresciute di circa il 10% nel 1963-64 in confronto dell'anno precedente. Dalla fine della guerra, la produzione ha continuato ad accrescersi, ma recentemente la sua espansione è stata in ritardo rispetto a quella del consumo. Sebbene, l'anno scorso, la differenza sia stata coperta mediante prelievi dalle scorte dei paesi produttori e da riserve strategiche preesistenti, i prezzi ne hanno risentito. Alla metà di novembre 1963, le quotazioni della lana di merino australiana erano del 30% circa superiori a quelle di un anno prima e in effetti le più alte da sei anni, mentre le qualità incrociate della Nuova Zelanda avevano raggiunto il livello più alto da dodici anni.

Zucchero. Nel 1962-63, la flessione del raccolto mondiale dello zucchero ne fece salire vertiginosamente le quotazioni. In tale annata il raccolto fu soltanto di 50 milioni di tonnellate, in confronto di 55 milioni di tonnellate nel 1960-61. Per il 1963-64 si prevede, tuttavia, che la produzione mondiale potrà raggiungere 53 milioni di tonnellate. I prezzi, sebbene più bassi di quanto non fossero l'anno scorso, possono essere considerati tuttora favorevoli per i produttori. Nel maggio 1963 venne registrata la più elevata quotazione dal 1920, e cioè cents 12,60 per libbra. Si ebbe quindi una forte flessione del prezzo protrattasi fino all'agosto 1963, ma anche allora, ad un livello di cents 5,62, la quotazione era molto superiore a quella più bassa precedente, di

poco più di cents 2 la libbra. Il prezzo ha ripreso successivamente ancora una volta e, dopo alcuni alti e bassi, verso la fine di maggio 1964 era di cents 6,32.

Grano. Negli ultimi dodici mesi, i prezzi del grano e di altri cereali si sono fatti alquanto più sostenuti, sebbene i raccolti siano risultati più abbondanti di quanto non fosse previsto. Le difficoltà di approvvigionamento verificatesi durante l'annata agricola corrente non sono dovute ad insufficienza del raccolto globale, ma piuttosto alla sua distribuzione geografica ineguale. Da un lato, il raccolto del grano nei quattro paesi tradizionali esportatori (Argentina, Australia, Canada e Stati Uniti) è aumentato da 58,5 milioni di tonnellate nel 1962-63 a 67,1 milioni nel 1963-64; il Canada vi ha partecipato con circa 20 milioni, che rappresentano il più elevato raccolto della sua storia. D'altro lato, si sono verificate vaste deficienze in altre regioni, che hanno obbligato paesi, in passato esportatori netti di tale derrata, a ricorrere temporaneamente a forti importazioni. L'URSS si è trovata improvvisamente a dover stipulare contratti per l'importazione, da paesi occidentali, di oltre 10 milioni di tonnellate, fra cui 6,6 milioni di tonnellate dal Canada, 1,6 milioni dall'Australia e circa 1 milione dagli Stati Uniti.

Cacao. Nel maggio 1963, il prezzo del cacao ha toccato, a cents 29,17 la libbra, il suo più alto livello degli ultimi tre anni. A quella data quasi tutto il raccolto del Ghana e del Brasile era stato già venduto e le organizzazioni di vendita sia nel Ghana che in Nigeria si erano ritirate dal mercato. Si è sperato che la Conferenza per il cacao dell'ONU, svoltasi a Ginevra fra il 26 settembre e il 24 ottobre 1963, potesse condurre ad un accordo per garantire prezzi equi ed eliminare eccessive oscillazioni nelle quotazioni di questo prodotto, ma essa è fallita. Al principio del 1964, peraltro, il prezzo ha cominciato a flettersi e, il 10 aprile 1964, era sceso a cents 22 la libbra. A tale data, si era venuti a conoscenza che i raccolti dell'Africa occidentale sarebbero risultati nell'annata 1963-64 molto più abbondanti di quanto si fosse preveduto alla fine dello scorso anno, cui si deve aggiungere che l'incremento del consumo è stato di recente molto più lento che nel passato.

Produzione mondiale di prodotti base. L'anno scorso, l'espansione del 5% circa nella produzione industriale dell'Europa occidentale e dell'America settentrionale ha provocato un aumento della domanda di materie prime industriali, la cui produzione mondiale in generale si è ampliata ma con un ritmo più lento dell'annata precedente.

Si sono registrati considerevoli incrementi nella produzione di combustibili (inclusi olii minerali) e di fibre sintetiche. La produzione mondiale di acciaio, a sua volta, è aumentata di circa il 7%. Per quanto concerne la produzione di metalli non ferrosi, si è avuta un'espansione inferiore a quella media conseguita dalle materie prime industriali, con le ripercussioni sui prezzi già descritte sopra. La produzione dello stagno (il cui livello è inferiore al prebellico) è rimasta stazionaria durante lo scorso anno, mentre quella dell'alluminio è cresciuta di un ulteriore 9% e si trova ora ad un livello undici volte superiore rispetto al 1937.

Stima della produzione mondiale di prodotti base.

Prodotto	Unità	1937 ¹	1962	1963 dati provvisori	Variazione percentuale		
					del 1962 rispetto al 1961	del 1963 rispetto al 1962	del 1963 rispetto al 1937
Alluminio ²	1000 tonnellate	493	5.002	5.466	+ 9	+ 9	+1.009
Gas naturale	miliardi di m ³	78	550	590	+ 8	+ 7	+ 658
Gomma naturale	1000 tonnellate	986	2.139	2.096	+ 7	+ 3	+ 426
Gomma sintetica	1000 tonnellate	63	3.200	3.420	+ 12	+ 10	+ 422
Fibre sintetiche	1000 tonnellate	934	3.948	4.350	+ 7	+ 5	+ 369
Idro-elettricità	miliardi di Kwh	177	790	830	+ 8	+ 7	+ 366
Petrolio grezzo	milioni di tonn.	280	1.214	1.305	+ 7	+ 4	+ 351
Cemento	milioni di tonn.	93	358	373	+ 3	+ 4	+ 184
Carbon fossile	milioni di tonn.	252	686	715	+ 2	+ 7	+ 182
Acciaio	milioni di tonn.	136	361	385	- 2	- 8	+ 173
Nichello ³	1000 tonnellate	119	352	325	- 2	+ 3	+ 153
Semi di soia	milioni di tonn.	12	31	31	+ 3	+ 2	+ 140
Manganese (minerale)	milioni di tonn.	6	14	14	+ 4	+ 3	+ 116
Zinco ²	1000 tonnellate	1.636	3.423	3.530	+ 2	+ 1	+ 110
Rame ⁴	1000 tonnellate	2.534	5.281	5.325	- 2	+ 5	+ 109
Zucchero	milioni di tonn.	25	50	53	+ 1	+ 8	+ 104
Granturco	milioni di tonn.	115	217	235	- 2	+ 4	+ 100
Mercurio	tonnellate	4.590	8.837	9.200	+ 3	+ 1	+ 78
Grassi e olii ⁵	milioni di tonn.	19	33	33	+ 8	+ 5	+ 70
Lignite	milioni di tonn.	1.291	2.100	2.200	- 1	+ 4	+ 69
Piombo ⁴	1000 tonnellate	1.692	2.751	2.860	- 4	0	+ 66
Tungsteno	1000 tonnellate	39	65	65	+ 6	+ 3	+ 64
Cotone	1000 tonnellate	6.661	10.607	10.895	- 7	- 2	+ 63
Caffè	1000 tonnellate	2.420	4.020	3.955	+ 1	- 1	+ 61
Riso grezzo	milioni di tonn.	152	247	245	- 3	+ 3	+ 59
Cacao	1000 tonnellate	732	1.134	1.165	- 18	+ 7	+ 55
Juta	1000 tonnellate	1.985	2.900	3.100	- 1	+ 2	+ 53
Lana	1000 tonnellate	1.718	2.578	2.626	+ 11	- 5	+ 49
Grano	milioni di tonn.	167	263	249	+ 1	- 2	+ 41
Fibre dure	1000 tonnellate	640	920	900	- 1	0	- 3
Stagno ²	1000 tonnellate	205	199	199			

¹ Medie del periodo 1934-38 per i prodotti agricoli. ² Metallo di prima fusione. ³ Contenuto in metallo del prodotto minerario. ⁴ Prodotto raffinato. ⁵ Equivalente in olio.

In termini di volume, nel 1963 la produzione di materie prime di origine industriale è stata di oltre il 6% più elevata che nell'anno precedente. Quella di materie prime di origine agricola (fibre tessili e gomma naturale), d'altro canto, è aumentata del 2%. La produzione di tutte le materie prime - tanto di origine agricola che industriale - è salita del 4%, in confronto del 5% dello scorso anno. Quella dei prodotti alimentari è rimasta all'incirca allo stesso livello dell'annata precedente: il raccolto del granturco è stato più abbondante che nel 1962, mentre il raccolto del riso è rimasto press'a poco stabile e quello del grano è risultato inferiore.

Da prima della guerra, il volume dei generi alimentari e degli altri prodotti agricoli è aumentato di circa due terzi, mentre la produzione di materie prime industriali è più che triplicata. Quella di tutti i prodotti base inclusi nella tabella è cresciuta di due volte e mezzo.

III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

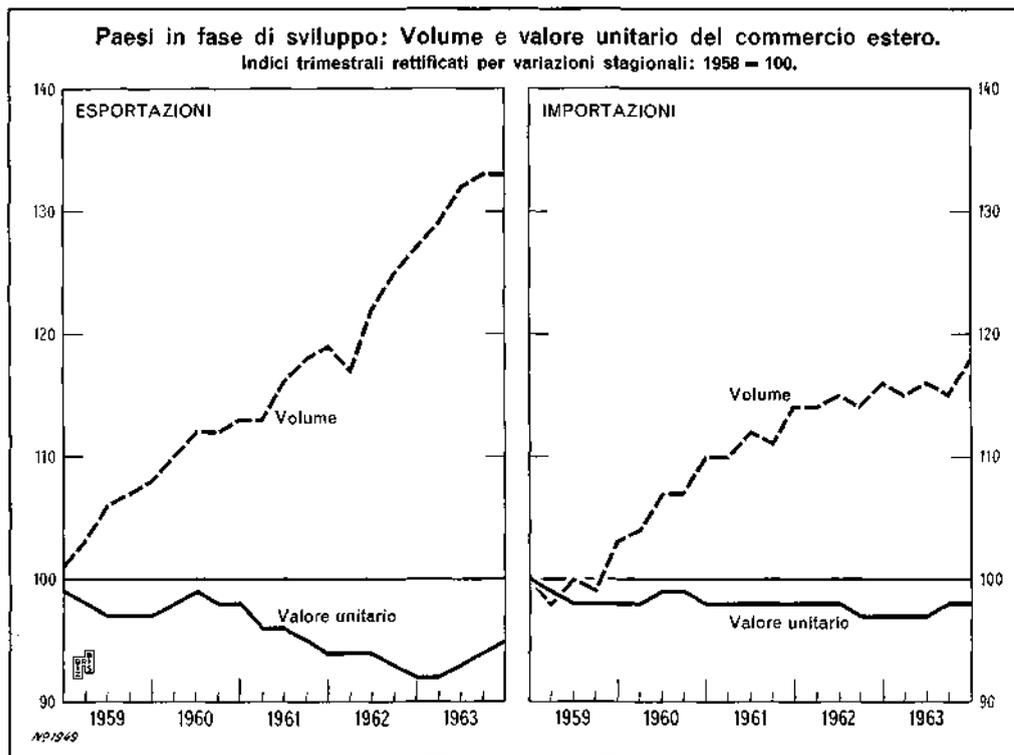
Dal 1961 l'espansione del commercio internazionale si è andata accelerando e, nel 1963, essa è ammontata, in termini di valore, all'8,4% contro il 5,7% nell'anno precedente. Come nel 1962, le importazioni dell'Europa occidentale sono cresciute più rapidamente delle sue esportazioni; in linea generale, la contropartita di questo movimento è da ricercare in un più cospicuo avanzo commerciale degli Stati Uniti e nei disavanzi decrescenti delle aree in fase di sviluppo.

Commercio mondiale, ripartito per aree.

Aree	Esportazioni (f.o.b.)			Importazioni (c.i.f.)			Variazioni nel volume del commercio 1961-63	
	1961	1962	1963	1961	1962	1963	Esportazioni	Importazioni
	miliardi di dollari S.U.						percentuali	
Aree sviluppate								
Europa occidentale								
Paesi CEE	32,3	34,2	37,5	32,1	35,8	40,4	+ 16	+ 26
Paesi EFTA	19,5	20,5	22,2	23,6	24,6	26,4	+ 12	+ 11
Altri paesi	3,5	3,7	4,0	5,2	5,9	6,7	+ 5	+ 28
Totale	55,3	58,4	63,7	60,9	66,3	73,5	+ 14	+ 20
Stati Uniti e Canada	27,1	27,9	30,0	22,3	24,1	25,2	+ 12	+ 13
Altre aree sviluppate*	8,7	9,5	10,6	10,6	10,5	12,3	+ 15	+ 17
Totale	91,1	95,8	104,3	93,8	100,9	111,0	+ 13	+ 18
Aree in fase di sviluppo								
America latina	9,6	10,2	10,8	10,0	10,1	9,9	+ 10	+ 4
Altre aree	17,8	18,6	20,4	20,5	21,0	21,8	+ 14	+ 2
Totale	27,4	28,8	31,2	30,5	31,1	31,7	+ 13	+ 3
Totale mondiale	118,5	124,6	135,5	124,3	132,0	142,5	+ 13	+ 14

* Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa.

Nel periodo 1953-61, il valore delle esportazioni dei paesi in fase di sviluppo è cresciuto del 3,1%, mentre le loro importazioni sono aumentate del 4,5% all'anno. Un mutamento favorevole si è verificato nel 1962, quando i proventi percepiti dalle esportazioni cominciarono a salire più rapidamente delle spese per le importazioni. Questo miglioramento (cui peraltro si accompagnò un rallentamento della produzione nazionale) è dovuto, nel caso delle esportazioni, a un'espansione nel volume, dato che i prezzi continuarono a declinare fino alla fine dell'anno. L'incremento nelle esportazioni ha rispecchiato soprattutto la ripresa nella domanda di importazioni negli Stati Uniti, ma anche la costante, sebbene più lenta, espansione delle vendite all'Europa. Nel 1963, d'altra parte, l'accresciuta domanda di prodotti



base è venuta soprattutto dall'Europa occidentale e dal Giappone. L'incremento dell'8% nelle esportazioni dei paesi in fase di sviluppo (in confronto al 5,3% nel 1962) è la conseguenza di un aumento tanto del volume che dei prezzi. Calcolata in base a dati trimestrali, la tendenza in diminuzione dei prezzi all'esportazione si è invertita all'inizio del 1963 e, nell'ultimo trimestre, i valori unitari hanno superato del 4,5% il livello del periodo corrispondente del 1962.

Le importazioni dei paesi in fase di sviluppo sono state contenute mediante un'ampia gamma di misure restrittive, rese più severe dopo la contrazione delle riserve valutarie avvenuta nel 1960-61. Tanto nel 1962 che nel 1963, esse sono aumentate, in termini di volume di circa l'1%. Grazie all'incremento delle loro esportazioni e alla virtuale stabilità delle loro importazioni, il disavanzo commerciale di questi paesi si è ridotto di \$800 milioni nel 1962 e di \$1.800 milioni lo scorso anno.

Nel gruppo di paesi che comprende Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa, le importazioni sono rimaste stabili nel 1962, mentre le esportazioni hanno registrato un incremento che è da attribuire quasi interamente al Giappone. Nel 1963, le importazioni sono cresciute del 17% e le esportazioni del 12%, sicché il saldo commerciale del gruppo nel suo complesso, si è deteriorato di circa \$650 milioni. Questa variazione nasconde, tuttavia, movimenti notevolmente divergenti fra loro. Mentre l'Australia ha migliorato il suo saldo di \$200 milioni, il Giappone, il Sud Africa e la Nuova Zelanda

ne hanno registrato il peggioramento, rispettivamente di \$550, 250 e 50 milioni.

Per quanto riguarda l'Europa occidentale, le esportazioni dei paesi OCSE verso altri paesi OCSE sono aumentate, come in anni precedenti, più che le loro esportazioni verso il resto del mondo, cioè del 12% contro soltanto il 4%. Le loro importazioni dal resto del mondo hanno subito un incremento del 9%.

L'espansione degli scambi intra-europei dei paesi OCSE rispecchia soprattutto un'espansione del 17% negli scambi fra i paesi CEE. In Italia e in Francia, paesi che sono stati dominati dalle pressioni inflazionistiche, gli acquisti dagli altri paesi associati nella CEE sono aumentati, rispettivamente del 31 e 24%, la cui contropartita va ricercata nei forti incrementi delle esportazioni di Germania, Belgio e Paesi Bassi.

In tutte le aree, l'espansione del commercio, registrata nel 1963, è incominciata nel secondo trimestre. Nell'Europa occidentale è continuata con ritmo pressochè costante fino alla fine dell'anno, accelerandosi nei primi mesi del 1964. Negli Stati Uniti gli scambi sono rallentati dopo la metà del 1963, continuando in questa tendenza nei primi tre mesi del 1964. Negli altri paesi sviluppati, nonchè nei paesi in fase di sviluppo, l'espansione è diventata più rapida nel 1963, eccettuato un rallentamento nel terzo trimestre.

Bilance dei pagamenti.

Paesi europei dell'OCSE. Nel 1963, le partite correnti di tutti i paesi OCSE si sono deteriorate di \$800 milioni rispetto all'anno precedente. Questo deterioramento è soprattutto dovuto al peggioramento del conto merci dei paesi CEE, essendo quello dei paesi EFTA alquanto migliorato.

Il saldo delle partite correnti dei paesi CEE è passato da un avanzo di \$680 milioni nel 1962 a un disavanzo di \$30 milioni lo scorso anno. Sono state registrate tre importanti variazioni: un'espansione di oltre \$1 miliardo nel disavanzo commerciale dell'Italia, una contrazione di \$365 milioni nell'avanzo commerciale della Francia e un aumento di \$740 milioni nell'avanzo commerciale della Germania, derivante soprattutto da una ripresa delle esportazioni nell'ultimo trimestre del 1963, mentre le importazioni sono rimaste stabili.

Il disavanzo globale delle partite correnti dei paesi EFTA si è ridotto da \$435 milioni nel 1962 a \$260 milioni nello scorso anno. Il miglioramento complessivo è da attribuire a notevoli incrementi delle esportazioni della Danimarca e del Regno Unito. Il Portogallo ha potuto diminuire il disavanzo delle sue partite correnti in seguito a un incremento degli introiti netti da servizi, soprattutto turismo e rimesse dei lavoratori all'estero. La posizione delle partite correnti degli altri quattro paesi EFTA si è indebolita: i disavanzi commerciali di Austria, Norvegia e Svizzera sono cresciuti, mentre la Svezia ha registrato una contrazione dei proventi netti percepiti dalle

Paesi europei dell'OCSE: Bilance dei pagamenti.

Paesi	Anni	Saldo commerciale (f.o.b.)	Servizi ¹	Saldo delle partite correnti	Movimenti netti di capitali (entrata +) ²		Saldo complessivo ³
					a lungo termine	a breve termine	
milioni di dollari S.U.							
Belgio-Lussemburgo . .	1962	- 130	+ 210 ⁴	+ 80	- 140		- 60
	1963	- 110	+ 10 ⁴	- 100	+ 325		+ 225
Francia	1962	+ 485	+ 345	+ 830	- 320	+ 175 ⁵	+ 685
	1963	+ 120	+ 320	+ 440	+ 70	+ 350 ⁵	+ 860
Germania	1962	+ 1.600	- 2.155	- 555	+ 40	+ 295	- 220
	1963	+ 2.340	- 2.090	+ 250	+ 535	- 65	+ 720
Italia	1962	- 1.425 ⁶	+ 1.675	+ 250	- 200	- 20	+ 30
	1963	- 2.495 ⁶	+ 1.605	- 890	- 355	+ 835	- 410
Paesi Bassi	1962	- 415	+ 490	+ 75	- 80	- 10	- 15
	1963	- 360	+ 530	+ 270	- 115	+ 15	+ 170
Totale paesi CEE . .	1962	+ 115	+ 565	+ 680	- 260		+ 420
	1963	- 505	+ 475	- 30	+ 1.595		+ 1.565
Austria	1962	- 280	+ 365	+ 85	+ 150		+ 235
	1963	- 340	+ 365	+ 25	+ 120		+ 145
Danimarca	1962	- 290	+ 100	- 190	+ 80	+ 85	- 25
	1963	- 65	+ 115	+ 50	+ 155	+ 15	+ 220
Norvegia	1962	- 690 ⁶	+ 515	- 175	+ 170		- 5
	1963	- 750 ⁶	+ 555	- 195	+ 245		+ 50
Portogallo	1962	- 215	+ 145	- 70	+ 170		+ 100
	1963	- 240	+ 180	- 60	+ 95		+ 35
Regno Unito	1962	- 190	+ 475	+ 285	- 250	+ 515	+ 550
	1963	- 120	+ 460	+ 340	- 410	- 90	- 160
Svezia	1962	- 200 ⁶	+ 170	- 30	+ 40	+ 80	+ 90
	1963	- 185 ⁶	+ 145	- 40	+ 20	- 25	- 45
Svizzera	1962	- 790 ⁶	+ 450	- 340	+ 455		+ 115
	1963	- 820 ⁶	+ 440	- 380	+ 580		+ 200
Totale paesi EFTA . .	1962	- 2.655	+ 2.220	- 435	+ 1.495		+ 1.060
	1963	- 2.520	+ 2.260	- 260	+ 705		+ 445
Grecia	1962	- 450 ⁶	+ 370	- 80	+ 95	+ 5	+ 20
	1963	- 450 ⁶	+ 400	- 50	+ 100	- 35	+ 15
Irlanda	1962	- 280 ⁶	+ 245	- 35	+ 50		+ 15
	1963	- 310 ⁶	+ 255	- 55	+ 100		+ 45
Islanda	1962	0	+ 5	+ 5	+ 5		+ 10
	1963	- 10	+ 5	- 5	+ 10		+ 5
Spagna	1962	- 535	+ 590	+ 55	+ 125	- 20	+ 160
	1963	- 935	+ 805	- 130	+ 210	+ 20	+ 100
Turchia	1962	- 220 ⁶	+ 70	- 150	+ 125		- 25
	1963	- 270 ⁶	+ 55	- 215	+ 165		- 50
Totale complessivo . .	1962	- 4.025	+ 4.085	+ 40	+ 1.620		+ 1.660
	1963	- 5.000	+ 4.255	- 745	+ 2.970		+ 2.125

¹ Compresi i trasferimenti unilaterali. ² Calcolati come differenza fra le partite correnti, da un lato e il saldo globale, dall'altro. Dove possibile, i movimenti dei capitali a lungo termine sono indicati separatamente. I dati complessivi o quelli relativi ai movimenti di capitali a breve comprendono errori e omissioni, nonché le partite monetarie non incluse nelle riserve. ³ Pari alle variazioni nelle riserve nette e alla posizione netta nei FMI (vedasi capitolo IV della Parte II). ⁴ Compresa lavorazione in conto, operazioni di arbitraggio su merci e oro monetario. ⁵ Compreso il saldo dei territori d'oltremare francesi rispetto all'area non appartenente al franco. ⁶ Importazioni calcolate su base c.i.f.

partite invisibili. Nel 1963, per il gruppo EFTA nel suo complesso, gli introiti netti dalle partite invisibili sono rimasti press'a poco invariati.

Con l'eccezione della Grecia, nel 1963, il saldo delle partite correnti dei rimanenti cinque paesi OCSE si è ulteriormente deteriorato. In Irlanda e Islanda, le importazioni sono cresciute più rapidamente delle esportazioni. In Spagna, l'attività economica più vivace e i progressi nella liberazione degli scambi hanno fatto aumentare le importazioni di \$400 milioni, mentre le esportazioni sono rimaste invariate. In Turchia, le esportazioni sono effettivamente diminuite, mentre le importazioni hanno registrato un notevole incremento. Nel 1963, in Grecia e Spagna, gli introiti netti dal turismo e le rimesse dei lavoratori all'estero hanno continuato a espandersi. Nel caso della Spagna, l'aumento non è stato, tuttavia, sufficiente per compensare il più ampio volume di importazioni e l'avanzo delle partite correnti di \$55 milioni, conseguito nel 1962, è stato sostituito da un disavanzo di \$130 milioni.

Nel 1963, l'afflusso netto di capitali (compresi le partite monetarie non incluse nelle riserve ed errori e omissioni) nei paesi europei dell'OCSE è ammontato a \$2,9 miliardi. Poichè i movimenti a lungo termine accertati (afflussi netti per Francia, Germania, Danimarca, Svezia, Grecia e Spagna e deflussi netti per Italia, Paesi Bassi e Regno Unito) hanno realizzato un avanzo netto, e considerando che Austria, Norvegia e Turchia sono debitori netti in conto capitali a lungo termine, si può presumere che, nel 1963, i paesi europei dell'OCSE nel loro complesso, siano stati considerevoli importatori netti di fondi tanto a breve che a lungo termine.

Francia. Nel 1963, per la prima volta da quando, nel 1957-58, furono introdotte misure di stabilizzazione, il saldo delle partite correnti della Francia, sebbene ancora cospicuo, si è notevolmente ridotto. Quantunque le esportazioni siano cresciute del 15%, esse sono state superate dalle importazioni, che hanno subito un incremento del 23%, in seguito, in parte, agli acquisti eccezionali di combustibili. L'avanzo commerciale si è conseguentemente ridotto a \$120 milioni, cioè a un quarto dell'importo dell'anno precedente.

Francia: Commercio estero.

Periodi	Scambi con i paesi non appartenenti all'area del franco			Scambi con i paesi appartenenti all'area del franco			Saldo commerciale
	Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo	Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo	
milioni di dollari S.U.							
1962 1° trimestre . . .	1.465	1.420	+ 45	430	375	+ 55	+ 100
2° trimestre . . .	1.490	1.435	+ 55	335	440	- 105	- 50
3° trimestre . . .	1.350	1.375	- 25	300	340	- 40	- 65
4° trimestre . . .	1.585	1.615	- 30	415	370	+ 45	+ 15
1963 1° trimestre . . .	1.495	1.655	- 160	395	395	+ 0	- 160
2° trimestre . . .	1.705	1.860	- 155	405	420	- 15	- 170
3° trimestre . . .	1.535	1.645	- 110	345	330	+ 15	- 95
4° trimestre . . .	1.810	2.040	- 230	400	390	+ 10	- 220
1964 1° trimestre . . .	1.830	2.170	- 340	420	420	+ 0	- 340

Come risulta dalle statistiche doganali, il deterioramento del conto merci con i paesi non appartenenti all'area del franco (che è l'unico importante agli effetti della bilancia dei pagamenti) è incominciato alla metà del 1962.

Per il 1963 nel suo complesso, le merci importate da paesi non appartenenti all'area del franco sono aumentate di \$1.350 milioni. Ciascuna delle seguenti categorie di merci: beni di consumo lavorati, prodotti semilavorati e combustibili ha partecipato con circa \$250 milioni all'incremento, mentre beni d'investimento, generi alimentari e materie prime vi hanno contribuito con circa \$150 milioni ognuno. Le importazioni sono state stimolate oltre che dalla forte domanda interna, dalle specifiche misure adottate. Per esempio, per contenere l'incremento dei prezzi, nel 1963, i dazi d'importazione sui prodotti industriali sono stati ripetutamente ribassati.

Negli anni recenti, la domanda addizionale per combustibili è stata soddisfatta con approvvigionamenti provenienti da paesi appartenenti all'area del franco, che sono passati da meno di 2 milioni di tonnellate nel 1959, a 14 milioni nel 1962, mentre, durante lo stesso periodo, le importazioni da paesi non appartenenti all'area sono rimaste abbastanza stabili, a circa 43 milioni di tonnellate. Nel 1963, soprattutto a causa del rigido inverno e dello sciopero dei minatori francesi in marzo, gli acquisti fuori dell'area del franco sono saliti a 54 milioni di tonnellate. In termini di valore, le importazioni di combustibili dai paesi appartenenti all'area del franco hanno subito un incremento del 13%. Poichè, tuttavia, gli acquisti di derrate alimentari sono diminuiti e le esportazioni francesi verso i paesi appartenenti all'area sono cresciute, il saldo della Francia nei confronti del resto dell'area del franco che, nel 1962, era stato in via eccezionale negativo, è divenuto di nuovo positivo.

Nel 1963, i proventi netti dai servizi sono lievemente diminuiti. Una riduzione di \$85 milioni negli introiti dal turismo, le più cospicue rimesse dei lavoratori all'estero e la scomparsa del modesto avanzo nel conto noli sono state, in parte, compensate dai crescenti proventi derivanti da trasferimenti unilaterali e dai pagamenti effettuati da governi esteri. Poichè il conto merci ha registrato un avanzo di \$120 milioni e i proventi netti dalle partite invisibili sono ammontati a \$320 milioni, nel 1963, l'avanzo delle partite correnti è stato di \$440 milioni contro \$830 milioni l'anno precedente.

Nel settore pubblico, sono stati effettuati, fra l'altro, rimborsi di quote per \$119 milioni del prestito concesso al Crédit National dalla BIRS nel 1947, nonchè rimborsi anticipati all'Export-Import Bank per l'ammontare di \$161 milioni. Il deflusso netto di capitali in conto transazioni ufficiali si è ridotto da \$720 a 430 milioni.

In seguito soprattutto a vendite di titoli esteri da parte di residenti francesi, nel 1963 l'afflusso netto di capitali privati a lungo termine ha superato di \$100 milioni quello del 1962. Mentre, nel 1962, i residenti francesi avevano effettuato investimenti esteri netti per \$60 milioni, lo scorso anno si sono verificati disinvestimenti netti per \$50 milioni. In complesso,

Francia: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1961	1962	1963
	milioni di dollari S.U.		
<i>Francia</i>			
Merci (f.o.b.)			
Esportazioni	5.190	5.850	6.695
Importazioni	4.775	5.365	6.575
Saldo commerciale	+ 415	+ 485	+ 120
Servizi (al netto)			
Turismo	+ 215	+ 200	+ 115
Rimesse dei lavoratori stranieri	- 125	- 150	- 190
Altre partite	+ 445	+ 295	+ 395
Totale	+ 535	+ 345	+ 320
Saldo delle partite correnti	+ 950	+ 830	+ 440
Conto capitali a lungo termine			
Pagamenti ufficiali anticipati ²	- 320	- 585	- 280
Altri pagamenti	- 120	- 135	- 150
Capitali privati	+ 370	+ 400	+ 500
Totale	- 70	- 320	+ 70
Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine	+ 880	+ 510	+ 510
Conto capitali a breve	- 85	- 115	- 75
Resto dell'area del franco francese	+ 90	+ 150	+ 140
Errori e omissioni	+ 30	+ 55	+ 80
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 915	+ 600	+ 655
<i>di cui: variazioni nelle riserve nette e nella posizione FMI</i>	<i>+ 1.095</i>	<i>+ 685</i>	<i>+ 860</i>

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Nel 1962, \$469 milioni agli Stati Uniti, \$55 milioni al Canada e \$80 milioni alla BIRS; nel 1963, \$119 milioni alla BIRS e \$181 milioni agli Stati Uniti.

il disavanzo di \$320 milioni nel conto capitali a lungo termine è stato sostituito da un avanzo di \$70 milioni. I movimenti di capitali a breve che, nel 1962, avevano registrato un disavanzo di \$115 milioni, hanno presentato una posizione in equilibrio nel primo semestre del 1963, mentre, nella seconda metà, hanno segnato un disavanzo netto di \$75 milioni.

Esclusi i rimborsi anticipati di debiti, nel 1963, la bilancia generale ha conseguito un saldo attivo di \$935 milioni, ossia esso è stato inferiore di \$250 milioni a quello dell'anno precedente.

Italia. La bilancia dei pagamenti, calcolata sulla base delle transazioni e rettificata per variazioni stagionali, presentò il suo avanzo più cospicuo nell'ultimo trimestre del 1961; dopo questo periodo, gli avanzi sono andati progressivamente diminuendo, fino a che, sul volgere del 1962, venne registrato un disavanzo. Nel 1963, il disavanzo è aumentato di trimestre in trimestre. La bilancia dei pagamenti complessiva, quale risulta dai conti di cassa, che era praticamente in equilibrio l'anno precedente, nel 1963 ha accumulato un saldo passivo di \$1.245 milioni, quasi interamente dovuto a un

Italia: Bilancia dei pagamenti.*

Voci	1962	1963	1963				1964 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari S.U.							
Merci							
Importazioni (c.l.f.) . . .	5.885	7.255	1.640	1.820	1.830	1.965	1.930
Esportazioni (f.o.b.) . . .	4.460	4.760	1.130	1.175	1.205	1.250	1.250
Saldo	- 1.425	- 2.495	- 510	- 645	- 625	- 715	- 680
Servizi (al netto)							
Turismo	+ 725	+ 750	+ 95	+ 190	+ 325	+ 140	+ 90
Rimesse dei lavoratori . . .	+ 510	+ 520	+ 100	+ 130	+ 155	+ 135	+ 100
Noli	+ 300	+ 305	+ 65	+ 80	+ 80	+ 80	+ 80
Altri servizi	+ 140	+ 30	+ 40	- 30	- 15	+ 35	- 15
Totale	+ 1.675	+ 1.605	+ 300	+ 370	+ 545	+ 390	+ 255
Saldo delle partite correnti	+ 250	- 890	- 210	- 275	- 80	- 325	- 425
Movimenti dei capitali							
Rimpatrio di banconote	- 765	- 1.470	- 525	- 490	- 170	- 285	- 260
Investimenti di non residenti . . .	+ 845	+ 1.290	+ 475	+ 320	+ 115	+ 380	} + 250
Investimenti di residenti	- 175	- 75	- 20	- 30	- 15	- 10	
Altri movimenti	- 105	- 100	+ 15	+ 65	+ 40	- 220	
Totale	- 200	- 355	- 55	- 135	- 30	- 135	- 10
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . .	+ 50	- 1.245	- 265	- 410	- 110	- 460	- 435
<i>di cui: variazioni nelle riserve e nella posizione FMI . . .</i>	<i>+ 30</i>	<i>- 410</i>	<i>- 165</i>	<i>- 10</i>	<i>+ 130</i>	<i>- 365</i>	<i>- 460</i>

*Sulla base dei conti di cassa.

incremento di oltre \$1 miliardo nel disavanzo commerciale, sebbene una modesta contrazione nei proventi netti percepiti dalle partite invisibili e un maggiore deflusso netto di capitali abbiano contribuito al deterioramento globale.

Le importazioni, che avevano subito una fortissima espansione nel secondo semestre del 1962, hanno continuato con lo stesso ritmo fin quasi alla fine del 1963. Per il 1963 nel suo complesso, esse hanno superato del 24% il livello dell'anno precedente, mentre gli incrementi trimestrali sono ammontati, rispettivamente al 18, 30, 29 e 20%. Nel primo trimestre del 1964, il saggio d'espansione è sceso ulteriormente al 18%. Il disavanzo commerciale di \$680 milioni è stato così alquanto inferiore a quello del trimestre precedente, ma ha superato ancora di \$170 milioni quello del primo trimestre del 1963.

In base alle statistiche doganali, nel 1963, le importazioni hanno raggiunto il livello di \$7.540 milioni, cioè sono aumentate di \$1.470 milioni rispetto al 1962; oltre un terzo dell'incremento è da attribuire a più ampie importazioni di generi alimentari, soprattutto carne, e quasi un decimo ad

autovetture e parti staccate di automobili destinate al montaggio di autovetture in Italia. In cifre assolute, nel 1963, le importazioni di carne e bestiame sono ammontate a \$400 milioni, ossia hanno superato di due volte e mezzo il livello del 1962 e le autovetture e parti staccate a \$320 milioni, cioè sono state del 75% superiori a quelle dell'anno precedente. Le crescenti importazioni di derrate alimentari rispecchiano tre fattori principali: 1) una scarsa produzione agricola interna, 2) la migliore qualità dei consumi e 3) le misure specifiche adottate per contenere l'aumento dei prezzi delle derrate alimentari. Perciò, nel febbraio 1963, sono state concesse licenze per importazioni supplementari di carne e burro, e sono stati sospesi i dazi d'importazione su frutta fresca, verdure e olio d'oliva. L'imponente espansione delle importazioni di autovetture è stata agevolata dalla riduzione dei dazi all'interno della Comunità economica europea e, in misura ancora maggiore, dal cospicuo incremento delle quote di importazione da altre aree.

Nel 1963, per la prima volta dal 1956, gli introiti netti dalle partite invisibili sono alquanto diminuiti; essi sono stati insufficienti per coprire il disavanzo commerciale, mentre le partite correnti hanno registrato un disavanzo di \$890 milioni contro un avanzo di \$250 milioni nell'anno precedente.

L'esportazione di capitali sotto forma di biglietti di banca, calcolata in base alle banconote rimpatriate e accreditate nei conti capitali in lire di non residenti, è stata particolarmente cospicua nel primo semestre del 1963, quando è ammontata a oltre \$1 miliardo. Nella seconda metà dell'anno essa è scesa a meno di \$500 milioni. Una parte notevole dei capitali usciti è tuttavia rientrata in Italia sotto forma di investimenti in titoli con etichetta straniera. Nel 1963, il deflusso netto globale di capitali è ammontato a \$355 milioni contro \$200 milioni nell'anno precedente, portando così il saldo passivo a \$1.245 milioni. Nel primo trimestre del 1964, il saldo passivo è stato di \$435 milioni e il disavanzo delle partite correnti di \$425 milioni. Quest'ultimo è stato il doppio di quello registrato nel trimestre corrispondente del 1963; l'80% del deterioramento è dovuto al peggioramento della bilancia commerciale.

Germania. Un considerevole avanzo commerciale, conseguito nel quarto trimestre del 1963, ha più che compensato il disavanzo delle partite correnti registrato nei nove mesi precedenti, sicchè, nel 1963, in contrasto con il 1962, le partite correnti hanno accumulato un avanzo. Vi è stato inoltre un afflusso oltremodo cospicuo di capitali a lungo termine e il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è stato sostituito da un saldo attivo, con una variazione di oltre \$700 milioni.

Nel 1963 nel suo complesso, le esportazioni sono cresciute del 10%, con considerevoli incrementi nel secondo e nel quarto trimestre. All'aumento globale delle esportazioni, che nel 1963 è ammontato a \$1.335 milioni, hanno contribuito per il 70% i paesi CEE, soprattutto Italia e Francia, e oltre un terzo è dovuto a maggiori vendite di autovetture. Nello scorso anno, queste ultime hanno partecipato con quasi un settimo, cioè con

\$1.980 milioni, al volume globale delle esportazioni. Le importazioni hanno subito un forte incremento nel secondo trimestre del 1963 e poi sono rimaste quasi invariate fino alla fine dell'anno. Per il 1963 nel suo complesso, esse sono cresciute del 6%. La loro espansione, relativamente lenta, è dovuta a una contrazione negli acquisti di armamenti e generi alimentari.

Il disavanzo netto delle partite invisibili è diminuito di \$65 milioni, raggiungendo il livello di \$360 milioni, soprattutto perchè le spese nette dei turisti all'estero che, dal 1957, erano aumentate molto rapidamente e, negli anni recenti, costituivano la partita con il disavanzo più elevato, nel 1963 sono diminuite di \$50 milioni.

Gli introiti governativi per servizi resi alle truppe straniere dislocate in Germania sono ammontati a \$1.070 milioni, cioè l'importo è stato uguale a quello del 1962. Da alcuni anni, allo scopo di alleviare l'onere che queste contribuzioni costituiscono per la bilancia dei pagamenti di altri paesi ade-

Germania: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1962	1963	1963				1964 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari S.U.							
Merci							
Esportazioni (f.o.b.) . . .	13.245	14.580	3.230	3.630	3.660	4.060	3.890
Importazioni (c.l.f.) . . .	12.375	13.070	3.040	3.335	3.345	3.350	3.295
Saldo	+ 870	+ 1.510	+ 190	+ 295	+ 315	+ 710	+ 595
Servizi (al netto) . . .	- 425	- 360	- 0	- 120	- 225	- 15	- 65
Trasferimenti unilaterali	- 1.000	- 900	- 255	- 245	- 230	- 170	- 205
Saldo delle partite correnti	- 555	+ 250	- 65	- 70	- 140	+ 525	+ 325
Conto capitali a lungo termine							
Capitali privati	+ 295	+ 795	+ 185	+ 245	+ 205	+ 160	+ 90
Capitali ufficiali	- 245	- 260	- 25	- 70	- 50	- 115	- 50
Totale	+ 40	+ 535	+ 160	+ 175	+ 155	+ 45	+ 40
Conto capitali a breve							
Capitali privati ²	+ 105	+ 10	+ 180	- 5	+ 15	- 180	+ 170
Capitali ufficiali ³	+ 30	- 80	+ 30	+ 65	+ 145	- 320	- 90
Totale	+ 135	- 70	+ 210	+ 60	+ 160	- 500	+ 80
Saldo del conto capitali	+ 175	+ 465	+ 370	+ 235	+ 315	- 455	+ 120
Errori e omissioni	+ 160	- 210	+ 60	+ 60	+ 45	- 375	+ 205
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 220	+ 505	+ 365	+ 225	+ 220	- 305	+ 650
<i>di cui: variazioni nelle riserve e nella posizione nel FMI</i>	- 220	+ 720	+ 445	+ 250	- 230	+ 255	+ 100

¹ Sulla base delle transazioni. ² Escluse le variazioni nella posizione netta verso l'estero delle banche commerciali. ³ Escluse le transazioni con il FMI.

renti alla NATO, la Germania colloca ordinazioni per l'acquisto di armamenti in tali paesi, pagandoli anticipatamente. Nel 1963, i pagamenti in conto armamenti (che figurano nelle partite correnti), congiuntamente ai pagamenti anticipati (che sono riportati nel conto capitali) hanno, per la prima volta, superato i proventi percepiti per servizi resi alle truppe straniere.

Nel periodo 1960-62, la Germania ha registrato un afflusso netto di capitali privati a lungo termine di \$200-300 milioni all'anno. Nel 1963, il totale è balzato a \$800 milioni, tre quarti dei quali hanno costituito operazioni in titoli. Gli acquisti netti di titoli tedeschi da parte di non residenti sono passati da \$380 milioni nel 1962 a \$715 milioni lo scorso anno, mentre l'aliquota di obbligazioni su questo ammontare è salita da meno del 50 al 70%. Si ritiene che i non residenti detengano obbligazioni tedesche per circa \$1,5 miliardi. La crescente domanda estera di obbligazioni sembra aver rispecchiato non soltanto lo scarto fra i saggi d'interesse, ma anche considerazioni di natura politica e fiscale.

Nel 1963, il conto capitali a breve (escluse le transazioni con il FMI e quelle del sistema bancario) ha registrato un deflusso netto di \$70 milioni. A partire dal secondo trimestre del 1962, il conto capitali ufficiali a breve ha cominciato ad accumulare un avanzo netto. Ciò può trovare spiegazione soprattutto nel fatto che i pagamenti per l'acquisto di armamenti sono stati inferiori alle importazioni effettive di essi. (In termini di movimenti di capitali ciò corrisponde alla liquidazione di crediti precedentemente accordati dalla Germania.) Perciò, nei primi tre trimestri del 1963, al conto capitali ufficiali a breve sono affluiti fondi per un importo netto di \$240 milioni. Nell'ultimo trimestre, la situazione si è invertita. Soprattutto in dicembre sono stati effettuati cospicui pagamenti per la difesa che hanno superato in ampia misura le importazioni di armamenti.

Nel primo trimestre del 1964, in seguito a un considerevole incremento delle esportazioni, il saldo commerciale è stato di quasi \$600 milioni, cioè più di tre volte l'importo del trimestre corrispondente del 1963. Il saldo delle partite correnti è passato, conseguentemente, da un disavanzo di \$65 milioni a un avanzo di \$325 milioni.

In futuro, questo cospicuo avanzo potrà diminuire, se le riduzioni tariffarie, annunciate il 13 maggio quale parte del programma di stabilizzazione, contribuiranno all'espansione delle importazioni. Nei confronti dei paesi CEE, tutti i dazi doganali inferiori al 4% dovrebbero essere aboliti a partire dal 1° luglio 1964, e si progetta di applicare contemporaneamente le riduzioni del 10% sui prodotti industriali che dovrebbero essere introdotte il 1° gennaio 1965 e 1966. Per quanto riguarda i paesi non appartenenti alla CEE, la Germania intende ribassare i dazi su circa 300 voci al livello della futura tariffa esterna comune della CEE.

Paesi Bassi. Un aumento degli introiti dalle partite invisibili e una riduzione del disavanzo commerciale hanno provocato congiuntamente un incremento dell'avanzo nelle partite correnti (sulla base dei conti di cassa)

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1962	1963	1963			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.						
Merci (f.o.b.)						
Importazioni	4.795	5.210	1.170	1.270	1.305	1.465
Esportazioni	4.380	4.850	1.110	1.185	1.210	1.345
Saldo	- 415	- 360	- 60	- 85	- 95	- 120
Servizi (al netto)						
Interessi e dividendi	+ 100	+ 175	+ 60	- 45	+ 65	+ 95
Altri servizi ²	+ 390	+ 455	+ 70	+ 110	+ 150	+ 125
Totale	+ 490	+ 630	+ 130	+ 65	+ 215	+ 220
Saldo delle partite correnti . .	+ 75	+ 270	+ 70	- 20	+ 120	+ 100
Movimenti di capitali						
Capitali ufficiali ³	- 70	- 100	- 5	- 10	- 75	- 10
Capitali privati						
a lungo termine	- 10	- 15	- 10	+ 65	- 5	- 65
a breve ⁴	- 30	- 15	- 45	- 25	+ 40	+ 15
Totale	- 110	- 130	- 60	+ 30	- 40	- 60
Saldo complessivo (= varia- zioni nelle partite monetarie) di cui: variazioni nelle riserve e nella posizione netta FMI	- 35	+ 140	+ 10	+ 10	+ 80	+ 40
	- 15	+ 170	+ 10	+ 70	+ 20	+ 70

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Compresi trasferimenti unilaterali. ³ Inclusi un importo di \$30 milioni per pagamenti anticipati effettuati nel 1962 e uno di \$70 milioni nel 1963. ⁴ Compreso il sistema bancario.

da \$75 milioni nel 1962 a \$270 milioni nello scorso anno. Tuttavia, ove si consideri il saldo sulla base delle transazioni, si constata che si è verificato un deterioramento di circa \$40 milioni. La differenza di \$230 milioni fra i due tipi di conti è da attribuire soprattutto al fatto che la cospicua espansione delle importazioni verso la fine dell'anno ha provocato un incremento nei crediti per le importazioni stesse.

Sulla base dei conti di cassa, nel 1963, le importazioni sono cresciute del 9% e le esportazioni dell'11%, cioè di circa due volte il saggio d'incremento che è stato registrato l'anno precedente, per cui il disavanzo commerciale per l'anno nel suo complesso si è ridotto di \$55 milioni. Durante l'anno, tuttavia, il disavanzo commerciale è cresciuto senza interruzione e nel quarto trimestre ha raggiunto \$120 milioni. Nel 1963, gli introiti netti dalle partite invisibili sono aumentati di \$140 milioni in seguito a un incremento di \$75 milioni negli interessi e dividendi e di \$65 milioni nelle entrate derivanti da altri servizi. L'aumento è stato registrato quasi interamente nel secondo semestre dell'anno.

Il deflusso netto di capitali a lungo termine è passato da \$80 milioni nel 1962 a \$115 milioni lo scorso anno, a causa di un incremento dei rimborsi anticipati di debito pubblico da \$30 a 70 milioni; quest'ultimo importo è costituito da un versamento unico effettuato, in luglio, agli Stati Uniti.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali privati, nel 1962 e nel 1963 il conto dei capitali a lungo termine è stato praticamente in equilibrio. In ciascuno dei due anni, il deflusso netto di capitali olandesi e l'afflusso netto di capitali esteri sono ammontati a circa \$300 milioni. Nel 1963, tuttavia, in entrambe le direzioni, gli investimenti diretti sono cresciuti, mentre quelli in titoli si sono ridotti. Questa contrazione rispecchia il fatto che non si sono avute importanti emissioni estere sul mercato dei capitali olandese o di emissioni olandesi all'estero. Si è registrata una modesta espansione delle operazioni di borsa con la Svizzera che, nel 1963, è diventata la principale acquirente di titoli olandesi, mentre gli acquisti americani sono diminuiti notevolmente, in seguito alla proposta concernente l'introduzione di un'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse. Sebbene le esportazioni nette di capitali da parte delle banche (escluse le loro operazioni valutarie) siano passate da \$15 a 40 milioni, il deflusso netto globale di capitali a breve si è ridotto da \$30 a 15 milioni.

Belgio. Le partite correnti della bilancia dei pagamenti che, negli anni recenti, avevano sempre registrato avanzi, nel 1963 sono divenute passive. Il deterioramento di \$180 milioni è interamente dovuto alla scomparsa dell'avanzo in conto partite invisibili, che si è ridotto da \$210 milioni nel 1962 a praticamente zero nello scorso anno. A giudicare dai risultati per i primi nove mesi, questo movimento è da attribuire in buona parte a un incremento delle spese governative e a una contrazione degli interessi e dividendi. Ma sono diminuiti anche gli introiti netti dagli arbitraggi su merci e dalle lavorazioni in conto e i trasferimenti effettuati dal governo sono stati più cospicui che nel 1962, principalmente a causa di un pagamento, eseguito nel primo trimestre, al Fondo di sviluppo della CEE.

Il disavanzo di \$100 milioni, registrato nelle partite correnti, è stato praticamente compensato da un afflusso netto di capitali. Nello scorso anno, il Tesoro è stato costretto a fare ricorso all'estero per cospicui crediti e, in una certa misura, questo fatto si è rispecchiato nell'afflusso netto di capitali ufficiali, che è ammontato a \$50 milioni contro un deflusso netto di \$65 milioni nel 1962. I capitali privati, insieme a errori e omissioni, hanno contribuito al disavanzo per un importo di \$50 milioni. L'aumento di \$225 milioni nelle riserve ufficiali, quale è riportato nella tabella a pagina 92, è dovuto per intero a un incremento delle passività estere delle banche commerciali.

Regno Unito. Dalle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti del 1963 si possono rilevare tre fatti principali. Nelle partite correnti, l'avanzo ha superato di poco quello del 1962 e (in base ai dati rettificati per variazioni stagionali) si è accumulato soprattutto nella prima metà dell'anno; le esportazioni di capitali a lungo termine, dopo un'interruzione di due anni, sono ritornate al livello della fine degli anni cinquanta; e il saldo delle transazioni non registrate ha invertito la tendenza. I primi due fatti si sono in parte compensati reciprocamente, per cui le partite correnti e i movimenti nel conto capitali a lungo termine, identificati, hanno registrato

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.*

Voci	1961	1962	1963	1963	
				1° semestre	2° semestre
milioni di dollari S.U.					
Merci (f.o.b.)					
Importazioni	11.235	11.365	12.090	5.985	6.205
Esportazioni e riesportazioni	10.870	11.175	11.970	5.985	5.985
Saldo	- 365	- 190	- 120	+ 100	- 220
Servizi (al netto)	+ 335	+ 475	+ 460	+ 310	+ 150
Saldo delle partite correnti	- 30	+ 285	+ 340	+ 410	- 70
Conto capitali a lungo termine					
Capitali ufficiali	- 125	- 295	- 295	- 55	- 240
Capitali privati	- 915	- 725	- 925	- 480	- 445
Capitali privati esteri	+ 1.165	+ 770	+ 805	+ 405	+ 400
Totale	+ 125	- 250	- 415	- 130	- 285
Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine . . .	+ 95	+ 35	- 75	+ 280	- 355
Errori e omissioni	- 40	+ 240	- 360	- 140	- 220
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 55	+ 275	- 435	+ 140	- 575

* Sulla base delle transazioni.

soltanto un modesto disavanzo per l'anno nel suo complesso. Il movimento sfavorevole di \$435 milioni nelle partite monetarie è stato, pertanto, in ampia misura, il risultato di uno spostamento nella partita bilanciante che da positiva è diventata negativa.

Sebbene, nel 1963, il disavanzo commerciale sia stato inferiore a quello del 1962, durante l'anno esso è andato continuamente peggiorando. Ciò è dovuto soprattutto al fatto che, dopo il primo trimestre, le importazioni sono cresciute più rapidamente delle esportazioni, essendo stati compiuti cospicui acquisti di prodotti industriali a prezzi crescenti. Su base rettificata per variazioni stagionali, il cambiamento nella bilancia commerciale, verificatosi fra il primo e secondo semestre dell'anno, non è stato così importante come i dati non rettificati nella tabella che precede farebbero supporre, dato che il deterioramento è consistito nel passaggio da un avanzo di oltre \$40 milioni nella prima metà (il migliore risultato dal 1958) a un disavanzo di \$165 milioni nella seconda metà dell'anno.

Le statistiche doganali mostrano che, nel 1963, le esportazioni sono aumentate dell'8%, raggiungendo il livello di \$11.425 milioni; l'incremento, in termini di volume, è stato del 5% e la rimanenza è dovuta a prezzi più elevati. Il rallentamento della tendenza ascendente può essere rilevato dal fatto che i dati per il quarto trimestre, rettificati, hanno superato dell'1% quelli del terzo trimestre, ma del 10% quelli del quarto trimestre del 1962. Lo stesso vale press'a poco per le esportazioni di manufatti che hanno contribuito per l'85% al totale delle esportazioni. Esaminate secondo le loro principali

destinazioni, le vendite verso l'Europa e l'area della sterlina sono cresciute nei primi tre trimestri dell'anno e si sono ridotte lievemente nel quarto; le spedizioni verso l'America settentrionale, sebbene ancora in fase di espansione nel quarto trimestre, avevano però rallentato il ritmo rispetto a prima.

Le importazioni, per l'importo globale di \$13.500 milioni (su base c.i.f.), hanno registrato un incremento del 7% rispetto al 1962. Come risulta dalle statistiche ufficiali, l'aumento del prezzo mondiale dello zucchero ha fatto sì che gli acquisti di zucchero grezzo siano cresciuti di \$285 milioni in termini di valore. Ma, siccome le importazioni di zucchero hanno luogo a prezzi fissati e questi sono stati generalmente superiori a quelli mondiali nel 1962 e inferiori nel 1963, l'incremento gonfia notevolmente i costi straordinari che la bilancia dei pagamenti ha dovuto sopportare per lo zucchero nel 1963. Le altre importazioni di generi alimentari, considerate complessivamente, si sono lievemente ridotte, perchè sono diminuiti gli acquisti di cereali e mangimi. Le importazioni di prodotti industriali hanno incominciato ad aumentare nel secondo trimestre e sono cresciute del 7% tanto nel terzo trimestre che nel quarto. I maggiori incrementi sono stati registrati da prodotti chimici, ferro e acciaio, lana e legnami. Per l'anno nel suo insieme, l'incremento in questa categoria di merci è ammontato a \$395 milioni. Le importazioni di prodotti finiti hanno subito un incremento di \$120 milioni, mentre le importazioni di combustibili si sono contratte di \$85 milioni.

Nel 1963, il saldo delle partite invisibili è stato praticamente uguale a quello del 1962. Tanto le spese del governo all'estero quanto le spese nette per il turismo sono aumentate in lieve misura e lo stesso dicasi per interessi e dividendi netti. Per quanto riguarda quest'ultima voce, le maggiori variazioni si sono verificate nei pagamenti. Gli introiti esteri da investimenti diretti e in titoli sono cresciuti di \$100 milioni, mentre gli "altri" interessi e dividendi debitori sono passati da \$615 a 485 milioni. Questo movimento ha rispecchiato soprattutto i saggi d'interesse più bassi pagati sui saldi in sterline.

In conto capitali a lungo termine, la principale caratteristica del 1963 è costituita dall'aumentato deflusso di capitali privati dal Regno Unito. Gli investimenti diretti effettuati all'estero sono cresciuti di circa \$60 milioni — come pure gli investimenti diretti esteri nel Regno Unito — e gli altri tipi di investimenti sono più che raddoppiati, avendo raggiunto il livello di \$270 milioni.

Per tutto il 1963, le partite correnti e il conto capitali a lungo termine, considerati complessivamente, hanno registrato un disavanzo di \$75 milioni, e di \$355 milioni per la seconda metà dell'anno. La partita bilanciante ha accumulato un cospicuo saldo negativo di \$360 milioni per l'anno intero, dopo aver conseguito un notevole saldo positivo nel 1962. Mentre esiste la possibilità che si siano verificati alcuni movimenti di capitali in uscita non identificati, la situazione dei saldi in sterline detenuti fuori dell'area di questa moneta — che ha registrato una riduzione di circa \$100 milioni — non indica che questo fattore possa giustificare gran parte dell'inversione di tendenza

nella partita bilanciante. Le esportazioni in fase di espansione avranno provocato un aumento dei crediti per finanziarle e può darsi che siano stati concessi termini più lunghi. Inoltre, dato che le esportazioni vengono iscritte nella bilancia dei pagamenti alla data di spedizione, in un periodo di espansione nelle vendite all'estero le esportazioni registrate tenderanno a superare gli introiti da esse percepiti. Anche questo fatto avrà come contropartita una registrazione negativa nella partita bilanciante.

Le statistiche doganali per i primi quattro mesi del 1964 mostrano, su base rettificata per variazioni stagionali, che, rispetto ai precedenti quattro mesi, le esportazioni sono lievemente aumentate. Le importazioni, calcolate su base c.i.f., sono cresciute del 7,5% e il disavanzo commerciale è aumentato di oltre \$300 milioni. Tuttavia, le ordinazioni per le esportazioni di manufatti sono cresciute rispetto a un anno fa e l'accumulazione di scorte ha forse già raggiunto il suo vertice. Per il resto dell'anno, le esportazioni potranno perciò aumentare almeno con lo stesso ritmo delle importazioni. Ciò non di meno, data anche la previsione di un ulteriore incremento del deflusso di capitali a lungo termine, particolarmente per gli investimenti nell'industria petrolifera, si prevede un cospicuo disavanzo nelle partite correnti e nel conto capitali a lungo termine. Nel 1964, l'andamento della partita bilanciante assumerà, pertanto, un'importanza maggiore di quanto ha normalmente.

Paesi scandinavi. Nel 1963, i tre paesi scandinavi considerati complessivamente hanno registrato un disavanzo nelle partite correnti di quasi \$200 milioni contro \$400 milioni nell'anno precedente.

Dal 1960 al 1962, il disavanzo della Danimarca in conto partite correnti è passato da \$50 a 190 milioni, dato che il ritmo di espansione delle esportazioni è stato circa la metà di quello delle importazioni. Tuttavia, a partire dal quarto trimestre del 1962, la tendenza si è invertita e le esportazioni hanno subito un cospicuo incremento, mentre le importazioni sotto la spinta delle misure antinflazionistiche, sono andate rallentando (vedansi le pagine 9 e 10). Nel 1963, le esportazioni sono cresciute del 14%, in seguito a un incremento dell'11% nelle vendite di prodotti agricoli e del 19% nelle esportazioni di prodotti industriali, sicchè le partite correnti hanno presentato un avanzo di \$50 milioni. L'afflusso netto di capitali esteri è salito da \$100 a 190 milioni, quale risultato soprattutto del più ampio volume di credito cui è ricorso il settore pubblico.

Nel 1963, l'aumento delle riserve della Norvegia è ammontato a \$50 milioni ed è da attribuire interamente al fatto che il suo indebitamento verso l'estero è cresciuto più del suo disavanzo nelle partite correnti. Il disavanzo della bilancia commerciale è aumentato di \$60 milioni, in seguito, soprattutto, a un incremento netto delle importazioni di navi che rispecchiano soltanto in minima misura le fluttuazioni della domanda interna. Un incremento di \$45 milioni nel conto noli, dovuto a un aumento delle tariffe, ha gonfiato gli introiti netti dalle partite invisibili. Tuttavia, questo

importo non è stato sufficiente per coprire il più cospicuo disavanzo commerciale e il crescente onere per interessi sui debiti esteri, per cui il disavanzo delle partite correnti è passato da \$175 a 195 milioni. L'afflusso netto di capitali che, l'anno scorso, è ammontato a \$245 milioni, è stato una volta e mezzo quello del 1962, a causa soprattutto di un incremento di circa \$80 milioni nel credito netto destinato a finanziare la costruzione e l'importazione di navi; l'industria armatoriale è impegnata in un ampio programma di rinnovamento, che comporta la sostituzione dell'attuale flotta con unità di stazza maggiore, sebbene la sua età media sia soltanto di sette anni e mezzo. Nel 1963, il ricorso al credito da parte del governo e delle autorità locali ha superato di \$45 milioni quello del 1962. In questo importo è inclusa l'emissione di prestiti in Svezia, Svizzera e Stati Uniti.

Nel 1963 le partite registrate nella bilancia dei pagamenti della Svezia hanno presentato scarse variazioni. Siccome le esportazioni sono cresciute del 9,5% e le importazioni dell'8,5%, si è verificata una modesta riduzione nel disavanzo commerciale, sceso a \$185 milioni, uno dei più bassi degli anni recenti. Gli introiti netti da trasporti sono rimasti stabili a \$280 milioni, ma le spese nette per altre partite invisibili sono alquanto cresciute, soprattutto quelle per il turismo all'estero. Il disavanzo delle partite correnti è passato pertanto da \$30 a 40 milioni. Le transazioni in conto capitali occupano soltanto un posto di secondaria importanza nella bilancia dei pagamenti della Svezia. La partita errori e omissioni è, tuttavia, generalmente positiva e presenta ampie fluttuazioni. Complessivamente, lo scorso anno, i movimenti di capitali e le operazioni non registrate hanno fruttato soltanto \$20 milioni contro \$110 milioni nel 1962; questa riduzione dipende probabilmente dalle variazioni verificatesi nel credito al commercio.

Svizzera. Nel 1963, per il terzo anno consecutivo, la Svizzera ha accumulato un più cospicuo disavanzo nelle partite correnti, mentre contemporaneamente ha accresciuto le sue riserve, in seguito a un elevato afflusso di capitali. Il disavanzo nelle partite correnti, registrato in questi tre anni, è ammontato a \$930 milioni e l'incremento delle riserve a \$750 milioni.

Il disavanzo nelle partite correnti è passato da \$340 milioni nel 1962 a un importo stimato a \$380 milioni nello scorso anno. Le importazioni sono cresciute dell'8%, cioè più lentamente che nel 1962, mentre le esportazioni hanno registrato un'ulteriore espansione del 9%. Nel 1963, il disavanzo commerciale è stato di \$820 milioni. Gli introiti netti dalle partite invisibili, che erano aumentati nella maggior parte degli anni precedenti, sono stati nel 1963, con un totale di \$440 milioni, lievemente inferiori al livello del 1962. Le rimesse del crescente numero di lavoratori stranieri che, nel 1962, erano ammontate a poco meno di \$300 milioni, lo scorso anno sono state probabilmente ancora più cospicue.

Nel 1963, l'afflusso netto di capitali, calcolato come differenza fra incremento delle riserve e disavanzo delle partite correnti, è ammontato a \$580 milioni contro \$455 milioni nell'anno precedente.

Nel primo trimestre del 1964, vi è stata un'inversione nei movimenti dei capitali a breve in connessione con le operazioni di fine anno delle banche. Nel primo trimestre del 1964, il saldo commerciale si è deteriorato di \$75 milioni rispetto a quello del periodo corrispondente del 1963, dato che le importazioni sono aumentate del 17%, mentre le esportazioni sono cresciute soltanto del 9%.

Stati Uniti. Nel 1963, l'andamento della bilancia dei pagamenti americana è stato dominato dal conto capitali. Nel primo semestre dell'anno, il saldo passivo, rettificato per variazioni stagionali, escluse le transazioni speciali, è stato di \$2,3 miliardi e il deflusso identificato di capitali privati è ammontato a non meno di \$2,7 miliardi. Dopo le misure adottate in luglio (vedasi pagina 23), il saldo passivo, escluse le transazioni speciali, è sceso a \$1 miliardo nel secondo semestre dell'anno e il deflusso di capitali è diminuito a \$1,4 miliardi. Nel primo trimestre del 1964, il saldo passivo è stato soltanto di \$135 milioni.

Nel 1963, le esportazioni sono aumentate di \$1.400 milioni, di cui \$1 miliardo è da attribuire alle esportazioni commerciali e \$400 milioni

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1962	1963	1963				1964
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari, su base rettificata per variazioni stagionali							
Transazioni commerciali							
Esportazioni (f.o.b.)	18.135	19.170	4.420	4.685	4.920	5.165	5.345
Importazioni (f.o.b.)	16.145	16.960	4.015	4.180	4.390	4.375	4.340
Saldo	+ 1.990	+ 2.210	+ 405	+ 485	+ 530	+ 790	+ 1.005
Interessi e dividendi (al netto) ² . .	+ 3.325	+ 3.370	+ 905	+ 805	+ 810	+ 850	n.d.
Servizi e rimesse ³	- 1.205	- 1.390	- 360	- 360	- 330	- 340	n.d.
Saldo commerciale e dei servizi	+ 4.110	+ 4.190	+ 950	+ 930	+ 1.010	+ 1.300	n.d.
Transazioni governative							
Esportazioni	+ 2.345	+ 2.735	+ 590	+ 830	+ 640	+ 675	+ 730
Spese militari, meno introiti . . .	- 2.370	- 2.250	- 570	- 520	- 615	- 545	n.d.
Donazioni e prestiti	- 3.515	- 3.790	- 870	- 1.200	- 785	- 935	n.d.
Totale	- 3.540	- 3.305	- 850	- 890	- 760	- 805	n.d.
Movimenti di capitali privati . .	- 3.120	- 3.690	- 955	- 1.465	- 340	- 930	n.d.
Errori e omissioni	- 1.025	- 495	- 135	+ 120	- 385	- 95	n.d.
Saldo delle operazioni ordinarie	- 3.575	- 3.300	- 990	- 1.305	- 475	- 530	- 135
Partita rettificata per variazioni stagionali	-	-	+ 180	+ 95	- 365	+ 90	+ 245
Transazioni governative speciali ⁴	+ 1.385	+ 1.340	+ 455	+ 170	+ 425	+ 290	+ 95
Saldo complessivo delle transazioni ordinarie e speciali ⁵ . .	- 2.190	- 1.960	- 355	- 1.040	- 415	- 150	+ 205

¹ Sulla base delle transazioni. ² Inclusi interessi percepiti su prestiti governativi. ³ Comprese pensioni governative. ⁴ Inclusive vendite di certificati a medio termine non negoziabili convertibili e non convertibili. ⁵ Corrisponde ad aumento (-) nelle passività liquide e a diminuzione (-) nelle riserve monetarie.

alle esportazioni finanziate dal governo. Siccome le importazioni hanno subito un incremento di \$800 milioni, il saldo commerciale è migliorato di \$200 milioni. Questo miglioramento si è verificato interamente nel quarto trimestre dell'anno (su base rettificata per variazioni stagionali), quando l'avanzo commerciale è ammontato a \$790 milioni contro \$290 milioni nel periodo corrispondente del 1962 e \$400 milioni nel primo trimestre del 1963. Occorre tuttavia osservare che, lo scorso anno, le esportazioni verso il resto del mondo industrializzato sono cresciute molto rapidamente, mentre le importazioni americane sono aumentate a un livello appena adeguato all'attività economica interna.

Le esportazioni di prodotti agricoli hanno registrato un incremento di \$560 milioni. Le cattive condizioni atmosferiche in vaste regioni dell'Europa e dell'Asia hanno contribuito ad aumentare la domanda di cereali in queste aree. In complesso si può ritenere che il 20-25% dell'incremento delle esportazioni americane di prodotti agricoli sia da attribuire a condizioni temporanee, mentre un ulteriore 25% dell'incremento è dovuto alle esportazioni finanziate dal governo. Le vendite di prodotti non agricoli e di prodotti finiti sono cresciute in seguito all'accelerazione dell'attività economica in Europa, Giappone e Canada. Le esportazioni americane verso l'Europa sono aumentate di \$500 milioni, quelle verso il Giappone di \$300 milioni e quelle verso il Canada di \$200 milioni.

Le importazioni sono cresciute nel secondo e terzo trimestre del 1963, per poi rallentare. Per l'anno nel suo complesso, l'incremento di \$800 milioni è derivato soprattutto da maggiori acquisti di manufatti: autovetture e beni strumentali vi hanno partecipato complessivamente per il 40%.

Interessi e dividendi netti, che erano cresciuti di circa \$500 milioni nel 1961 e nel 1962, lo scorso anno sono aumentati soltanto di \$40 milioni. Le entrate da investimenti privati, che rappresentano il 90% del totale, sono passati da \$3.850 milioni nel 1962 a \$4.065 milioni nel 1963, mentre i pagamenti sono saliti da \$655 a 795 milioni, rispecchiando l'incremento dei saggi d'interesse per i depositi vincolati e i titoli governativi, stabilito nel luglio 1963. I dati parziali sembrano suggerire che i profitti dell'industria petrolifera e mineraria sono aumentati con ritmo costante, ma che quelli dell'industria manifatturiera - alla quale, negli anni recenti, è affluita la maggior parte dei capitali - hanno cessato di espandersi e possono essere diminuiti.

Il miglioramento nel saldo degli scambi commerciali e degli interessi e dividendi è stato parzialmente annullato da un incremento delle spese nette per servizi, sicchè l'avanzo della bilancia commerciale e del conto servizi è stato superiore soltanto di \$80 milioni rispetto a quello del 1962.

Nel 1963, il deflusso di fondi per le transazioni governative ordinarie si è ridotto di \$235 milioni. Le esportazioni finanziate dal governo sono aumentate in misura assai maggiore delle donazioni e dei prestiti complessivamente e si è registrata una modesta contrazione nelle spese militari nette.

Stati Uniti: Movimenti di capitali privati.

Voci	1962	1963	1963			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari, su base rettificata per variazioni stagionali						
Capitali S.U.						
A lungo termine						
Investimenti diretti	- 1.555	- 1.800	- 500	- 500	- 155	- 645
Nuove emissioni estere	- 1.075	- 1.295	- 505	- 520	- 185	- 85
Rimborsi	+ 170	+ 150	+ 30	+ 50	+ 25	+ 45
Transazioni su titoli esteri in essere	- 55	+ 45	- 50	+ 60	+ 55	+ 100
Altri capitali a lungo termine	- 250	- 540	- 10	- 125	- 120	- 285
Totale	- 2.765	- 3.440	- 1.035	- 1.155	- 380	- 870
A breve	- 510	- 640	+ 60	- 530	+ 130	- 300
Totale uscita	- 3.275	- 4.080	- 975	- 1.685	- 250	- 1.170
Capitali esteri						
A lungo termine	+ 270	+ 395	- 10	+ 205	+ 110	+ 80
A breve	- 115	+ 5	- 20	+ 65	+ 25	- 65
Totale entrata	+ 155	+ 390	- 30	+ 270	+ 135	+ 15
Totale uscita netta	- 3.120	- 3.690	- 1.005	- 1.415	- 115	- 1.155

L'espansione delle esportazioni nette di capitali privati aveva avuto inizio nel secondo semestre del 1962. Dal terzo al quarto trimestre di tale anno, il deflusso era passato da \$0,5 a 1,1 miliardi e vi fu un ulteriore notevole incremento, a \$1,7 miliardi, nel secondo trimestre del 1963. Per la prima metà dell'anno, il deflusso totale aveva raggiunto un livello, calcolato su base annuale, di \$5,3 miliardi.

Mentre gli investimenti diretti all'estero e la concessione di crediti a breve hanno contribuito entrambi all'incremento, sono gli impieghi in titoli che hanno attirato particolare attenzione. Nella prima metà del 1963, circa \$1 miliardo sul totale deflusso di capitali privati americani per \$2,7 miliardi è dovuto a nuove emissioni di titoli esteri sul mercato di Nuova York: il Canada vi ha partecipato con il 60, l'Europa occidentale con il 20 e il Giappone con il 10%.

Durante il periodo che va dall'ottobre 1962 al giugno 1963, le nuove emissioni canadesi negli Stati Uniti hanno toccato la media di \$350 milioni per trimestre. Le due emissioni più cospicue sono costituite da titoli emessi dal governo canadese per \$250 milioni, per consolidare le riserve valutarie ufficiali canadesi e da titoli per \$300 milioni emessi dalla "Quebec Hydro-Electric Commission", sebbene il trasferimento di quest'ultimo importo sia stato ripartito su quindici mesi con decorrenza dal primo trimestre del 1963.

La temporanea imposta di conguaglio dei saggi d'interesse proposta al Congresso il 18 luglio 1963, e non ancora approvata, dovrà essere calcolata in modo che il costo per le emissioni negli Stati Uniti aumenti dell'1%. Si prevede che l'imposta verrà prelevata soltanto fino alla fine del 1965 e

non si applicherà a paesi in fase di sviluppo, nonché alle organizzazioni internazionali delle quali gli Stati Uniti fanno parte. E' inoltre previsto che le nuove emissioni canadesi saranno esenti dalla nuova imposta.

In seguito alle proposte del Presidente, nel secondo semestre del 1963, le emissioni nette estere si sono ridotte a \$200 milioni. Le operazioni su titoli già emessi (che saranno pure soggette all'imposta), mentre hanno rappresentato acquisti netti americani per \$110 milioni nella prima metà del 1963, hanno registrato vendite nette per \$155 milioni nel secondo semestre dell'anno. Quest'ultima variazione ha probabilmente rispecchiato anche la crescente attrazione del mercato azionario americano. Complessivamente, quindi, nel luglio-dicembre 1963, gli investimenti americani in titoli all'estero sono ammontati soltanto a \$45 milioni.

Gli investimenti diretti, che erano ammontati a \$500 milioni tanto nel primo che nel secondo trimestre del 1963, sono diminuiti sensibilmente nel terzo, per poi salire di nuovo notevolmente nel quarto trimestre. Nel 1963, l'aumento globale ha corrisposto ai piani di spesa per impianti e attrezzature che le imprese americane avevano reso pubblici all'inizio dell'anno. Sembra quindi improbabile che si sia verificato uno spostamento dagli investimenti in titoli a quelli diretti.

Nel 1963, i crediti bancari concessi a non residenti hanno raggiunto il livello di \$1.280 milioni, ossia hanno superato approssimativamente di \$900 milioni quello dell'anno precedente. Circa \$580 milioni erano costituiti da prestiti a medio termine. L'incremento ha avuto inizio nel secondo trimestre (prima che venisse proposta l'istituzione dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse), ma si è accelerato nel secondo semestre dell'anno. Si ritiene che, dal primo al secondo semestre del 1963, il credito complessivamente accordato a non residenti sia passato da \$500 a 780 milioni. Può darsi perciò che, in questo periodo, una parte dei crediti concessi all'estero si sia spostata dal mercato dei capitali alle banche. Inoltre, la variazione sfavorevole di circa \$500 milioni nel saldo delle operazioni non identificate, registrata dal secondo al terzo trimestre dell'anno, può pure dipendere dalla virtuale cessazione delle emissioni estere sul mercato di Nuova York.

Più di metà dell'incremento del credito bancario all'estero è stata compensata da minori prestiti concessi da imprese non finanziarie. In complesso, nel 1963, il deflusso netto di capitali privati a lungo e a breve termine è ammontato a oltre \$4 miliardi e ha superato di \$800 milioni il livello dell'anno precedente.

Nel 1963, l'afflusso netto di capitali esteri negli Stati Uniti per investimenti (esclusi quelli in attività liquide) si è aggirato su \$400 milioni contro \$150 milioni nell'anno precedente ed è stato soprattutto la conseguenza della tendenza ascendente del mercato azionario americano.

Nel 1963, il disavanzo globale delle transazioni ordinarie della bilancia dei pagamenti americana è stato inferiore soltanto di \$300 milioni a quello del 1962. Dato che il volume delle transazioni governative speciali, comprese

le vendite di titoli convertibili non negoziabili, è stato quasi altrettanto ampio che nel 1962, la rimanenza del disavanzo, che occorre finanziare con prelievi dalle attività incluse nelle riserve e da incrementi delle ordinarie passività liquide, è stata all'incirca inferiore di \$200 milioni a quella del 1962.

Nel primo trimestre del 1964, le transazioni ordinarie, su base rettificata per variazioni stagionali, hanno registrato un modesto disavanzo di \$135 milioni. Le esportazioni di merci sono aumentate di circa \$180 milioni, in parte come conseguenza delle spedizioni di cereali all'URSS. Le operazioni su titoli hanno di nuovo conseguito un modesto avanzo, mentre i crediti bancari a non residenti, per l'importo di \$700 milioni, sono rimasti stazionari rispetto al precedente trimestre. Altre voci hanno realizzato miglioramenti, complessivamente, di circa \$200 milioni. Questo aumento è stato parzialmente il risultato di afflussi temporanei di capitali, il cui movimento si è invertito in aprile.

Canada. In seguito alla rapida espansione delle esportazioni verificatesi nel 1963, il disavanzo delle partite correnti è passato da \$780 milioni nel 1962 a \$480 milioni lo scorso anno. Siccome, in pari tempo, l'afflusso netto di capitali è diminuito di \$310 milioni, in entrambi gli anni la bilancia dei pagamenti ha conseguito un saldo attivo di circa \$140 milioni.

Canada: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1962	1963	1963			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S. U.						
Transazioni commerciali (f.o.b.)						
Esportazioni	5.885	6.535	1.370	1.640	1.665	1.860
Importazioni	5.740	6.085	1.305	1.575	1.530	1.675
Saldo	+ 145	+ 450	+ 65	+ 65	+ 135	+ 185
Servizi						
Interessi e dividendi	- 525	- 570	- 145	- 125	- 125	- 175
Turismo	- 45	+ 15	- 60	- 25	+ 105	- 5
Altri servizi	- 355	- 375	- 80	- 90	- 100	- 105
Totale	- 925	- 930	- 285	- 240	- 120	- 285
Saldo delle partite correnti	- 780	- 480	- 220	- 175	+ 15	- 100
Conto capitali a lungo termine						
Nuove emissioni di titoli canadesi	+ 665	+ 890	+ 360	+ 360	+ 100	+ 50
Altre operazioni su titoli	- 410	- 405	- 80	- 155	- 65	- 105
Investimenti diretti	+ 395	+ 120	+ 45	+ 15	+ 30	+ 30
Altri capitali	- 30	- 65	± 0	- 35	- 35	+ 5
Totale	+ 620	+ 540	+ 345	+ 185	+ 30	- 20
Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine	- 160	+ 60	+ 125	+ 10	+ 45	- 120
Conto capitali a breve	+ 305	+ 75	- 65	+ 90	- 100	+ 150
Saldo complessivo (=variazioni nelle partite monetarie)	+ 145	+ 135	+ 60	+ 100	- 55	+ 30

Le esportazioni, su base rettificata per scopi connessi alla bilancia dei pagamenti, sono cresciute di \$650 milioni, ossia dell'11%; di questo importo, circa \$200 milioni sono costituiti da vendite di grano all'URSS e ad alcuni paesi dell'Europa orientale. Le esportazioni più ampie di manufatti, nonché di prodotti base, vi hanno partecipato con i rimanenti \$450 milioni.

Le importazioni hanno subito un'espansione di \$345 milioni. Esse sono cresciute meno che in precedenti periodi di progresso economico, dato che le merci importate sono state sostituite, in ampia misura, con prodotti canadesi, movimento che è stato agevolato dalla svalutazione canadese e dalle misure adottate in questo settore, quali gli oneri supplementari sulle importazioni, che erano ancora in vigore nei primi mesi del 1963.

L'afflusso netto di capitali a lungo termine, che si era inaridito nella prima metà del 1962, ha ripreso alla metà dell'anno, dopo la messa in esecuzione del programma di stabilizzazione. Esso è ammontato a \$645 milioni nel secondo semestre del 1962 e a \$530 milioni nella prima metà del 1963. Le misure fiscali annunciate nel luglio 1963, negli Stati Uniti, hanno praticamente arrestato l'afflusso di fondi, soprattutto di quelli connessi con operazioni su titoli.

Nel conto capitali a breve, l'afflusso netto di \$305 milioni nel 1962 è sceso a \$75 milioni nello scorso anno, rispecchiando, fra l'altro, una riduzione dello scarto favorevole al Canada nei rendimenti dei buoni del Tesoro.

Giappone. Negli ultimi tre anni, la bilancia dei pagamenti ha subito fortissime fluttuazioni, dato che il cospicuo disavanzo nelle partite correnti registrato nel 1961 è stato sostituito da un modesto avanzo nel 1962, ed è poi tornato di nuovo a un notevole disavanzo lo scorso anno.

Giappone: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1962	1963
	milioni di dollari S.U.	
Transazioni commerciali (f.o.b.)		
Importazioni	4.545	5.565
Esportazioni	4.785	5.360
Saldo	+ 240	- 205
Servizi		
Noli	- 215	- 240
Tasse, diritti, interessi e dividendi	- 230	- 290
Altri servizi	- 125	- 180
Totale	- 570	- 710
Spese militari estere in Giappone	+ 365	+ 345
Saldo delle partite correnti	+ 35	- 570
Conto capitali a lungo termine	+ 260	+ 470
Saldo delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine	+ 295	- 100
Conto capitali a breve	+ 170	+ 185
Errori e omissioni	- 110	- 45
Totale complessivo (=variazioni nelle partite monetarie)	+ 355	+ 40

Dall'inizio del 1963, quando l'economia è entrata in una fase di espansione più rapida, le importazioni hanno subito un incremento di oltre \$1 miliardo, ossia del 22%; questo movimento è il risultato soprattutto di più cospicui acquisti di materie prime. Il saggio di accrescimento delle esportazioni che, nel 1962, era ammontato al 20%, si è ridotto al 12%, aliquota che corrisponde a un aumento di \$575 milioni. Il saldo commerciale è conseguentemente passato da un avanzo di \$240 milioni a un disavanzo di approssimativamente lo stesso ordine di grandezza.

La bilancia dei servizi è strutturalmente in disavanzo in tutte le sue principali partite e il movimento a lungo termine presenta disavanzi crescenti. Le spese estere di natura militare effettuate in Giappone tendono, d'altra parte, a diminuire, sicchè il disavanzo nelle partite invisibili aumenta. Lo scorso anno è quasi raddoppiato.

Il credito netto a lungo termine ricevuto ha registrato un sensibile incremento nel 1963, essendo ammontato a \$470 milioni. Nei primi mesi del 1964, esso ha continuato ad aumentare, in seguito all'emissione di un prestito per DM 100 milioni sul mercato tedesco e per fr.sv. 50 milioni sul mercato svizzero.

Politica commerciale.

Il 1° luglio 1963, le tariffe doganali all'interno della Comunità economica europea sono state ribassate di un ulteriore 10%, portando così la riduzione globale al 40% del livello iniziale. In pari tempo, è stato compiuto il secondo passo verso l'istituzione della tariffa esterna comune. In base al programma d'azione formulato dalla Commissione nell'ottobre 1962, le tariffe doganali fra i "Sei" dovrebbero essere abolite completamente per la fine del 1966, quando dovrebbe entrare in vigore anche la tariffa esterna comune. Come parte della politica agricola comunitaria, il Consiglio dei ministri ha adottato, nel dicembre 1963, norme per regolare i mercati dei latticini, carne di bue e riso.

Per quanto riguarda le relazioni della Comunità con il resto del mondo, nel luglio 1963 è stata firmata una convenzione quinquennale di associazione con diciotto stati africani, che prevede un'assistenza finanziaria per \$730 milioni. La convenzione è entrata in vigore il 1° giugno 1964. Nel settembre 1963, la Comunità ha sottoscritto un trattato di associazione con la Turchia, analogo all'accordo precedentemente concluso con la Grecia.

Le riduzioni tariffarie fra i paesi EFTA hanno continuato a tenere il passo con quelle introdotte all'interno della CEE. Nel maggio 1963, il Consiglio dei Ministri dei paesi EFTA ha deciso che tutti i dazi dovranno essere eliminati per la fine del 1966, e, il 31 dicembre 1963, una riduzione del 10% ha portato la riduzione globale delle tariffe al 40% del livello iniziale.

Il 4 maggio 1964 hanno avuto inizio a Ginevra i negoziati tariffari nel quadro del GATT, al quale aderiscono sessantadue parti contraenti e

di cui fanno provvisoriamente parte sei paesi. I negoziati mirano a conseguire una diminuzione tariffaria lineare del 50% sui prodotti industriali, a ridurre le barriere non tariffarie che ostacolano gli scambi e a rendere più agevoli gli scambi dei prodotti agricoli.

La Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e sullo sviluppo, che si è aperta a Ginevra il 23 marzo 1964 e alla quale partecipano circa 120 paesi, è soprattutto interessata a trovare le modalità e i mezzi finanziari per aiutare i paesi in fase di sviluppo ad accelerare la loro espansione economica.

IV. ORO, RISERVE MONETARIE E TASSI DI CAMBIO.

Dalla fine del 1962, le riserve auree ufficiali e gli averi ufficiali e privati in valute estere hanno registrato ulteriori e cospicui incrementi. Soprattutto a causa di una più abbondante offerta, nel 1963 le riserve auree ufficiali sono cresciute di \$0,8 miliardi, raggiungendo il livello di \$42,3 miliardi, e l'aumento è continuato nel 1964. Gli averi dei vari paesi in dollari a breve e in sterline sono saliti rispettivamente di \$1,4 e 0,7 miliardi toccando alla fine dell'anno i totali rispettivi di \$21,3 e 11,3 miliardi. Nel 1963 vi è stato, inoltre, un aumento di \$0,7 miliardi nei certificati speciali, quasi liquidi, emessi dal governo americano e detenuti da paesi esteri.

Nel 1963 e all'inizio del 1964, l'andamento delle bilance dei pagamenti ha provocato notevoli variazioni nella fisionomia dei movimenti nelle riserve ufficiali. Negli Stati Uniti, tutte le componenti delle riserve hanno tratto vantaggio dalla riduzione nel saldo passivo della bilancia dei pagamenti. La contrazione della riserva aurea è rallentata e la perdita per i sette mesi fino al marzo 1964 è ammontata soltanto a \$83 milioni; durante lo stesso periodo, gli averi ufficiali degli Stati Uniti in valute convertibili sono cresciuti di \$348 milioni, mentre le passività a breve termine verso non residenti, dichiarate dalle banche americane, hanno presentato scarso progresso dal terzo trimestre del 1963.

I paesi in fase di sviluppo hanno considerevolmente migliorato le loro riserve dalla fine del 1962. In particolare, nel 1963, i saldi in dollari a breve dell'America latina e dell'Asia (escluso il Giappone) sono aumentati di poco meno di \$1 miliardo.

Nel 1963, le riserve monetarie dell'Europa sono cresciute di altri \$2 miliardi, mentre sono diminuite di \$0,6 miliardi nei primi tre mesi del 1964. Entrambi i movimenti sono stati accompagnati da variazioni di segno opposto e dello stesso ordine generale di grandezza nelle posizioni valutarie delle banche commerciali europee. Lo stesso fenomeno si era verificato nel 1962, ma in tale anno l'Europa aveva anche migliorato la sua posizione netta nel FMI di \$850 milioni.

A causa della maggiore offerta di metallo e delle operazioni del Consorzio dell'oro, i prezzi dell'oro non hanno fluttuato più di cents 3 o 4 sopra o sotto la quotazione di \$35,08 per oncia di fino. Durante il periodo sotto rassegna non si sono verificate notevoli perturbazioni sui mercati dei cambi. Il DM ha dimostrato una considerevole sostenutezza, mentre la lira e, in misura minore, la sterlina si sono indebolite.

Durante il 1963, il credito netto concesso dal FMI è stato modesto, ma, nei primi cinque mesi del 1964, l'Italia ha prelevato \$225 milioni e gli Stati Uniti per due volte \$125 milioni. Lo scopo di queste ultime operazioni è stato quello di mettere a disposizione di altri paesi membri del Fondo le

risorse necessarie per rimborsare prelievi effettuati precedentemente e di evitare così che le riserve auree degli Stati Uniti venissero sottoposte, direttamente o indirettamente, a pressione. Nell'aprile 1964, il Giappone ha accettato gli impegni previsti dall'Articolo VIII dell'Accordo per il Fondo e lo yen è stato reso convertibile nelle operazioni correnti con altri paesi.

Produzione aurifera e situazione sui mercati dell'oro.

Dalla fine del 1962, questo settore ha presentato due caratteristiche principali: un migliore equilibrio fra l'offerta e la domanda di oro, considerando il periodo nel suo complesso, e prezzi assai stabili sul mercato dell'oro in barre, nonostante le notevoli fluttuazioni registrate nell'offerta di metallo.

La dimostrazione più palese di questo migliore equilibrio è data dal fatto che, nel 1963, le autorità monetarie hanno potuto aumentare le loro riserve ufficiali di oro di un importo valutato a \$845 milioni, ciò che costituisce il livello più elevato raggiunto dalla guerra e supera di circa \$500 milioni l'ammontare di oro da esse acquistato nel 1962. Questo mutamento nella situazione è stato provocato da due cause. La più importante di esse trae la sua origine dall'incremento del 25% nell'offerta di oro, soprattutto da parte dell'URSS, sicchè il totale è salito a \$1,9 miliardi; vi è stata inoltre una contrazione nella domanda privata rispetto ai livelli elevatissimi del 1962. Nel 1963, approssimativamente il 55% della nuova produzione e delle vendite russe di oro è andato a soddisfare la domanda privata; l'anno precedente, quando l'oro di nuova produzione ammontò a \$1,5 miliardi, tale aliquota aveva superato il 75%. D'altra parte, da questo punto di vista, la situazione nel 1963 è stata meno soddisfacente di quella, per esempio, nel 1959, quando la domanda privata assorbì poco più del 45% dell'oro di nuova produzione stimata a poco meno di \$1,4 miliardi.

L'oro offerto sul mercato ha oscillato assai sensibilmente, fra un importo di circa \$300 milioni nel secondo trimestre del 1963 e uno più che doppio rispetto a questo nell'ultimo trimestre dell'anno. Tale fenomeno è dovuto, in ampia misura, all'entità e alle modalità delle vendite russe. Ciò nonostante, dalla fine del 1962, la gamma di fluttuazioni nel prezzo del metallo sul mercato di Londra, al momento della "determinazione", non ha oscillato più di cents 3 o 4 sopra o sotto la quotazione di \$35,08: cioè ha presentato il massimo grado di stabilità dalla riapertura del mercato di Londra avvenuta nel marzo 1954, e costituisce un risultato che va attribuito alle operazioni del Consorzio dell'oro. Questa stabilità del mercato a pronti, congiuntamente alle operazioni a termine su oro, effettuate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, ha indubbiamente creato condizioni favorevoli per negoziare le quantità assai considerevoli di metallo che sono state offerte in vendita dall'agosto 1963.

Nel 1963, la produzione aurifera mondiale (esclusa quella dell'URSS, dei paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) ha conti-

Produzione mondiale di oro.

Paesi produttori	1929	1940	1946	1953	1960	1961	1962	1963
	peso, in migliaia di onces di fino							
Sud Africa	10.412	14.046	11.927	11.941	21.383	22.942	25.492	27.432
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	4.629	4.474	4.158	3.972
Stati Uniti	2.059	4.970	1.575	1.958	1.667	1.549	1.535	1.440
Australia	427	1.644	824	1.075	1.087	1.076	1.073	1.020
Ghana	208	886	586	731	893	834	888	921
Rhodesia del Sud	561	828	545	501	563	570	555	566
Giappone	395	867	40	258	336	379	421	433
Filippine	163	1.121	1	481	411	424	423	377
Colombia	137	632	437	437	434	401	397	326
Messico	655	883	421	483	300	269	234	237
Totale	16.895	31.108	19.205	21.921	31.703	32.917	35.176	36.724
Altri paesi ¹	1.715	5.892	2.495	2.179	1.897	1.783	1.724	1.876
Produzione mondiale (stima)¹	18.600	37.000	21.700	24.100	33.600	34.700	36.900	38.600
Stima della produzione totale mondiale, a \$35 per oncia di fino	milioni di dollari S.U.							
	650 ²	1.295	760	845	1.175	1.215	1.290	1.350

¹ Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord. ² Al prezzo ufficiale allora in vigore di \$20,67 per oncia di fino, il valore della produzione aurifera mondiale ammontava a \$382 milioni.

nuato a espandersi e si ritiene che, per l'anno nel suo complesso, sia ammontata a 38,6 milioni di onces, cioè a \$1.350 milioni sulla base della parità ufficiale del dollaro. Rispetto al 1962, l'aumento è stato di 1,7 milioni di onces; questo risultato è inferiore all'incremento della produzione sudafricana, avendo quella degli altri paesi di nuovo subito una modesta riduzione.

Il 1963 è stato un altro anno favorevole per le miniere aurifere del Sud Africa, la cui produzione è cresciuta di un ulteriore 7,5% raggiungendo così il livello di 27,4 milioni di onces, che corrisponde a un importo di quasi \$1 miliardo. Le forze lavorative indigene impiegate nell'industria aurifera hanno subito un'ulteriore diminuzione di 11.000 unità, passando a 381.000 unità, e la quantità di minerale lavorato ha superato del 3,5% quella del 1962, sicché il rendimento di oro per tonnellata trattata è cresciuto del 4,5%, ossia è passato da \$11,5 a \$12. Dato che la media dei costi è stata superiore soltanto del 3%, gli utili dell'industria, al lordo dell'imposizione, hanno superato di quasi il 6% quelli del 1962.

Nel 1963, la produzione delle miniere nel vecchio Witwatersrand si è di nuovo ridotta, scendendo al 24% del totale contro l'83% nel 1952. Nel bilancio statale del Sud Africa per il 1964-65 sono inserite proposte destinate a prolungare la vita delle miniere marginali. Esse riceveranno prestiti per le perdite d'esercizio fino al 10% delle entrate e per eseguire spese autorizzate in conto capitali. In aggiunta, il governo continua ad assistere alcune miniere minacciate da una chiusura anticipata a causa dell'elevato costo provocato dalla necessità di effettuare il drenaggio dell'acqua che affluisce dalle miniere adiacenti già chiuse. Oltre ad aiutare le miniere

marginali in questo modo, nel 1963 il governo ha concesso sgravi fiscali all'industria, allo scopo di stimolare l'esplorazione di miniere nuove e lo sviluppo delle miniere che lavorano in profondità.

Mentre l'aumento nell'importo globale di oro di nuova produzione è stato dello stesso ordine di grandezza di quello registrato in altri anni recenti, il volume delle vendite russe è stato assai più elevato. Le offerte si sono concentrate negli ultimi quattro mesi dell'anno, quando l'URSS ha dovuto finanziare notevoli importazioni di grano e si può stimare che, per il 1963 nel suo complesso, esse siano ammontate ad un importo pari a circa \$550 milioni. A metà marzo 1964, dopo un intervallo di tre mesi, le vendite russe di oro sono state riprese e, alla fine di aprile, le cessioni avevano già sensibilmente superato la media annuale del periodo 1959-62.

Fonti e uso dell'oro (stime).

Voci	1959	1960	1961	1962	1963
	milioni di dollari S.U.				
Produzione di oro ¹	1.125	1.175	1.215	1.290	1.350
Vendite dell'URSS	300	200	300	200	550
Totale	1.425	1.375	1.515	1.490	1.900
Aumento nelle riserve auree ufficiali ¹	750	310	600	335	845
Altri usi ²	675	1.065	915	1.155	1.055

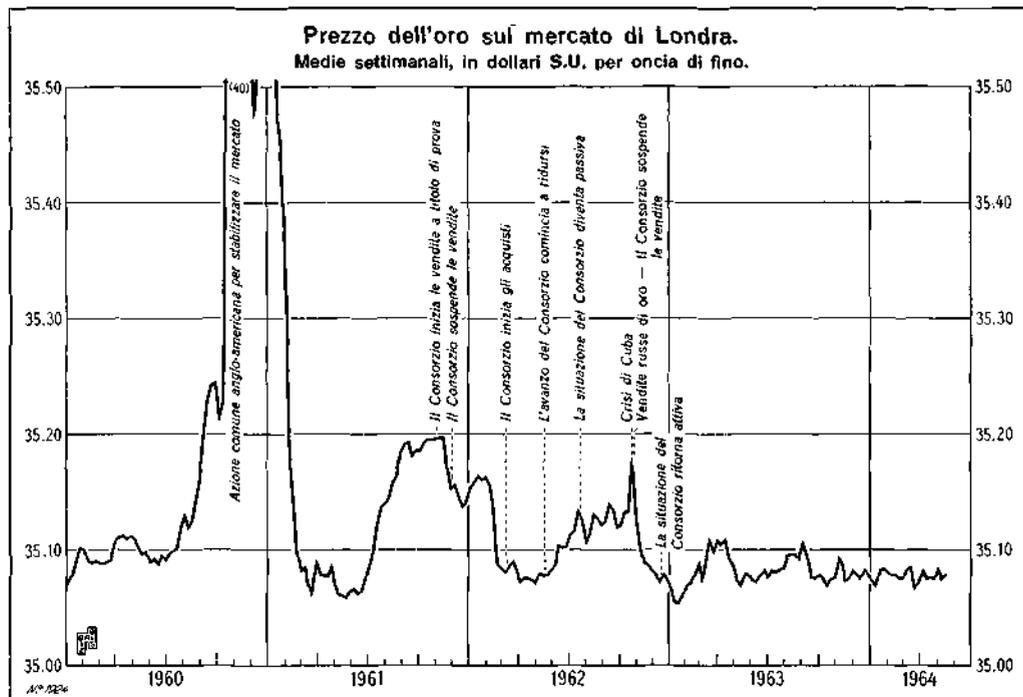
¹ Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord. ² Residui.

In concomitanza con la cospicua espansione delle offerte di oro è stata registrata una lieve contrazione nella domanda privata di metallo, che è scesa a circa \$1 miliardo. Si può presumere con certezza che l'oro impiegato per usi industriali abbia continuato ad aumentare. Sembra pertanto che, dal 1962 al 1963, la riduzione nella domanda di oro destinato al tesoreggiamento sia stata superiore alla contrazione nella domanda globale di oro per usi non monetari, che è stata valutata a \$100 milioni.

Un paese che assorbe importanti quantità di oro per usi non monetari è l'India. Nel gennaio 1963, le autorità indiane hanno introdotto norme per il controllo sull'oro, per tentare di ridurre gli acquisti di metallo. Il possesso di oro non dichiarato e non destinato a uso ornamentale, tranne piccolissime quantità, è stato reso illegale; le attività degli operatori su oro sono state sottoposte a una stretta vigilanza ufficiale; e, ad eccezione del rifacimento di monili già posseduti, nessun nuovo gioiello potrà avere un contenuto in oro superiore a 14 carati. In un primo momento, queste misure hanno prodotto un notevole effetto sulla quantità di oro che si avviava verso l'India, ma sembra che, prima della fine dell'anno, gli acquisti di oro fossero già risaliti al livello raggiunto prima dell'istituzione dei controlli.

Volgendoci a esaminare l'andamento dei prezzi sul mercato dell'oro di Londra, nel grafico si possono rilevare le loro fluttuazioni assai modeste rispetto ad altre annate recenti. L'anno 1963 è cominciato con quotazioni aggirantesi su \$35,06 ½ e, il 10 gennaio, in seguito alle vendite russe e alle misure adottate dall'India, più sopra menzionate, esse sono scese a \$35,05,

il prezzo più basso raggiunto sul mercato, al momento della "determinazione". Poco dopo, il mercato ha assunto un tono più fermo e questa tendenza si è protratta, salvo alcune interruzioni di secondaria importanza, fino a quando, l'11 aprile, poco prima di Pasqua, il prezzo al momento della "determinazione" ha raggiunto quasi il livello di \$35,12, massimo dell'anno. Le vendite russe si erano praticamente ridotte a zero; il Sud Africa che, nel dicembre 1962 e nel gennaio 1963, aveva ceduto oro per \$23 milioni prelevato dalle sue riserve (cioè, in aggiunta alla produzione corrente), nel febbraio-maggio 1963 ha venduto oro per un ulteriore ammontare di \$105 milioni; i primi effetti delle misure prese dall'India stavano, intanto, dissolvendosi. Oltre a questi fattori, vi fu un aumento nella domanda speculativa di oro, proprio prima della chiusura del mercato per le feste pasquali. Questa tendenza si è invertita immediatamente dopo le festività. Alla fine di aprile, le quotazioni erano scese al disotto di \$35,08; nei due o tre mesi successivi sono rimaste pressochè a questo livello.



Alla fine di luglio, subito dopo l'annuncio che sarebbero state introdotte misure per contenere l'uscita di capitali dagli Stati Uniti, le quotazioni sono salite a circa \$35,10 e la domanda privata è rimasta vivace nei mesi immediatamente successivi. Questa tendenza è stata tuttavia annullata dall'effetto delle massicce vendite russe di oro, sicchè da oltre \$35,11, livello toccato alla fine di agosto 1963, le quotazioni sono scese un mese dopo a meno di \$35,07.

I prezzi dell'oro non hanno subito praticamente alcuna ripercussione nè per l'assassinio del Presidente Kennedy, nè per la cessazione delle vendite

russe, avvenuta a metà dicembre. Nonostante un lieve aumento della domanda privata proveniente dall'Italia e dalla Grecia, le quotazioni hanno continuato ad aggirarsi generalmente su \$35,08, finchè sono scese di nuovo a \$35,06 verso la fine di marzo 1964, in seguito alla ripresa delle vendite di oro da parte dell'URSS.

Riserve auree e averi in valute.

La tabella che segue riporta il totale lordo degli averi in oro, dollari a breve e sterline detenuti da paesi e istituzioni internazionali alla fine del

Liquidità internazionale, 1962-63.

Detentori	Anni e fine d'anno	Oro	Dollari S.U. a breve	Sterline	Altre valute	Totale	Posizione netta FMI	Totale generale	Partita d'ordine ²
		miliardi di dollari S.U.							
Stati Uniti	1962, variazione	- 0,9			- 0,0	- 0,9	- 0,6	- 1,5	
	1963, variazione	- 0,5			+ 0,1	- 0,3	- 0,0	- 0,4	
	Fine 1963, totale	15,6			0,2	15,8	0,2	16,0	
Regno Unito	1962, variazione	+ 0,3	- 0,6			- 0,3	+ 1,1	+ 0,8	
	1963, variazione	- 0,1	- 0,1			- 0,2	- 0,0	- 0,2	
	Fine 1963, totale	2,5	1,5			4,0	0,5	4,5	
Paesi continentali dell'Europa occidentale	1962, variazione	+ 0,9	+ 0,5	- 0,1		+ 1,2	- 0,2	+ 1,0	
	1963, variazione	+ 1,0	+ 0,7	- 0,0		+ 1,7	+ 0,1	+ 1,8	+ 0,6
	Fine 1963, totale	17,2	9,3	1,8		28,2	1,7	30,0	0,6
Totale	1962, variazione	+ 0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,0	- 0,0	+ 0,2	+ 0,2	
	1963, variazione	+ 0,5	+ 0,6	- 0,0	+ 0,1	+ 1,2	+ 0,0	+ 1,2	
	Fine 1963, totale	35,3	10,8	1,8	0,2	48,0	2,4	50,5	
Altri paesi	1962, variazione	- 0,1	+ 1,3	+ 0,0	+ 0,0	+ 1,2	- 0,2	+ 1,0	
	1963, variazione	+ 0,3	+ 0,8	+ 0,7	+ 0,0 ¹	+ 1,8	+ 0,0	+ 1,8	+ 0,1
	Fine 1963, totale	4,7	10,5	9,5	0,5 ²	25,3	- 0,3	24,9	0,1
Tutti i paesi	1962, variazione	+ 0,2	+ 1,1	- 0,1	+ 0,0	+ 1,2	+ 0,1	+ 1,3	
	1963, variazione	+ 0,7	+ 1,4	+ 0,7	+ 0,1	+ 3,0	+ 0,1	+ 3,0	+ 0,7
	Fine 1963, totale	40,0	21,3	11,3	0,7	73,3	2,1	75,4	0,7
Istituzioni internazionali	1962, variazione	+ 0,1	+ 1,4	- 1,0		+ 0,5		+ 0,5	
	1963, variazione	+ 0,1	- 0,5	+ 0,1		- 0,3		- 0,3	
	Fine 1963, totale	2,3	4,6	1,8		8,7		8,7	
Totale generale	1962, variazione	+ 0,3	+ 2,5	- 1,1	+ 0,0	+ 1,7	+ 0,1	+ 1,8	
	1963, variazione	+ 0,8	+ 0,9	+ 0,8	+ 0,1	+ 2,7	+ 0,1	+ 2,7	+ 0,7
	Fine 1963, totale	42,3	25,9	13,0	0,7	82,0	2,1	84,1	0,7
Totale generale, averi ufficiali	1962, variazione	+ 0,3	+ 2,4 ³	- 1,3	+ 0,0	+ 1,5	+ 1,0	+ 1,5	
	1963, variazione	+ 0,8	- 0,0 ³	+ 0,4	+ 0,1	+ 1,3	+ 0,1	+ 1,4	+ 0,7
	Fine 1963, totale	42,3	17,1 ³	8,3	0,7	68,4	2,1	70,5	0,7

¹ Titoli convertibili non negoziabili a medio termine del governo S.U. ² Stime.
³ Dati riportati da banche negli Stati Uniti. Poiché alcuni saldi ufficiali esteri in dollari sono detenuti presso banche commerciali fuori degli Stati Uniti, essi sono riportati come appartenenti a tali banche. Il totale dei saldi ufficiali esteri in dollari alla fine del 1963 è, pertanto, sicuramente inferiore all'importo effettivo; questo fatto influisce quindi anche sulle variazioni del 1962 e del 1963.

Nota: I dati relativi ai saldi in dollari a breve sono ricavati dal "Federal Reserve Bulletin". Quelli concernenti i saldi in sterline s'intendono al netto per il 1962 e al lordo per il 1963. I saldi in sterline dell'America settentrionale sono inclusi nella voce "Altri paesi", non essendo stato possibile separare gli Stati Uniti dal resto dell'America settentrionale. Sotto la voce "Altre valute" sono riportati gli averi ufficiali S.U. in valute convertibili (compresi i saldi in sterline) e gli averi ufficiali in franchi dell'area del franco francese; questi ultimi vi figurano per l'importo dichiarato dal Fondo monetario internazionale. La somma dei dati parziali può non corrispondere ai totali a causa dell'arrotondamento.

1963 (congiuntamente alle variazioni verificatesi nel 1962 e nel 1963). Vi figurano anche gli averi ufficiali americani in valute convertibili e i saldi ufficiali in franchi dell'area del franco francese. Calcolati con questo sistema che è, come è noto, approssimativo, gli averi lordi dei paesi in attività liquide internazionali hanno registrato, nel 1963, un incremento oltremodo cospicuo di \$3 miliardi. Circa metà dell'aumento era costituito da attività in dollari, mentre la rimanenza era ripartita, in misura quasi uguale, fra oro e attività in sterline. Per converso, alla fine del 1963, gli averi delle istituzioni internazionali erano lievemente inferiori a quelli dell'anno precedente.

Riserve auree. Siccome, nel 1963, l'aumento delle riserve auree ufficiali dichiarate è stato stimato a \$845 milioni, alla fine dell'anno esse hanno raggiunto il totale di \$42,3 miliardi. Considerando il 1963 nel suo complesso, i dati relativi all'oro presentano un andamento ben conosciuto: l'assorbimento, da parte dell'Europa, dell'eccedenza dell'oro di nuova produzione più l'oro proveniente dalle riserve ufficiali americane. Tuttavia, durante gli ultimi quattro mesi dell'anno, gli Stati Uniti hanno potuto coprire quasi tutte le proprie vendite nette di oro ad altri paesi con la loro "quota" di acquisti effettuati sul mercato e lo stesso vale praticamente per il primo trimestre del 1964. Dalla fine di settembre 1963 alla fine di marzo 1964, le riserve auree americane sono diminuite soltanto di \$84 milioni, mentre nell'aprile sono cresciute di \$178 milioni.

La perdita di oro delle riserve americane che, nel 1963, è stata di \$461 milioni, risulta la meno cospicua dal 1958. Ciò è derivato da tre movimenti principali e cioè, vendite nette per \$729 milioni ai paesi continentali dell'Europa occidentale; acquisti per \$329 milioni dal Regno Unito, corrispondenti approssimativamente, per la loro entità, all'aliquota degli Stati Uniti nell'avanzo del Consorzio dell'oro; e vendite nette a consumatori nazionali per \$69 milioni. Negli anni recenti, quest'ultimo importo ha continuato a crescere; nel 1958, per esempio, il Tesoro americano aveva potuto acquistare complessivamente oro di produzione nazionale per \$19 milioni.

Nel 1963, le riserve auree ufficiali dei paesi europei sono cresciute di \$1.151 milioni. Gli averi dei paesi continentali (esclusi quelli della BRI e del Fondo europeo) sono aumentati di \$1.249 milioni, mentre le riserve del Regno Unito sono diminuite di \$98 milioni. La posizione in oro a pronti della BRI si è ridotta di \$229 milioni, scendendo a un importo negativo netto di \$279 milioni.

Come è già stato menzionato, il Continente ha acquistato oro per \$729 milioni dal Tesoro americano; a questo importo la Francia ha partecipato con \$518 milioni, la Spagna con \$130 milioni e l'Austria con \$82 milioni. La rimanenza di \$520 milioni è costituita dalla quota, spettante al Continente, sull'avanzo conseguito dal Consorzio dell'oro, da vendite britanniche di metallo e da impegni di riporto contro oro, conclusi fra la BRI e la Banca nazionale svizzera, che hanno portato le riserve auree di quest'ultima a un livello superiore di \$153 milioni a quello di fine 1962. Per quanto riguarda gli altri paesi europei, nel 1963 le riserve auree della Germania

hanno registrato un incremento di \$165 milioni e quelle dell'Italia di \$100 milioni.

Alla fine del 1963, la posizione in oro a pronti negativa della BRI era naturalmente coperta da attività in oro a termine. Una buona parte di queste era rappresentata da oro dovuto in base a impegni di riporto con la Banca nazionale svizzera. Vi erano inoltre in essere alcuni contratti russi. Durante il primo trimestre del 1964 si è verificata un'inversione di \$302 milioni nella posizione dell'oro a pronti della BRI, sicchè all'importo negativo si è sostituito un importo positivo di \$23 milioni, mentre le riserve auree della Svizzera si sono ridotte di \$278 milioni. In complesso, durante questi tre mesi, le riserve auree dei paesi continentali si sono deteriorate di circa \$200 milioni.

Nel 1963, gli altri paesi riportati nella tabella hanno aumentato le loro riserve auree di \$275 milioni. La maggior parte di questo importo può essere attribuito al Sud Africa e al Canada, i due principali paesi produttori di oro del mondo occidentale, alle cui riserve sono affluiti, rispettivamente, \$131 e 109 milioni. Complessivamente, le riserve auree ufficiali dichiarate dei paesi, più quelle della BRI e del Fondo europeo, hanno accresciuto la loro consistenza di \$727 milioni, mentre, nel 1962, l'incremento era stato soltanto di \$218 milioni. Le riserve auree del FMI sono cresciute di \$117 milioni, ossia quasi nella stessa misura dell'anno precedente.

Averi in valute. Nel 1963, gli averi dei paesi in dollari a breve e in sterline sono aumentati sensibilmente. Cospicui incrementi sono stati registrati tanto negli averi ufficiali che in quelli privati di entrambe le valute; il fatto più notevole è, forse, il miglioramento della posizione valutaria dei paesi in fase di sviluppo.

Le attività in dollari a breve dei paesi esteri, quali sono riportati dal sistema bancario americano, sono cresciute di \$1,4 miliardi. Dalle statistiche si rileva che questo incremento è ripartito, all'incirca in misura uguale, fra detentori ufficiali, banche commerciali e altri detentori. Proporzionalmente, l'espansione più cospicua è stata registrata nei saldi privati non appartenenti al settore bancario, che sono aumentati di \$0,5 miliardi, ossia del 20%, avendo raggiunto, alla fine dell'anno, il livello di \$3 miliardi. I detentori dell'America latina non appartenenti al settore bancario, da soli, hanno accresciuto i loro saldi di \$340 milioni.

I saldi in sterline dei paesi esteri hanno subito un incremento di \$0,7 miliardi, per cui alla fine dell'anno il totale ammontava a \$11,3 miliardi. Anche in questo caso, i detentori privati hanno contribuito all'aumento in misura maggiore dei detentori ufficiali e, precisamente, con \$0,4 miliardi contro \$0,3 miliardi. Quanto all'incremento negli averi privati, \$240 milioni sono da attribuire a paesi non appartenenti all'area della sterlina. Sono aumentati soprattutto i saldi dei paesi del Medio ed Estremo Oriente nonchè dell'Europa orientale; contemporaneamente, i crediti in sterline del Regno Unito verso questi paesi sono cresciuti in misura lievemente superiore.

Nel 1963, i saldi complessivi in dollari a breve e in sterline del gruppo "Altri paesi" sono aumentati di \$1,5 miliardi contro un incremento di \$1,3 miliardi nell'anno precedente. Tuttavia, se si prendono separatamente quattro paesi sviluppati di questo gruppo che detengono cospicui saldi, si constata che fra i due anni si è verificato un notevole miglioramento nella posizione valutaria dei paesi in fase di sviluppo. Cioè, mentre l'aumento negli averi in dollari a breve registrato nel 1962 è da attribuire interamente, meno \$0,1 miliardi, a Canada, Giappone e Australia, nel 1963 i loro saldi hanno subito una modesta contrazione. Quindi, nel 1963, i saldi in dollari a breve dei paesi in fase di sviluppo sono aumentati di \$0,9 miliardi contro \$0,1 miliardi nell'anno precedente. I saldi in dollari dei paesi dell'America latina sono cresciuti di \$0,7 miliardi e quelli dei paesi asiatici (escluso il Giappone) di \$0,3 miliardi. Per quanto riguarda i saldi in sterline, nello scorso anno quelli dei paesi in fase di sviluppo sono cresciuti di circa \$0,3 miliardi, dopo aver subito una modesta variazione nel 1962. In complesso, i saldi in valute dei paesi in fase di sviluppo sono pertanto aumentati di \$1,2 miliardi nel 1963 contro \$0,1 miliardo nel 1962.

Nel 1963, gli averi in sterline delle istituzioni internazionali hanno presentato scarse variazioni; i loro saldi in dollari a breve, nonostante un modesto incremento dei saldi detenuti dal FMI, si sono ridotti di \$0,5 miliardi. Questa contrazione è stata, in parte, compensata dall'aumento, per \$0,3 miliardi, dei loro averi in obbligazioni governative negoziabili e altri titoli S.U. con scadenze originarie superiori a un anno. Gli averi del Canada in questi titoli sono cresciuti di un importo analogo. Presumendo che la variazione nel totale delle passività liquide americane verso l'estero ammonti a \$1,6 miliardi, quale è riportata nelle statistiche ufficiali relative alla bilancia dei pagamenti, quasi \$1 miliardo è da attribuire a passività a breve e \$0,7 miliardi a maggiori averi in obbligazioni negoziabili e altri titoli S.U. detenuti da altri paesi.

Posizione di liquidità internazionale degli Stati Uniti.

Siccome occorre finanziare un disavanzo delle transazioni correnti di \$3,3 miliardi, nel 1963 le autorità monetarie hanno adottato misure, come avevano già fatto nei due anni precedenti, per ridurre al minimo le perdite delle riserve auree del paese. Per quanto riguarda il 1963, la perdita di oro è ammontata al 14% del disavanzo rispetto al 25% di quello più cospicuo registrato nel 1962.

Negli ultimi quattro anni, cinque fattori principali hanno contribuito ad attenuare l'effetto del saldo passivo della bilancia dei pagamenti sulle riserve auree degli Stati Uniti: 1) le operazioni compensatorie ufficiali (introiti non previsti da prestiti governativi e anticipi sulle esportazioni di natura militare) per ridurre il saldo passivo effettivo; 2) deterioramento della posizione in oro degli Stati Uniti nel FMI, in seguito, in ampia misura, a rimborsi di crediti da essi concessi precedentemente attraverso il Fondo e, nel febbraio e maggio 1964, a causa di modesti prelievi americani dal Fondo;

3) interventi ufficiali americani sul mercato dei cambi a termine; 4) utilizzo della rete di accordi monetari reciproci del Sistema della Riserva federale; 5) emissione, da parte del Tesoro americano, di speciali certificati non negoziabili, per la massima parte espressi in valute estere.

A prescindere dalle operazioni valutarie a termine, che vengono discusse alle pagine 139 e 140, nel 1963 il contributo dato dagli altri quattro fattori ammonta a \$1,5 miliardi, ossia a quasi metà del disavanzo ordinario della bilancia dei pagamenti. L'anno precedente, l'importo corrispondente era stato di \$2,3 miliardi, cioè di quasi due terzi di un disavanzo più cospicuo. Nel 1963, il maggior volume di certificati non negoziabili emessi è stato più che compensato dal fatto che la posizione in oro degli Stati Uniti nel Fondo non ha praticamente subito alcun ulteriore deterioramento, nonchè da rimborsi anticipati di debiti in misura meno cospicua da parte di altri paesi.

Perciò, dopo aver tenuto conto di un incremento di \$113 milioni negli averi ufficiali americani di valute convertibili, rimaneva un importo di \$1,9 miliardi da coprire con una riduzione delle riserve auree e un aumento delle passività liquide ordinarie. Tale importo era assai superiore a quello relativo al 1962 che era ammontato a \$1,2 miliardi. Nella fattispecie, la perdita sopportata dalle riserve auree è stata la più modesta dal 1958, mentre gli averi in dollari a breve dei paesi esteri sono cresciuti di \$1,4 miliardi. La limitata contrazione nella perdita di riserve auree può essere attribuita, in parte, ai maggiori acquisti di metallo e alla minore domanda

Finanziamento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, 1962-1963.

Voci	1962	1963		
		Totale	1° semestre	2° semestre
		milioni di dollari S.U.		
Disavanzo delle transazioni regolari	3.573	3.301	2.023	1.278
Finanziato con:				
1. Introiti anticipati	1.136	684	74	610
Introiti non previsti da prestiti governativi . .	666	325	59	266
Anticipi su esportazioni di natura militare . .	470	359	15	344
2. Variazioni nelle passività verso l'estero (diminuzione →)	904	2.239	1.793	446
a) Ufficiali				
Titoli non negoziabili	299	641	532	109
Saldi in dollari detenuti in base a impegni di riporto	265	175	—	175
Altre passività	140	820	725	95
Totale parziale	704	1.636	1.257	379
b) Private				
Banche commerciali	-147	434	459	- 25
Altre passività	347	169	77	92
Totale parziale	200	603	536	67
3. Variazioni nelle attività incluse nelle riserve monetarie (aumento →) di cui: .	1.533	378	156	222
Oro	890	461	227	234
Valute convertibili	17	-113	- 27	- 86
Posizione nel FMI	626	30	- 44	74

di oro non monetario. Il notevole aumento dei saldi in dollari rispecchia una reviviscenza di fiducia nel dollaro, nonché la migliorata situazione di numerosi paesi in fase di sviluppo, le cui riserve monetarie sono tradizionalmente costituite da dollari e, probabilmente, la detenzione temporanea, da parte della Russia, di proventi in dollari derivanti da alcune vendite di oro. (I crediti a breve verso l'estero dichiarati da banche americane, considerati come deflusso di capitali e che pertanto sono compresi nel disavanzo delle transazioni regolari, sono cresciuti di circa \$750 milioni, cioè di più del doppio che nel 1962. Il Giappone vi ha contribuito con \$400 milioni, per la maggior parte verso la fine dell'anno.)

Nel 1963, la rete di impegni di riporto è stata portata da \$900 a 2.050 milioni. Inoltre, la durata di numerosi accordi è stata estesa a sei o dodici mesi, invece di tre, come precedentemente. Nel 1963, gli Stati Uniti hanno concentrato le loro operazioni di riporto soprattutto su tre valute: DM, fiorino e franco svizzero. Ciascuna transazione ha avuto luogo in circostanze assai diverse. In primo luogo, occorre menzionare il crescente incremento nell'attivo della bilancia dei pagamenti tedesca nel primo semestre del 1963, che, in maggio e in giugno, ha portato il Sistema della Riserva federale a utilizzare quasi \$150 milioni del suo impegno di riporto in DM per alleviare le pressioni sul mercato e assorbire l'eccedenza di dollari. In agosto è stato ritenuto prudente consolidare \$50 milioni di questo importo mediante l'emissione di un certificato in DM in favore della Banca federale e la rimanenza dell'impegno di riporto è stata liquidata nell'ottobre 1963, principalmente con il ricavo dei pagamenti effettuati dalla Germania per l'acquisto di armamenti negli Stati Uniti.

Stati Uniti: Impegni di riporto conclusi dal Sistema della Riserva federale.

Accordi conclusi con	Fine 1962	Marzo 1964
	milioni di dollari S.U.	
Austria	50	50
Belgio	50	50
BRI	100	150
Canada	250	250
Francia	50	100
Germania	50	250
Giappone	—	150
Italia	150	250
Paesi Bassi	50	100
Regno Unito	50	500
Svezia	—	50
Svizzera	100	150
Totale	900	2.050

Secondariamente, in due casi le autorità americane hanno utilizzato speciali facilitazioni di riporto per contenere movimenti speculativi di fondi che avevano ripercussioni sfavorevoli sul dollaro. La prima volta, ciò si è verificato in connessione con le voci che, nel settembre 1963, hanno incominciato

a circolare sul fiorino. Allo scopo di assorbire l'afflusso di dollari nei Paesi Bassi da esse provocato, il Sistema della Riserva federale ha prelevato \$100 milioni in fiorini dal relativo impegno di riporto, la maggior parte dei quali è stata utilizzata per assorbire l'eccedenza di saldi in dollari presso la Nederlandsche Bank e la rimanenza per acquistare dollari sul mercato. Alla fine di febbraio 1964, la situazione si era invertita in misura sufficiente per consentire di ridurre i prelievi a \$25 milioni. Un caso analogo è costituito dal movimento di fondi verso la Svizzera verificatosi nel settembre e nell'ottobre 1963 e provocato, in parte, da voci messe in circolazione al momento dell'assemblea generale del FMI e, in parte, da una fuga di capitali dall'Italia. Nei predetti due mesi, il Sistema della Riserva federale ha effettuato esborsi per \$160 milioni prelevandoli dal suo impegno di riporto in franchi svizzeri per assorbire saldi in dollari affluiti in Svizzera.

Un terzo modo di utilizzare gli impegni di riporto è stato applicato dagli Stati Uniti in connessione con temporanee scarsità di liquidità su mercati monetari esteri. Queste hanno, tipicamente, come conseguenza che il sistema bancario del paese interessato rimpatria fondi liquidi detenuti all'estero. Un simile movimento ha avuto luogo verso i Paesi Bassi nell'aprile-maggio 1963, inducendo il Sistema della Riserva federale a utilizzare \$44 milioni del suo impegno di riporto in fiorini per assorbire i saldi in dollari. In giugno, la liquidità del mercato monetario olandese è andata di nuovo aumentando e, alla fine di luglio, l'impegno era di nuovo stato ricondotto su base "stand-by" (in parte con l'aiuto di fiorini ottenuti in base a un impegno di riporto in DM concluso con la BRI). Situazioni analoghe sono sorte in seguito alle operazioni di fine anno del sistema bancario tedesco e svizzero. A metà dicembre 1963, il Sistema della Riserva federale aveva utilizzato \$136 milioni del suo impegno di riporto in DM a questo scopo; un'inversione nelle operazioni, congiuntamente a ulteriori pagamenti per acquisti di armamenti effettuati dalla Germania negli Stati Uniti, ha consentito al Sistema della Riserva federale di liquidare integralmente questo impegno all'inizio del gennaio 1964. Nel caso della Svizzera, i prelievi da impegni di riporto provocati dalle operazioni di fine anno del sistema bancario sono ammontati all'equivalente di \$70 milioni. In complesso, alla fine del 1963, la posizione debitoria degli Stati Uniti, in base agli impegni di riporto in franchi svizzeri, ammontava a \$220 milioni e, tre mesi dopo, erano stati compiuti soltanto modesti progressi per ridurla.

Nel 1963 e all'inizio del 1964, altri tre paesi hanno fatto uso della rete di impegni di riporto. L'eccedenza di valute estere prelevate dagli Stati Uniti sugli impegni di riporto rispetto ai dollari utilizzati da altri paesi in base a impegni di questo tipo è scesa da \$216 milioni all'inizio del 1963 a un minimo di soltanto \$20 milioni verso la fine di settembre. Dopo essere salita a \$324 milioni alla fine dell'anno, la posizione debitoria netta degli Stati Uniti si è ridotta di nuovo a \$145 milioni alla fine di febbraio 1964.

Nel 1963, le vendite nette ad altri paesi di certificati del governo americano non negoziabili sono ammontate a \$641 milioni, cioè a un importo che è più del doppio di quello dell'anno precedente. Di questo ammontare,

\$181 milioni erano costituiti da certificati speciali espressi in dollari. Nel gennaio 1963, \$125 milioni del ricavato di un'emissione obbligazionaria collocata dal governo del Canada sul mercato di Nuova York sono stati investiti in un certificato non negoziabile del Tesoro americano con scadenza di quindici mesi e, nello stesso mese, l'Italia ha sottoscritto un analogo certificato, con scadenza di cinque anni, per \$58 milioni, il cui termine di rimborso è stato fatto coincidere con i pagamenti che l'Italia dovrà effettuare agli Stati Uniti nel 1968. Dato il saldo passivo della bilancia dei pagamenti italiana e poichè il certificato recava una clausola di mobilitazione, alla fine del 1963 esso era già stato rimborsato anticipatamente, eccettuato un importo di \$13 milioni. Nel luglio 1963, la Svezia ha sottoscritto un certificato non negoziabile di \$25 milioni denominato in dollari, con scadenza di ventisette mesi, e, infine, l'Export-Import Bank ha venduto durante l'anno certificati per \$18 milioni a paesi europei.

Nel 1963, le emissioni di certificati americani non negoziabili, espressi in valute estere, sono ammontate a \$460 milioni. Gli averi in questa carta detenuti dalla Confederazione svizzera sono aumentati di \$105 milioni; l'importo è stato interamente utilizzato dal Tesoro americano per liquidare contratti di cambio in franchi svizzeri giunti a scadenza e per mettere a disposizione del governo svizzero un mezzo di investimento a medio termine (i certificati emessi hanno scadenze da dodici a diciotto mesi), allo scopo di immobilizzare eccedenze di fondi che questo non desiderava immettere nel circuito finanziario svizzero.

Nel 1963, gli averi tedeschi in certificati del Tesoro americano sono cresciuti di \$275 milioni. Di questo importo, \$200 milioni, emessi per periodi da quindici a ventiquattro mesi nel gennaio e febbraio 1963, hanno costituito una specie di consolidamento di saldi in dollari precedentemente accumulatisi nelle riserve della Banca federale tedesca. Nel luglio 1963 è stato emesso un altro certificato di \$25 milioni denominato in DM, con scadenza di due anni, allo scopo di provvedere le risorse necessarie per assorbire i saldi in dollari che affluivano in Germania, dato che le facilitazioni degli impegni di riporto, di cui il Sistema della Riserva federale poteva disporre, erano state interamente utilizzate a questo fine. Nel mese successivo, un altro certificato espresso in DM, con scadenza di due anni, questa volta per l'importo equivalente di \$50 milioni, è stato emesso per provvedere i fondi occorrenti per ridurre l'impegno di riporto in DM della Riserva federale. E' il primo esempio di un credito concesso nel quadro di un impegno di riporto che sia stato consolidato con l'emissione di un certificato in valuta estera.

Ancora nel 1963 sono stati emessi certificati del Tesoro per modesti importi in favore di Belgio e Austria. Nel maggio 1963 sono stati emessi certificati per un importo equivalente a \$30 milioni, stilati in franchi belgi, con scadenza di due anni, allo scopo di evitare che i saldi in dollari della Banca nazionale del Belgio fossero accresciuti dal ricavato dei crediti che il governo belga aveva ricevuto in quel periodo sulle piazze di Nuova York e Londra. Per due volte, in aprile e, di nuovo, in dicembre 1963, il Tesoro americano ha emesso certificati espressi in scellini austriaci, con scadenza di

diciotto mesi, per l'importo equivalente di \$25 milioni ciascuno, utilizzando il ricavato per assorbire l'eccedenza dei saldi ufficiali in dollari dell'Austria.

In marzo e aprile 1964, ha avuto luogo il primo rimborso di certificati denominati in valute estere, nonché una cospicua emissione di nuovi. Quando, nel 1963, la bilancia dei pagamenti italiana è diventata passiva, l'Italia deteneva, fra le sue riserve secondarie, certificati denominati in lire emessi dal Tesoro americano nel 1962 per l'importo equivalente di \$200 milioni. Dall'ottobre 1963 al marzo 1964, le autorità monetarie americane hanno acquistato lire dalla Banca d'Italia per l'ammontare di \$200 milioni, depositando i relativi fondi presso la banca centrale italiana. Quando, nel marzo 1964, è giunto a scadenza il primo certificato in lire, esso è stato rimborsato con i fondi or ora menzionati; i rimanenti \$150 milioni sono stati rimborsati anticipatamente, con lo stesso sistema, il 1° aprile 1964.

In tale data, la Germania ha sottoscritto un altro certificato espresso in DM, con scadenza di due anni, per l'importo equivalente di \$200 milioni; gli averi della Banca federale in certificati del Tesoro americano stilati in valute estere hanno così raggiunto il livello di \$475 milioni su una consistenza, nell'aprile 1964, di \$760 milioni.

Per il primo trimestre del 1964, le operazioni ordinarie della bilancia dei pagamenti hanno registrato un avanzo di \$110 milioni e gli introiti da transazioni speciali sono ammontati a \$95 milioni, con un avanzo di \$205 milioni che andrà a rispecchiarsi nei movimenti monetari. Le riserve auree si sono ridotte di \$45 milioni e la posizione netta nel FMI di \$130 milioni; d'altra parte, gli averi ufficiali in valute convertibili sono cresciuti di \$230 milioni. Le attività comprese nelle riserve sono pertanto aumentate di \$50 milioni e le passività liquide verso non residenti sono diminuite di \$155 milioni.

Riserve monetarie dei paesi dell'Europa occidentale.

Nel 1963, le riserve monetarie ufficiali dei paesi dell'Europa occidentale, quali risultano dalla seguente tabella, sono cresciute di \$2 miliardi. Le riserve dei paesi continentali sono aumentate un poco più di questo importo, mentre quelle del Regno Unito hanno registrato una modesta riduzione. Questi cospicui incrementi sono stati accompagnati da una considerevole espansione nelle passività estere dei sistemi bancari dei suddetti paesi considerati come gruppo. Senza tener conto della Svizzera, per la quale non si dispone di dati riguardanti la posizione valutaria delle banche commerciali, è avvenuto quanto segue: le riserve monetarie sono cresciute di \$1,8 miliardi e le passività nette estere delle banche commerciali di \$1,5 miliardi. Questo movimento è stato, in ampia misura, una ripetizione di quello del 1962, quando le riserve ufficiali dei paesi europei (esclusa di nuovo la Svizzera) erano aumentate di \$0,6 miliardi e le passività nette estere delle banche di \$1 miliardo. Nel 1962 tuttavia, l'Europa aveva migliorato la sua posizione netta nel FMI di \$850 milioni, in seguito ai rimborsi del Regno Unito

Paesi europei: Variazioni nelle riserve.

Paesi	Fine anno	Riserve nette			Posizione netta nel FMI	Riserve nette più o meno posizione netta nel FMI
		Oro	Valute estere	Totale		
milioni di dollari S. U.						
Austria	1961	303	520	823	19	842
	1962	454	597	1.051	26	1.077
	1963	536	650	1.186	37	1.223
Belgio-Lussemburgo . .	1961	1.248	389	1.637	157	1.794
	1962	1.365	237	1.602	133	1.735
	1963	1.371	445	1.816	141	1.957
Danimarca	1961	31	205	236	33	269
	1962	31	179	210	33	243
	1963	31	397	428	33	461
Finlandia	1961	47	258	305	14	319
	1962	61	206	267	14	281
	1963	61	239	300	14	314
Francia	1961	2.121	818	2.939	427	3.366
	1962	2.587	1.023	3.610	439	4.049
	1963	3.175	1.282	4.457	450	4.907
Germania	1961	3.664	2.793	6.457	637	7.094
	1962	3.679	2.679	6.358	517	6.875
	1963	3.844	3.199	7.043	552	7.595
Grecia	1961	87	164	251	15	266
	1962	77	193	270	15	285
	1963	77	201	278	15	293
Italia	1961	2.225	1.194	3.419	243	3.662
	1962	2.243	1.248	3.491	203	3.694
	1963	2.343	714	3.057	226	3.283
Norvegia	1961	29	240	269	25	294
	1962	29	237	266	25	291
	1963	29	289	318	25	343
Paesi Bassi	1961	1.574	102	1.676	243	1.919
	1962	1.574	128	1.702	203	1.905
	1963	1.594	277	1.871	203	2.074
Portogallo	1961	443	248	691	15	706
	1962	471	321	792	15	807
	1963	497	330	827	15	842
Regno Unito	1961	2.268	1.050	3.318	— 559	2.759
	1962	2.582	224	2.806	502	3.308
	1963	2.484	173	2.657	489	3.146
Spagna	1961	316	547	863	23	886
	1962	446	561	1.007	38	1.045
	1963	573	520	1.093	54	1.147
Svezia	1961	180	461	641	63	704
	1962	181	567	748	48	796
	1963	182	518	700	53	753
Svizzera	1961	2.560	194	2.754	—	2.754
	1962	2.667	201	2.868	—	2.868
	1963	2.820	250	3.070	—	3.070
Turchia	1961	140	— 44	96	— 21	75
	1962	140	— 61	79	— 27	52
	1963	115	— 83	32	— 31	1

Note: 1) Le riserve nette comprendono le riserve della banca centrale e/o altri averi ufficiali in oro e valute, escluse le posizioni nel FMI e crediti o debiti derivanti dalla liquidazione dell'UEP. I dati sono pure al netto delle passività in qualsiasi valuta estera riportate dalle situazioni dei conti di banche centrali o da altre pubblicazioni ufficiali, eccettuate le passività del Regno Unito in sterline. Per Francia, Italia, Regno Unito, Spagna e Svizzera, le riserve nette sono costituite soltanto da oro e valute convertibili. Per la Germania sono esclusi i saldi che non possono essere utilizzati liberamente (a prescindere dai crediti derivanti dalla liquidazione dell'UEP) e che, alla fine del 1961, 1962 e 1963, ammontavano, rispettivamente a \$353, 351 e 345 milioni. 2) La posizione netta nel FMI è data dalla quota sottoscritta in oro, più riacquisti di valute della quota di sottoscrizione, meno i prelievi netti effettuati da ciascun paese membro, o più le vendite nette del Fondo di valuta del paese stesso, più o meno le spese o gli introiti di natura amministrativa e operativa del Fondo nella rispettiva valuta.

del prelievo effettuato nel 1961; nello scorso anno, i crediti netti europei concessi attraverso il Fondo sono ammontati a meno di \$100 milioni.

Durante il primo trimestre del 1964, le riserve dei paesi dell'Europa occidentale si sono ridotte di \$0,6 miliardi. Non si è verificata alcuna variazione nelle loro posizioni nette nel FMI considerate complessivamente, mentre la posizione valutaria delle loro banche commerciali è quasi certamente migliorata in misura superiore alla riduzione delle riserve ufficiali. Per dieci paesi continentali (esclusa la Svizzera) l'incremento è ammontato a \$0,6 miliardi e la contrazione di oltre \$0,3 miliardi, che la Svizzera ha registrato nelle sue riserve durante il primo trimestre del 1964, è dovuta a una cospicua riesportazione di fondi effettuata dalle banche svizzere.

Nel 1963, otto paesi europei hanno visto aumentare notevolmente le proprie riserve monetarie. In uno di essi, il Belgio, l'aumento è stato interamente compensato da un deterioramento nella posizione verso l'estero del sistema bancario. In altri quattro paesi: Francia, Germania, Paesi Bassi e, probabilmente, la Svizzera (sebbene non sia possibile provarlo con le statistiche) vi è stata una parziale compensazione di questo genere. In Austria e Danimarca, tuttavia, la posizione valutaria delle banche è alquanto migliorata, sicchè le riserve monetarie sono cresciute di un importo inferiore al saldo attivo della bilancia dei pagamenti.

Francia. Per il terzo anno consecutivo, le riserve della Francia hanno registrato il maggiore incremento in Europa. L'avanzo globale risultante dalle operazioni ordinarie è stato di \$935 milioni, di cui \$280 milioni vennero utilizzati per rimborsare debiti pubblici internazionali. I movimenti monetari hanno pertanto presentato un saldo attivo di \$655 milioni. Le riserve monetarie ufficiali sono cresciute di \$845 milioni e, alla fine dell'anno, hanno raggiunto il totale di \$4.457 milioni. D'altra parte, la posizione verso l'estero del sistema bancario, seguendo l'andamento di altri anni recenti, ha segnato un ulteriore incremento di \$200 milioni nelle passività nette. I saldi in franchi di non residenti sono aumentati di \$50 milioni. L'espansione si è verificata quasi interamente nel primo trimestre e, nell'aprile 1963, alle banche francesi è stato vietato di pagare interessi su depositi detenuti da privati e istituzioni residenti fuori dell'area del franco. Gli averi netti in valute estere di residenti sono diminuiti di ulteriori \$150 milioni.

Dato che, nel corso dell'anno, il commercio estero era andato deteriorandosi, alla fine del 1963 la bilancia dei pagamenti si era avvicinata maggiormente all'equilibrio. Difatti, nei primi quattro mesi del 1964, le riserve monetarie ufficiali sono cresciute soltanto di \$76 milioni. Contemporaneamente, la posizione netta della Francia nel FMI è migliorata di \$50 milioni.

Germania. Due anni dopo la rivalutazione del DM le riserve monetarie della Germania cominciarono a crescere di nuovo e, alla fine del 1963, avevano raggiunto il livello di \$7.043 milioni, superando di circa \$40 milioni la punta toccata alla fine di marzo 1961.

Nel 1963, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti globale ha provocato movimenti monetari per un totale di \$505 milioni. Gli averi della banca centrale in oro e valute liberamente utilizzabili sono cresciuti di \$685 milioni e la posizione netta della Germania nel FMI è migliorata di \$35 milioni. Questi movimenti sono stati parzialmente compensati da un'ulteriore riduzione di \$35 milioni nei crediti tedeschi derivanti dalla liquidazione dell'UEP e un incremento di \$175 milioni nelle passività nette estere del sistema bancario. Alla fine del 1963 (anno in cui la Banca federale non ha offerto facilitazioni speciali per l'esportazione di capitali), le attività estere delle banche tedesche superavano il livello dell'anno precedente; i saldi in DM di non residenti sono peraltro aumentati di non meno di \$215 milioni.

Nella prima parte del 1964, le riserve monetarie ufficiali della Germania hanno continuato ad aumentare, nonostante l'inversione delle operazioni di fine anno del sistema bancario e, il 10 marzo, la Banca federale ha ripristinato le speciali facilitazioni per le operazioni di riporto contro dollari delle banche, limitandole ai fondi impiegati in buoni del Tesoro americano. Da allora alla fine di marzo, la Banca federale ha così ceduto \$95 milioni, sicchè durante il mese le sue riserve - anche in seguito a prelievi in DM dal FMI - si sono ridotte di \$90 milioni. Per il primo trimestre del 1964 nel suo complesso, le riserve della Banca federale hanno registrato un modesto incremento di \$6 milioni e la posizione netta della Germania nel FMI è migliorata di \$92 milioni. Le passività nette verso l'estero del sistema bancario sono inoltre diminuite di \$555 milioni. I due principali fattori che hanno contribuito a questa contrazione sono le esportazioni di fondi da parte delle banche che, compreso un lieve aumento nei crediti concessi a non residenti, sono ammontate a \$277 milioni e il ritiro di depositi di non residenti dalle banche tedesche per l'importo di \$167 milioni.

Svizzera. Alla fine di dicembre 1963, le riserve esterne della Banca nazionale svizzera ammontavano a \$3.070 milioni, cioè nel corso dell'anno hanno subito un incremento di \$202 milioni. In dicembre 1963, le operazioni di fine anno delle banche svizzere hanno provocato un aumento di \$316 milioni nelle riserve; questo movimento si è invertito nel mese successivo. Se, tuttavia, si pongono a confronto novembre 1963 con novembre 1962 o gennaio 1964 con gennaio 1963, si registra sempre un incremento, rispettivamente, di \$146 e 118 milioni.

Non si dispone di dati sulla posizione valutaria delle banche commerciali svizzere, ma non è improbabile che abbiano risentito dell'afflusso di capitali in Svizzera verificatosi nel 1963. Si sa che, a prescindere dalle loro operazioni di metà e fine d'anno, le banche hanno rimpatriato fondi dall'estero per ricostituire la loro liquidità e che l'afflusso di fondi dall'Italia, negli ultimi mesi dell'anno, può aver accresciuto i saldi in franchi di non residenti.

Dopo una riduzione di oltre \$200 milioni nel gennaio 1963, quando furono invertite le operazioni di fine 1962, le riserve esterne della Banca

nazionale si sono mantenute abbastanza stabili fino alla fine di luglio. Difatti, durante questo periodo non si è verificata una loro contrazione soltanto perchè le autorità monetarie americane hanno pagato in contante circa \$140 milioni di debiti a breve in franchi svizzeri.

L'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse, di cui è stata proposta l'istituzione negli Stati Uniti, e la liquidità decrescente del mercato monetario svizzero hanno provocato un afflusso di fondi nel terzo trimestre, al quale si è aggiunta, in ottobre, una fuga di capitali dall'Italia. Fra la fine di luglio e a la fine di ottobre 1963, le riserve della Banca nazionale sono cresciute di \$140 milioni. L'incremento sarebbe stato assai più consistente, se il Tesoro americano non avesse effettuato vendite a termine di franchi svizzeri sul mercato, che, alla fine di ottobre, avevano raggiunto l'importo di circa \$120 milioni.

Alla fine del primo trimestre 1964, le riserve della Banca nazionale ammontavano a \$2.740 milioni, cioè superavano di più di \$100 milioni il livello di marzo 1963. A quella data, la Banca della Riserva federale di Nuova York e il Tesoro americano avevano ancora in essere cospicui impegni in franchi svizzeri a breve.

Paesi Bassi. Il quarto esempio di un paese nel quale le operazioni del sistema bancario hanno influito sull'entità, sebbene non sulla direzione, delle variazioni nelle riserve monetarie è offerto dai Paesi Bassi. Dopo essere rimaste praticamente stabili per due anni, nel secondo trimestre del 1963, le riserve monetarie della Nederlandsche Bank hanno incominciato a salire di nuovo e, alla fine dell'anno, ammontavano a \$1.871 milioni, ossia superavano di \$169 milioni il livello raggiunto nel dicembre 1962. L'incremento è da attribuire a un miglioramento di quasi \$200 milioni nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti che, tenuto conto di un modesto deflusso di capitali, hanno registrato un avanzo di \$210 milioni nelle transazioni ordinarie. Un importo di \$70 milioni del debito verso il governo americano è stato rimborsato in anticipo, per cui i movimenti monetari hanno totalizzato \$140 milioni. L'incremento delle riserve monetarie è stato, in parte, compensato da una riduzione di circa \$30 milioni nelle cospicue attività nette estere del sistema bancario.

Verso la fine dell'anno, la bilancia dei pagamenti è andata deteriorandosi notevolmente, sebbene le riserve abbiano continuato a salire fino alla fine di novembre. Dopo la fine dell'anno, esse hanno tuttavia incominciato a rispecchiare l'inversione nella tendenza della bilancia commerciale e, alla fine di marzo 1964, erano scese a \$1.791 milioni, cioè, in tutto il trimestre, hanno subito una perdita di \$80 milioni.

Belgio. Se una parte dell'incremento delle riserve ufficiali di tutti e quattro i paesi finora discussi è dovuta all'effetto delle operazioni delle banche commerciali, del Belgio si può dire che, nel 1963, l'aumento di \$214 milioni nelle riserve monetarie della Banca nazionale è stato quasi

esattamente compensato da un deterioramento della posizione verso l'estero degli istituti di credito. La bilancia dei pagamenti è stata quasi in perfetto equilibrio per l'anno nel suo complesso, sebbene nel corso di esso abbia subito un notevole mutamento, essendo passata da un saldo attivo a uno passivo. Questa inversione, nonché le variazioni di segno opposto verificatesi nelle riserve ufficiali e negli averi verso l'estero degli istituti di credito possono essere rilevate dal fatto che, nel primo semestre dell'anno, le riserve monetarie della Banca nazionale sono cresciute di \$152 milioni e le passività nette estere dei predetti istituti di \$74 milioni, mentre gli importi corrispondenti per il periodo luglio-dicembre 1963 sono ammontati a \$72 e 154 milioni. Entrambi i movimenti sono stati provocati soprattutto dai crediti esteri che il governo ha ricevuti attraverso il sistema bancario. L'intero aumento di \$174 milioni, che la Banca nazionale ha registrato nel 1963 nei suoi saldi in valute convertibili, è stato compensato da impegni a termine più cospicui di vendere valute al governo e al sistema bancario.

Danimarca. Nel 1963, le riserve monetarie della Danimarca sono raddoppiate, da \$210 milioni al livello senza precedenti di \$428 milioni. Il sistema bancario, la cui posizione si era deteriorata di \$80 milioni durante la crisi del 1961-62, ha registrato un miglioramento di \$25 milioni, sicché il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è stato di \$240 milioni; l'80% di questo importo è da attribuire a importazioni di capitali.

Austria. Nel 1963, le riserve monetarie austriache sono aumentate ulteriormente, di \$135 milioni, per cui, alla fine dell'anno, ammontavano a \$1.186 milioni. L'incremento era costituito per \$80 milioni da oro, mentre la rimanenza era praticamente formata da \$50 milioni di certificati non negoziabili del governo americano espressi in scellini e sottoscritti in aprile e dicembre 1963. Come in Danimarca, l'avanzo si è accumulato per la massima parte nel conto capitali e la posizione valutaria del sistema bancario è pure migliorata di \$43 milioni.

Spagna. L'aumento senza interruzione che, dal 1959, si verifica nelle riserve monetarie della Spagna è proseguito nel 1963 e nei primi mesi del 1964. Tuttavia, per la prima volta dalla stabilizzazione della peseta, i proventi netti percepiti dalle partite invisibili non sono stati sufficienti per coprire il disavanzo commerciale e le partite correnti hanno accumulato un disavanzo di \$130 milioni. Siccome, contemporaneamente, l'afflusso netto di capitali è passato da \$105 a 230 milioni, per la maggior parte a lungo termine, nel 1963 le riserve ufficiali sono cresciute di \$86 milioni e la posizione netta della Spagna nel FMI è migliorata di \$16 milioni.

Italia. Nel 1963, la bilancia dei pagamenti italiana è passata da un saldo attivo di \$50 milioni a un saldo passivo di \$1.245 milioni. Le riserve monetarie ufficiali del paese si sono, peraltro, ridotte soltanto di \$435 milioni. Difatti, dopo i primi nove mesi dell'anno, durante i quali è stato registrato un saldo passivo di \$790 milioni, le riserve erano diminuite soltanto di

Italia: Movimenti monetari.

Voci	1962	1963	1963		1964
			gennaio- settembre	ottobre- dicembre	gennaio- marzo
milioni di dollari S.U.					
Riserve monetarie ufficiali	+ 70	- 435	- 60	- 375	- 235
Altri movimenti monetari (aumento delle attività +).	- 20	- 810	- 730	- 80	- 200
di cui:					
Ufficio italiano dei cambi	+ 445	+ 10	+ 30	- 20	- 40
Banca d'Italia	- 35	- 170	- 20	- 150	- 360
Banche commerciali	- 430	- 650	- 740	+ 90	+ 200
Totale (= saldo attivo o passivo della bilancia dei pagamenti) .	+ 50	- 1.245	- 790	- 455	- 435

\$60 milioni rispetto al livello di dicembre. Nella tabella seguente sono visibili i movimenti monetari verificatisi in Italia.

In linea generale si può dire che, durante i primi nove mesi, il saldo passivo è stato finanziato quasi interamente con il credito ottenuto dalle banche commerciali e per il resto dell'anno con variazioni nelle attività e passività monetarie ufficiali. Il 1° novembre 1962, le banche sono state dispensate dall'obbligo, imposto nel 1960, di mantenere una posizione valutaria in equilibrio verso non residenti e le loro passività nette estere sono passate da \$150 milioni alla fine di ottobre 1962 a una punta di \$1.370 milioni nell'agosto dell'anno successivo. La variazione è da attribuire interamente alla posizione delle banche in valute convertibili. Durante l'ultimo trimestre dell'anno, le passività nette delle banche sono diminuite di \$90 milioni e il movimento è continuato nel primo trimestre del 1964. Ciò non di meno, la riduzione nelle riserve dopo il settembre 1963 non ha uguagliato il saldo passivo della bilancia dei pagamenti, dato che l'indebitamento verso l'estero della Banca d'Italia è cresciuto di \$150 milioni. Di questo importo, un terzo, cioè \$50 milioni, rappresentava il prelievo effettuato dall'impegno di riporto concluso con la Banca della Riserva federale di Nuova York; la rimanenza, di \$100 milioni, erano lire acquistate contro dollari dalle autorità americane e depositate per loro conto presso la Banca d'Italia per essere utilizzate al momento di rimborsare i certificati del governo americano espressi in lire che l'Italia aveva acquistati nel 1962.

Durante il primo trimestre del 1964, le riserve primarie sono diminuite di un ulteriore importo di \$235 milioni, scendendo al livello di \$2.824 milioni. Contemporaneamente, le passività verso l'estero della Banca d'Italia sono aumentate di \$360 milioni; le cause di questo movimento sono state il prelievo di \$225 milioni dal FMI, ulteriori acquisti di lire, per \$83 milioni, da parte delle autorità americane e un secondo prelievo di \$50 milioni che l'Italia ha effettuato dall'impegno di riporto concluso con la Banca della Riserva federale di Nuova York. D'altro canto, l'indebitamento netto del sistema bancario si è ridotto ulteriormente di quasi \$200 milioni. In aprile, le banche hanno continuato a migliorare la loro posizione e le riserve monetarie ufficiali sono diminuite soltanto di \$10 milioni.

Regno Unito. Nel 1963, le riserve monetarie ufficiali del Regno Unito si sono ridotte di \$149 milioni. La perdita è stata quasi doppia del disavanzo delle operazioni identificate nelle partite correnti e in conto capitali a lungo termine, ma è stata modesta ove si consideri la cospicua partita bilanciante negativa. Difatti, alla contrazione nelle riserve occorre aggiungere un incremento di \$425 milioni nelle passività nette estere in sterline.

L'anno può essere suddiviso in due metà. Durante la prima, quando la bilancia dei pagamenti di base era attiva e i saldi in sterline dell'area di questa moneta aumentarono di \$320 milioni, le riserve si ridussero di quasi \$100 milioni. In due momenti, durante il primo trimestre, la sterlina venne a trovarsi sotto forte pressione sul mercato dei cambi per ragioni indipendenti dall'andamento della bilancia dei pagamenti e, alla fine di marzo 1963, i saldi in sterline detenuti fuori dell'area di questa moneta erano diminuiti di \$400 milioni. Una conseguente riduzione delle riserve fu evitata dalle autorità con il deposito di \$250 milioni da parte di banche centrali dell'Europa continentale, ma quando, in giugno, i depositi vennero rimborsati, una parte della precedente uscita di fondi produsse i suoi effetti sulle riserve.

Nella seconda metà dell'anno, i saldi in sterline detenuti fuori dell'area di questa moneta subirono un incremento di \$360 milioni e anche i saldi dell'area della sterlina registrarono un ulteriore progresso di \$140 milioni. Tale importo bastò quasi a coprire il disavanzo delle transazioni identificate e non identificate, sicchè la contrazione delle riserve per il periodo di sei mesi è risultata di soli \$55 milioni; questa si è verificata interamente nell'ultimo mese dell'anno, quando i pagamenti relativi al debito nord-americano provocarono una diminuzione di \$115 milioni. Durante il primo trimestre del 1964, le riserve non hanno presentato, in complesso, alcuna variazione, mentre i saldi in sterline hanno subito un ulteriore incremento di \$145 milioni.

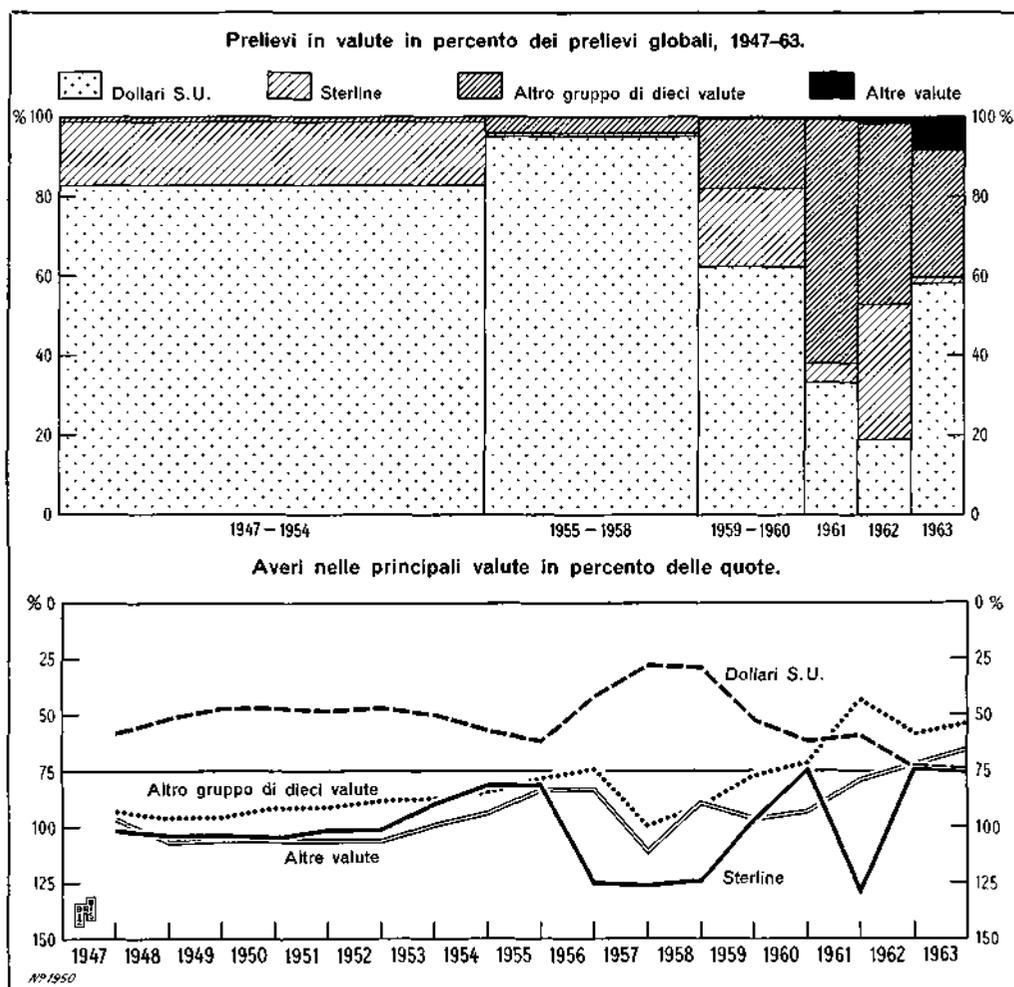
Svezia. L'aumento delle riserve monetarie della Svezia, che aveva avuto inizio nel 1960, si è arrestato nel 1963. Alla fine dell'anno, le riserve monetarie della banca centrale ammontavano a \$700 milioni, cioè erano inferiori di \$48 milioni al livello dell'anno precedente. In parte, la riduzione è stata compensata da un incremento di \$20 milioni nelle attività nette del sistema bancario. Nel 1962, tuttavia, il sistema bancario (compresa la banca centrale) aveva accresciuto le sue attività nette estere di circa \$100 milioni.

Fondo monetario internazionale.

Dopo la cospicua riduzione di \$0,9 miliardi registrata durante il 1962 nell'utilizzo delle risorse del Fondo da parte di paesi membri, nel 1963 il Fondo è diventato di nuovo un prestatore netto, sebbene su scala assai modesta. I prelievi sono ammontati a \$333 milioni e i rimborsi a \$267 milioni, sicchè l'importo netto prelevato è cresciuto di \$66 milioni.

Invertendo la tendenza di anni recenti, quasi il 60% dei prelievi lordi effettuati dal FMI nel 1963 è costituito da dollari S.U. e un ulteriore terzo

Fondo monetario internazionale.



da un gruppo di dieci valute. Dall'inizio delle operazioni del Fondo nel 1947 fino al ripristino della convertibilità avvenuta alla fine del 1958, i prelievi lordi globali dal Fondo sono ammontati a \$3,2 miliardi, di cui il 90% in dollari S.U. Nel 1959-60 la componente costituita da dollari scese a circa il 60%, nel 1961 a un terzo e nel 1962 a meno del 20%. Siccome, in concomitanza con questo movimento, il dollaro era la principale valuta utilizzata dai paesi membri nei riacquisti della propria valuta, i prelievi netti di dollari diminuirono da \$1,9 miliardi alla fine del 1958 a praticamente zero alla fine del 1962. Un altro gruppo di dieci paesi, a sua volta, passò da una posizione debitoria netta di \$1 miliardo, appena prima della convertibilità, a una posizione creditoria netta di \$650 milioni alla fine del 1962.

Dato che, alla fine del 1962, gli averi del FMI in dollari S.U. erano ritornati al 75% della quota americana, non vi era più margine per rimborsi netti di dollari al Fondo. Dal 1958, tali rimborsi avevano contribuito, in

ampia misura, a finanziare i saldi passivi americani verso l'estero, soprattutto nel 1962, quando gli averi in dollari del Fondo si accrebbero di oltre \$600 milioni. Si profilò il pericolo che i paesi membri del Fondo, desiderosi di effettuare riacquisti delle rispettive valute, ponessero sotto pressione la riserva aurea degli Stati Uniti, sia direttamente acquistando oro dal Tesoro americano sia indirettamente, cedendo dollari per altre valute convertibili. Nel luglio 1963, le autorità americane conclusero pertanto un accordo, su base "stand-by", di \$500 milioni con il Fondo e, nel febbraio e maggio 1964, esse hanno effettuato due prelievi di \$125 milioni ciascuno, costituiti soprattutto da franchi francesi e DM. Gli importi prelevati sono stati ceduti, contro dollari, a paesi membri del Fondo per riacquisti delle rispettive valute dal medesimo.

Un altro cospicuo prelievo registrato nel primo trimestre è stato quello dell'Italia per \$225 milioni, nel marzo 1964. Questo ammontare corrisponde alla sottoscrizione in oro dell'Italia di \$68 milioni più gli importi netti in lire precedentemente ottenuti in prestito, attraverso il Fondo, da altri paesi membri. Complessivamente, nel primo trimestre 1964 sono stati effettuati prelievi per \$387 milioni e rimborsi per \$162 milioni. I principali prelievi netti, ripartiti per valuta, sono stati \$92 milioni di DM e \$50 milioni di franchi francesi.

Durante il periodo sotto rassegna, i paesi in fase di sviluppo hanno incominciato a trarre vantaggio dalle nuove facilitazioni, messe a disposizione dal Fondo, nel febbraio 1963, per il finanziamento compensativo di fluttuazioni nelle esportazioni: e in base ad esse il Fondo può detenere importi in valute di un paese membro fino al 225% della quota. Il primo prelievo in base a queste facilitazioni è stato di \$60 milioni, effettuato dal Brasile nel giugno 1963, seguito da un prelievo di \$16 milioni, nell'ottobre 1963, da parte della Repubblica Araba Unita. Quest'ultima ha fornito il primo esempio di valuta di un paese membro, di cui il Fondo detiene averi per oltre il 200% della quota.

Nel 1963 sono diventati nuovi membri del Fondo venti paesi con quote per un importo complessivo di \$325 milioni, portando così il totale dei paesi membri a 102 e il totale di tutte le quote a \$15,6 miliardi. Cuba si è ritirata dal Fondo nell'aprile 1964.

Durante l'assemblea annuale del Fondo del 1963, i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia, cioè i rappresentanti dei paesi firmatari degli Accordi generali per la concessione di crediti nel FMI, si sono incontrati con l'amministratore delegato del Fondo per discutere la situazione dei pagamenti internazionali ed esaminare il funzionamento del sistema monetario internazionale. Essi hanno convenuto che la struttura di fondo dell'attuale sistema monetario - poggiante su tassi di cambio fissi e sul prezzo fisso dell'oro - ha dimostrato la sua validità come base per accordi presenti e futuri. Contemporaneamente, tuttavia, essi hanno deciso di intraprendere un esauriente esame del presente sistema e delle future necessità di risorse liquide. I ministri hanno incaricato i loro

sostituiti di esaminare questi problemi mantenendo nei loro lavori stretti rapporti con il FMI e altre istituzioni monetarie internazionali. I risultati di questi studi, congiuntamente ad altre ricerche indipendenti che verranno eseguite su questi problemi da parte del FMI, saranno discussi nella prossima assemblea annuale del Fondo, che si terrà nel settembre 1964.

Tassi di cambio.

Durante il periodo sotto rassegna non si sono verificate importanti perturbazioni sui mercati dei cambi. I principali mutamenti sono rappresentati dal notevole consolidamento del DM, dall'indebolimento della lira e, in misura minore, della sterlina. Nonostante la considerevole riduzione del saldo passivo della bilancia dei pagamenti americana, al principio di maggio 1964 nessuna delle principali valute europee era quotata sotto la pari nei confronti del dollaro.

Nell'autunno 1963, le autorità americane sono intervenute ufficialmente sui mercati a termine per sostenere il dollaro nei confronti del fiorino e del franco svizzero. In entrambi i casi, la debolezza del dollaro ha rispecchiato più la sua posizione come moneta internazionale che non nuovi sviluppi nella bilancia dei pagamenti americana. All'inizio del 1964, la lira si è indebolita sensibilmente sul mercato dei cambi a termine e il DM è divenuto sostenutissimo.

Mercati a pronti. Nel 1963, il DM si è notevolmente consolidato, quando la bilancia dei pagamenti è tornata ad essere attiva. Da un livello alquanto sotto la pari rispetto al dollaro nel gennaio 1963 — quando le banche stavano riesportando fondi che avevano rimpatriati temporaneamente alla fine del 1962 — il cambio a pronti è salito a un premio dello 0,7%, quasi al suo limite superiore, nel dicembre 1963. Dopo essersi indebolito un po' all'inizio del gennaio 1964, il DM si è mantenuto successivamente sostenutissimo.

Dall'estate 1963, la lira si è invece trovata sottoposta a considerevole pressione. Fino a quel momento, la grave situazione della bilancia dei pagamenti era stata celata dai cospicui crediti in valute estere ottenuti dalle banche e il cambio a pronti nei confronti del dollaro era ancora assai sostenuto, sebbene non più costantemente al suo limite superiore come nel periodo in cui i conti verso l'estero presentavano un saldo attivo. Quando le banche cessarono di fare ricorso ai crediti esteri, le riserve e il cambio ne risentirono immediatamente. Nel settembre 1963, il premio della lira sul dollaro a pronti si ridusse dallo 0,65 allo 0,4%; le autorità, poi, mantennero il cambio a questo livello per sei mesi, durante i quali le riserve monetarie ufficiali del paese si contrassero di oltre \$600 milioni. Nel marzo 1964, le autorità hanno abbassato ancora una volta il punto di sostegno effettivo, fin quasi alla parità.

Durante il periodo sotto rassegna, il cambio della sterlina nei confronti del dollaro è rimasto assai vicino alla parità. All'inizio del 1963, il cambio a pronti era di \$2,80 ½ e la Banca della Riserva federale di Nuova York è persino intervenuta alcune volte per sostenere il dollaro. Si sono poi avuti

più, sicchè il dollaro era ben lontano dal punto inferiore al quale la Banca nazionale svizzera effettua i suoi interventi. Ma l'afflusso di fondi, verificatosi nel secondo semestre dell'anno, ha portato la quotazione, all'inizio di agosto, al livello del cambio all'acquisto della Banca nazionale, di fr.sv. 4,3150, e il dollaro è rimasto debole per il resto dell'anno. Nei primi mesi del 1964, quando la posizione di fondo della bilancia dei pagamenti ha incominciato a esercitare una maggiore influenza sulla situazione e le autorità svizzere hanno adottato numerose misure per tentare di impedire ulteriori afflussi di capitali, il dollaro si è di nuovo consolidato.

Per quanto riguarda le quotazioni a pronti delle altre valute europee, durante tutto il periodo sotto rassegna, il franco francese è rimasto assai sostenuto, generalmente al suo limite superiore nei confronti del dollaro. In luglio e, ancora, in ottobre, la Banca della Riserva federale di Nuova York ha venduto piccole quantità di franchi per saggiare il mercato, senza alcun effetto sulle quotazioni. Le fluttuazioni nel cambio del fiorino rispetto al dollaro hanno continuato a rispecchiare soprattutto le variazioni nella liquidità delle banche olandesi; il fiorino è stato, tuttavia, eccezionalmente sostenuto verso la fine di settembre e all'inizio di ottobre 1963, in seguito alle voci circa una seconda rivalutazione. Il franco belga ha oscillato entro limiti assai ristretti, rimanendo alquanto sopra la parità rispetto al dollaro.

Mercati a termine. Le perturbazioni che, nel periodo sotto rassegna, si sono verificate sui mercati dei cambi hanno naturalmente influito in maggior misura sulle quotazioni a termine delle valute che non su quelle a pronti, tanto più che le fluttuazioni in queste ultime furono, in qualche caso, contenute entro limiti minimi. Per quanto riguarda il dollaro, vi sono due episodi che hanno provocato l'intervento delle autorità sui mercati a termine. Il primo è scaturito dalle voci, di breve durata, di una rivalutazione del fiorino, che, nel settembre 1963, hanno fatto diminuire il cambio per il dollaro a pronti nei Paesi Bassi; per stimolare le banche olandesi a continuare le esportazioni di capitali in quel periodo, nonchè per evitare il rimpatrio di fondi nei Paesi Bassi, il Tesoro americano ha venduto circa \$40 milioni di fiorini a termine, a un mese. In ottobre, le voci si sono dissipate e il Tesoro ha potuto liquidare oltre metà dei suoi impegni con acquisti a pronti di fiorini sul mercato; la rimanenza è stata ottenuta da un impegno di riporto di DM contro fiorini concluso con la BRI.

L'altro episodio che ha esercitato un'influenza sulla quotazione del dollaro a termine è costituito dall'afflusso di fondi in Svizzera avvenuto fra il luglio e l'ottobre 1963. In luglio e agosto, il Tesoro americano ha venduto \$33 milioni di franchi svizzeri a termine, in settembre un ulteriore importo di \$72 milioni e, nella prima metà di ottobre, altri \$44 milioni. Verso la fine di ottobre, un importo di \$30 milioni sui primi contratti giunti a scadenza è stato liquidato con il ricavato di un certificato di indebitamento in franchi svizzeri emesso dal Tesoro americano in favore della Confederazione svizzera. Nel marzo 1964 restava ancora da liquidare la rimanenza. Dopo essere salito al disopra dello 0,50% nell'agosto e settembre

1963, il premio a termine del franco svizzero nei confronti del dollaro è rimasto più basso per il resto dell'anno. All'inizio del 1964, la riesportazione di capitali da parte delle banche ha provocato nuovamente un aumento del premio, che, però, nell'aprile 1964, è insolitamente scomparso del tutto.

A metà marzo del 1963, una riduzione dei saggi dei buoni del Tesoro britannico, congiuntamente alla pressione sulla sterlina, ha spinto lo sconto sulla sterlina a termine a tre mesi rispetto al dollaro dallo 0,50 a quasi l'1,5%. Si è prodotto un vantaggio netto (nelle operazioni con copertura) di quasi l'1%, che è stato fronteggiato dalle autorità, forzando il mercato a pagare per il danaro preso a prestito lo 0,50% in più del saggio ufficiale di sconto. I saggi a termine si sono poi meglio allineati agli scarti dei saggi d'interesse e, in seguito all'aumento dei saggi americani per il danaro, registrato nel secondo semestre dell'anno, nel settembre 1963 lo sconto a termine sulla sterlina si è dileguato per un breve periodo. In ottobre, si è di nuovo affacciato un modesto sconto, che ha incominciato ad ampliarsi all'inizio del 1964, quando la sterlina è stata ancora una volta sottoposta a pressione, fino a raggiungere il livello di quasi lo 0,50% all'anno poco prima dell'aumento del saggio ufficiale dal 4 al 5%, introdotto il 27 febbraio 1964. Dopo questa variazione, lo sconto a termine è cresciuto ancora di circa lo 0,25%, eliminando così lo scarto fra i saggi d'interesse, con copertura, in favore di Nuova York, che era andato riaffacciandosi.

Dato il cospicuo saldo attivo della bilancia dei pagamenti della Germania, all'inizio del 1964 il premio a termine a tre mesi del DM rispetto al dollaro è passato dallo 0,50 a circa l'1%. Ciò ha indotto la Banca federale a ripristinare, il 10 marzo 1964, il sistema di speciali facilitazioni di riporto per le esportazioni di fondi da parte delle banche. Alla fine dell'aprile 1964, il premio sul mercato per il DM era sceso a meno dello 0,50%.

Nel marzo 1964, la pressione sulla lira, poco prima degli accordi conclusi dall'Italia per l'apertura di diversi crediti esteri, ha portato la sua quotazione a termine a uno sconto nei confronti del dollaro pari a un saggio d'interesse del 7,5% all'anno. Alla fine di aprile, lo sconto era appena al disotto del 2%.

Altri sviluppi valutari. Dalla primavera del 1963 non si sono verificate importanti variazioni nelle norme vigenti in Europa sul controllo valutario. Tre paesi - Francia, Germania e Svizzera - hanno introdotto, o inasprito, misure per contenere l'afflusso indesiderato di fondi. In gran parte, queste sono state già descritte nella presente Relazione e, ad ogni modo, nessuna di esse era una misura di controllo valutario nell'accezione comune di questa espressione. Qui occorre tuttavia menzionare che la Francia, oltre ad aver vietato il pagamento di interessi sui depositi in franchi di non residenti nell'aprile 1963, nell'agosto ha limitato ulteriormente la libertà dei residenti francesi nel prendere a prestito fondi da non residenti.

In Italia, durante il periodo sotto rassegna, le autorità hanno adottato due misure che, sebbene siano state prese per ragioni di politica creditizia,

hanno influito direttamente nel campo valutario. La prima è consistita nel divieto, fatto alle banche commerciali, nel settembre 1963, di accrescere il loro indebitamento verso l'estero e, difatti, nei sei mesi successivi gli istituti di credito hanno diminuito le loro passività nette estere di circa \$300 milioni. Con la seconda misura, adottata nell'aprile 1964, è stato ridotto il limite di tempo accordato per pagare le importazioni di beni durevoli a trenta giorni prima e dopo la data del loro arrivo in Italia. Precedentemente, i pagamenti potevano essere effettuati entro un anno dall'arrivo delle merci in questione.

In Austria, invece, nel 1963, le restrizioni in vigore sui movimenti di capitali sono state ulteriormente attenuate. In giugno, alle banche sono state accordate le più ampie facilitazioni per attrarre fondi a breve o a medio termine e per investire all'estero i loro capitali. Nel novembre 1963 è stata concessa ai residenti austriaci maggiore libertà di effettuare investimenti all'estero e ricevere crediti commerciali esteri.

Il 1° aprile 1964, il Giappone ha ufficialmente introdotto la convertibilità dello yen per le operazioni correnti esterne. Contemporaneamente, il Giappone si è impegnato ad adempiere gli obblighi previsti dall'Articolo VIII dell'Accordo del Fondo monetario internazionale. In connessione con ciò, l'11 marzo 1964, il Fondo ha concesso al Giappone un credito, su base "stand-by", di \$305 milioni, per la durata di dodici mesi.

* * *

Nel 1963 e nei primi mesi del 1964, l'evoluzione monetaria internazionale è stata caratterizzata, da un lato, da forti aumenti delle attività liquide estere dei paesi (senza una corrispondente riduzione in quelle delle organizzazioni monetarie internazionali) e, dall'altro, dalle generali condizioni di stabilità dei mercati dell'oro e dei cambi. L'entità degli incrementi delle risorse liquide è stata soprattutto il risultato di tre fattori: una più abbondante offerta di oro, bilance dei pagamenti con saldi attivi più cospicui in numerosi paesi in fase di sviluppo e ulteriori sottoscrizioni, da parte di alcune autorità monetarie, di certificati non negoziabili emessi dal governo americano. Anche la stabilità dei mercati dell'oro e dei cambi è stata, la conseguenza, in parte, della situazione che si è andata creando e, in parte, di una deliberata azione ufficiale, nazionale o internazionale. Sul mercato dell'oro, le operazioni del Consorzio hanno rafforzato l'effetto prodotto da una più abbondante offerta di metallo, mentre sui mercati delle principali valute la situazione di migliore equilibrio si è estrinsecata, in linea generale, in cambi più sostenuti del dollaro, pur essendosi verificate occasioni in cui — per alcune valute europee come per il dollaro — gli interventi ufficiali hanno contribuito in misura importante a mantenere condizioni di ordine sul mercato.

In complesso si può quindi dire che, durante il periodo sotto rassegna, il sistema monetario internazionale — che, nei mesi recenti, è stato oggetto di speciale studio da parte dei paesi firmatari degli Accordi generali per la concessione di crediti nel FMI (il "gruppo dei dieci"), nonché degli uffici dello stesso Fondo — ha funzionato in modo abbastanza soddisfacente. Per quanto riguarda il futuro, il funzionamento del sistema continuerà a dipendere anzitutto dai singoli paesi. La cooperazione monetaria internazionale, per quanto indubbiamente utile, non può sollevare i paesi dalle loro dirette responsabilità.

V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Dalla metà degli anni cinquanta, e soprattutto dal ritorno dell'Europa alla convertibilità esterna alla fine del 1958, le operazioni in valute estere delle banche situate in Europa e in altre parti del mondo hanno subito un'espansione assai considerevole. Questa attività non rappresenta una novità. Ma le banche hanno raccolto depositi e concesso crediti in valute, diverse da quella nazionale, su scala molto più vasta di prima e, con il passare del tempo, si è andato sviluppando anche un efficiente mercato interbancario di depositi in dollari S.U. e in altre valute estere, che, sul piano internazionale, ha agevolato il trasferimento di fondi a breve disponibili per essere concessi e ricevuti in prestito. Sebbene il complesso di queste operazioni sia andato acquistando la denominazione di mercato dell'eurodollaro o, in linea più generale, mercato delle eurodivise, altri paesi, soprattutto Canada e Giappone, vi svolgono una funzione importante.

All'inizio, la disponibilità di dollari in mani europee, risultante dal saldo passivo della bilancia dei pagamenti americana, costituì un fattore favorevole, sebbene non essenziale, allo sviluppo del mercato. Le cause fondamentali furono, in primo luogo, l'abbandono graduale dei controlli valutari, che consentì di effettuare operazioni in valute estere e, secondariamente, l'esistenza di scarti fra saggi d'interesse, nazionali e internazionali, che offrì la possibilità di svolgere proficue transazioni tanto a chi riceveva credito quanto a chi lo concedeva.

Il problema di una definizione delle eurodivise.

Voler tentare di spiegare esattamente cosa sia un'eurodivisa non è facile. L'eurodollaro può essere descritto, per esempio, come un dollaro acquisito da una banca fuori degli Stati Uniti e utilizzato direttamente o dopo essere stato convertito in un'altra valuta, per essere concesso in prestito ai settori non bancari, magari dopo essere stato ridepositato una o più volte in altre banche. Per chiarire il significato di questa definizione occorre soffermarsi su tre dei suoi aspetti. In primo luogo, la definizione implica che non tutte le passività o attività in dollari delle banche possono essere considerate eurodollari. Per quanto riguarda le passività, le banche possono effettuare prelievi da aperture di credito, accordate dai loro corrispondenti americani, per ragioni che non hanno nulla a che vedere con le loro operazioni in eurodollari. Analogamente, per quanto concerne le attività, le banche spesso collocano dollari sul mercato monetario americano per ragioni indipendenti da transazioni in eurodollari. Tuttavia, non è possibile affermare che tali passività o attività possono essere escluse, come categoria, dal totale dei fondi in eurodivise; secondo le circostanze, esse possono o non possono essere connesse con operazioni in eurodollari.

Passività e attività lorde a breve in alcune valute estere detenute dalle banche commerciali.¹

Dati di fine settembre 1963.

Voci	Dollari S.U.		Franchi svizzeri		Sterline		DM		Fiorini		Totale	
	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività
milioni di dollari S.U.												
Belgio-Lussemburgo	360	480	130	130	30	60	70	100	50	40	640	810
Francia ²	650	670	190	180	250	260	120	140	60	70	1.270	1.320
Germania	270	570	40	70	40	80	///	///	10	10	360	730
Italia												
verso non residenti	1.540	950	400	180	200	80	90	90	50	50	2.280	1.350
verso residenti non appartenenti al settore bancario	210	710	10	750	30	10	10	50	0	260	260	1.780
Paesi Bassi												
verso non residenti	270	440	30	30	40	100	20	150	///	///	360	720
verso residenti non appartenenti al settore bancario	20	10	0	—	10	10	20	0	///	///	50	20
Regno Unito ²	3.200	3.000	200	200	///	///	200	200	50	50	3.650	3.450
Svezia	80	150	20	20	10	50	0	20	10	10	120	250
Svizzera	1.060	1.280	///	///	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	(1.060)	(1.280)
Giappone ³												
verso non residenti	1.770	1.260	20	0	300	210	40	20	10	0	2.140	1.490
verso residenti non appartenenti al settore bancario	560	1.270	0	10	20	290	0	10	0	0	580	1.580
Totale	9.990	10.790	1.040	1.570	930	1.150	570	780	240	490	12.770	14.780

¹ Soltanto verso non residenti, tranne nel caso dell'Italia, dei Paesi Bassi e del Giappone. ² Soltanto verso le banche. ³ Stima.

Secondariamente, gli averi in dollari delle banche possono essere stati acquisiti non attraverso depositi in dollari, ma mediante la conversione di depositi di un'altra valuta; analogamente, i fondi in dollari delle banche possono essere investiti non soltanto in prestiti in dollari, ma in prestiti in altre valute ottenute mediante conversione. Gli eventuali scarti fra passività e attività in dollari spariscono nel caso in cui tutte le valute estere vengano considerate insieme, escludendo le operazioni di conversione dalle e nelle valute nazionali.

In terzo luogo, dai due punti precedenti si deduce che gli eurodollari non possono essere definiti esclusivamente o come depositi di dollari presso banche situate fuori degli Stati Uniti, o come attività in dollari; occorre tenere presenti entrambe le partite del bilancio.

E' pertanto evidente che non è possibile offrire un quadro statistico preciso del mercato delle eurodivise. Il meglio che si possa fare è presentare statistiche sulle attività e passività in valute estere delle banche e poi giungere a una approssimazione ragionevole circa il probabile volume dei fondi esistenti sul mercato delle eurodivise.

Volume attuale del mercato.

La precedente tabella delle attività e passività a breve in valute estere, detenute dalle banche alla fine di settembre 1963, comprende la maggior parte dei paesi, le cui banche commerciali svolgono un'importante funzione sul mercato delle eurodivise. I dati figurano al lordo, nel senso che includono depositi interbancari fra paesi; non vi sono tuttavia compresi i depositi interbancari all'interno di ciascun paese o, per numerosi paesi, le passività e i crediti verso la clientela residente non appartenente al settore bancario. Aggiungendo le stime per queste omissioni, nonché per gli altri paesi con banche che operano nel mercato, soprattutto Canada, il totale lordo delle passività in valute estere supererebbe l'importo di \$15 miliardi (con attività per un ammontare lievemente superiore).

Il significato di questo totale non è tuttavia molto grande, a causa delle duplicazioni dovute al cospicuo volume di depositi interbancari. Le operazioni interbancarie vengono effettuate soprattutto nei principali paesi dell'Europa occidentale e nel Canada ("area del mercato"), con Londra come centro più importante. Supponendo che tutti i depositi fra le banche commerciali situate nell'area del mercato possano essere esclusi come doppi, si sono ottenuti i seguenti dati quale stima approssimativa del volume netto delle attività e passività in valute estere detenute dalle banche.

Questi totali rappresentano delle stime per difetto, soprattutto perchè non è stato tenuto conto dei dati non disponibili riguardanti i residenti e perchè il presupposto che tutte le operazioni fra le banche commerciali effettuate nell'area del mercato costituiscano un doppione, pecca per eccesso.

Volume netto di attività e passività in valute estere a breve delle banche commerciali (stime).

Dati di fine settembre 1963.

Voci	Escluse le partite verso i paesi di emissione*	Comprese le partite verso i paesi di emissione*
	milioni di dollari S.U.	
Dollari S.U.		
Passività	4.450	6.700
Attività	3.350	7.800
Importo netto	- 1.100	+ 1.100
Altre principali valute assieme (£, fr.sv., DM, fiorini)		
Passività	950	1.800
Attività	1.950	3.200
Importo netto	+ 1.000	+ 1.400
Totale di tutte le valute		
Passività	5.400	8.500
Attività	5.300	11.000
Importo netto	- 100	+ 2.500

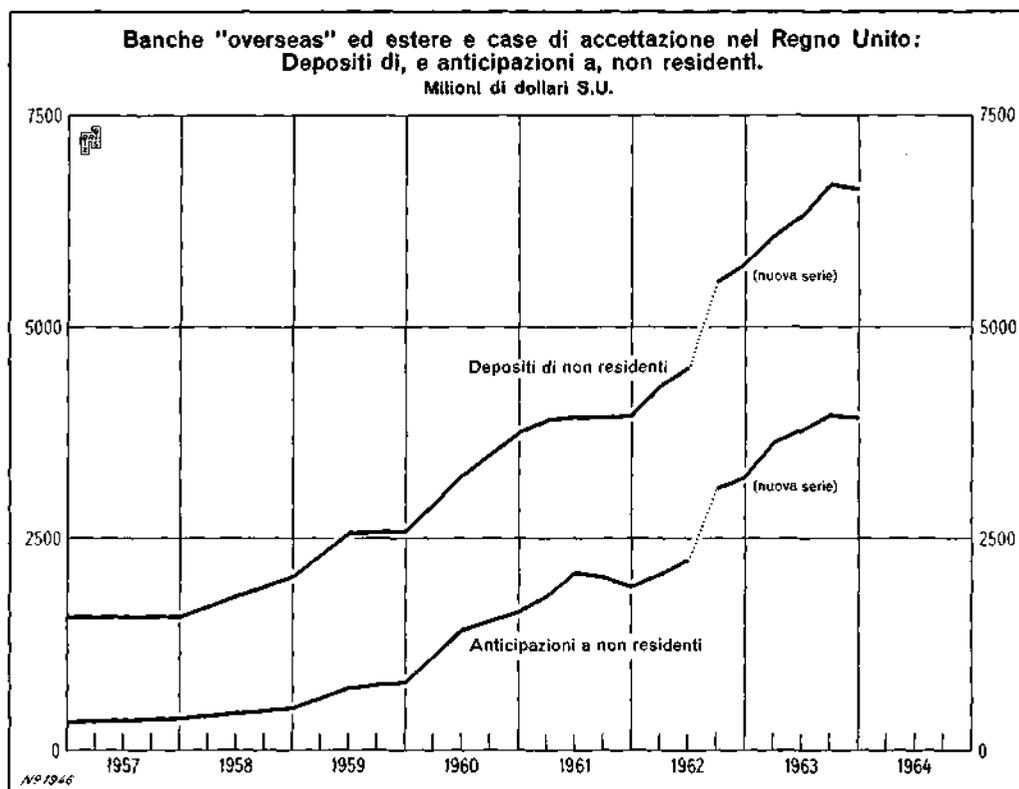
* Sono escluse le partite risultanti dai prestiti netti del Giappone in dollari e sterline, ricevuti, rispettivamente, dagli Stati Uniti e dal Regno Unito.

Nella tabella, gli importi in dollari S.U. sono riportati sia escludendo sia includendo la posizione delle banche nei confronti degli Stati Uniti; lo stesso è stato fatto per le altre valute rispetto ai loro paesi di emissione. Ciò significa che i dati nella prima colonna sono troppo modesti per potere dare la misura del fenomeno delle eurodivise, dato che occorrerebbe includervi alcune transazioni effettuate nei confronti dei paesi di emissione delle rispettive valute. D'altro lato, gli importi della seconda colonna peccano evidentemente per eccesso, in quanto comprendono un cospicuo volume di operazioni nei confronti di tali paesi, che non può essere considerato facente parte dell'euromercato. Tutto considerato, un ammontare di circa \$7 miliardi (di cui circa \$5 miliardi effettivamente in dollari S.U.) sembrerebbe una stima ragionevole della consistenza netta delle eurodivise alla fine di settembre 1963.

Evoluzione del mercato dalla fine degli anni cinquanta.

Non si dispone di dati statistici comparabili sul mercato delle eurodivise che risalgano a prima del 1963. Esiste tuttavia un indicatore utile dell'espansione generale da esso registrata dal 1957, cioè le passività e i crediti verso non residenti da parte delle banche "overseas" ed estere, nonché delle case di accettazione a Londra. Questi istituti effettuano il grosso delle operazioni in eurodivise sul mercato di Londra e costituiscono perciò il nucleo dell'intero mercato. La maggior parte della fortissima espansione - visibile nel seguente grafico - dei depositi ricevuti da, e delle anticipazioni accordate a, non residenti, negli ultimi sei anni, si è verificata nelle valute estere, soprattutto dollari.

La serie statistica fino alla fine del settembre 1962 non è del tutto completa. Tuttavia, tenuto conto delle omissioni, si può dire che, dal 1957



all'ultimo trimestre del 1963, i depositi di non residenti (compresi quelli in sterline) sono cresciuti di oltre \$4.000 milioni. Poichè, nel 1957, le passività delle banche in valute estere erano modeste, questo importo non si discosta molto dalla stima di \$3.650 milioni, cui si ritiene ammontassero al settembre 1963.

Siccome le passività lorde in valute estere delle banche del Regno Unito verso non residenti costituivano soltanto la metà circa del volume netto globale dei fondi in eurodivise, questi dati non consentono ovviamente di trarre conclusioni dettagliate sul mercato nel suo complesso. Essi suggeriscono tuttavia che il 1960 può essere stato l'anno di più rapida espansione e che, dopo un incremento alquanto meno veloce nel 1961-62, si è verificata di nuovo una certa accelerazione fino all'autunno del 1963. Su quest'ultimo punto si dispone di qualche conferma indipendente: da marzo a settembre 1963 si stima che il volume netto delle eurodivise abbia registrato un aumento di \$500 milioni, metà circa del quale era composta di fondi provenienti da paesi non appartenenti all'area OCSE. Da allora, non risulta che il mercato abbia subito un'ulteriore espansione.

Fonti e impieghi delle eurodivise.

Molto interessante è sapere da quali fonti le banche nel loro complesso traggano i loro saldi in valute estere e quali ne siano da ultimo gli impieghi

da esse effettuati. Data la funzione preminente che il dollaro svolge sull'euromercato, la discussione potrà essere imperniata principalmente su questa valuta. Le fonti e gli impieghi dei fondi (al netto), che corrispondono, rispettivamente, al passivo e all'attivo del bilancio del settore delle banche commerciali, possono essere classificati come segue.

Fonti dei saldi in dollari per le banche commerciali fuori degli Stati Uniti:

1. Istituzioni ufficiali: banche centrali, governi, organizzazioni internazionali.
2. Banche commerciali.
3. Altre fonti non bancarie: imprese e persone fisiche.

Impieghi dei saldi in dollari da parte delle banche commerciali fuori degli Stati Uniti:

1. Crediti in dollari a settori non bancari.
2. Crediti a settori non bancari dopo conversione in un'altra valuta estera o nella valuta nazionale.
3. Impiego di fondi presso banche americane e sul mercato monetario americano.

Fonti di eurodollari. Le risorse provenienti da fonti ufficiali sono affluite al mercato dell'eurodollaro tanto direttamente che indirettamente. Per quanto riguarda le fonti dirette, si ritiene che alcune banche centrali dell'Europa occidentale e di altri paesi abbiano collocato fondi in dollari, facenti parte delle loro riserve (in alcuni casi, per importi non inferiori forse a \$200 o 300 milioni), presso banche situate fuori degli Stati Uniti, allo scopo probabilmente di ritrarne un maggiore utile. Le banche centrali dei principali centri finanziari non si sono servite di questo tipo di investimenti. Esistono elementi indicanti che buona parte dei fondi è stata collocata sull'euromercato durante il 1960-61, quando i saggi sul mercato monetario americano erano bassi e lo scarto fra questi e i saggi dell'eurodollaro era piuttosto ampio. Oltre alle banche centrali, anche le organizzazioni internazionali, particolarmente la Banca dei Regolamenti Internazionali, hanno depositato fondi sull'euromercato. In aggiunta, un cospicuo volume di saldi d'esercizio in valute convertibili, detenuto dai paesi dell'Europa orientale, è depositato presso banche dell'Europa occidentale.

Quanto alle fonti ufficiali indirette, alcune banche centrali hanno agevolato il possesso di dollari da parte delle loro banche commerciali - attraverso riporti o depositi - per ragioni di politica monetaria. Le banche commerciali hanno, a loro volta, impiegato un'aliquota di questi dollari sull'euromercato. Per esempio, per la maggior parte del 1961 e 1962, la Banca federale tedesca ha aiutato gli istituti di credito tedeschi a detenere dollari, offrendo loro speciali condizioni per operazioni di riporto; all'inizio del 1962, l'importo di tali operazioni aveva raggiunto un massimo di circa \$1 miliardo. Quando la situazione della bilancia dei pagamenti subì un cambiamento,

queste condizioni speciali furono gradualmente soppresse e, alla fine del primo trimestre del 1963, gli impegni di riporto della Banca federale si erano ridotti a zero. Nel marzo 1964, quando il saldo attivo verso l'estero è di nuovo salito in misura considerevole, la Banca federale ha ripristinato i suoi speciali impegni di riporto; ma, questa volta, non erano disponibili per periodi inferiori a tre mesi e le banche che li hanno utilizzati sono state invitate a investire i dollari in buoni del Tesoro americano.

Ancora, negli ultimi quattro anni, l'Ufficio italiano dei cambi ha detenuto importi variabili in dollari - fino a quasi \$1 miliardo, nel 1962 - presso le banche italiane, in parte sotto forma di riporti e, in parte, di depositi. Dopo la fine del 1962, tuttavia, quando agli istituti di credito fu consentito di diventare debitori netti in divisa verso l'estero, essi utilizzarono un'aliquota dei crediti ricevuti per ridurre le loro passività in valute estere verso l'Ufficio dei cambi; all'inizio del 1964, queste erano conseguentemente scese ad un livello assai più basso.

Nel resto del mondo, le autorità in Giappone hanno detenuto cospicui saldi in dollari presso le banche commerciali giapponesi, allo scopo di agevolare l'espansione del credito bancario. Infine, su scala alquanto minore, la Banca nazionale svizzera ha, periodicamente, messo a disposizione coperture a termine, per consentire alle banche commerciali svizzere di detenere dollari, quale misura facente parte della sua politica di compensare afflussi indesiderati di fondi liquidi in Svizzera: per esempio, dopo la forte riduzione delle quotazioni registrata a Wall Street e la speculazione contro il dollaro canadese nell'estate del 1962 e, di nuovo, in seguito allo scoppio della crisi di Cuba nell'autunno.

E' evidente che quando le autorità tedesche, italiane o di altri paesi mettono a disposizione delle loro banche commerciali fondi in dollari in questo modo, può essere proficuo per gli istituti bancari investire tali fondi in attività del mercato monetario americano analoghe a quelle che le autorità avrebbero acquistato se avessero conservato esse stesse i fondi in dollari. In altri termini, la conclusione di impegni di riporto da parte delle autorità con le proprie banche non significa necessariamente che un importo equivalente in dollari viene collocato sull'euromercato. Ciò che si può dire, tuttavia, è che i fondi ufficiali così avviati alle banche e, perciò, indirettamente anche all'euromercato, si sono ridotti e che le fonti ufficiali, considerate complessivamente, sono pertanto diventate alquanto meno importanti, in senso relativo e assoluto, di quanto fossero due o tre anni orsono. Ora potranno ammontare a \$1,5-2 miliardi.

Per quanto riguarda le banche commerciali, gli istituti situati fuori degli Stati Uniti - per esempio in Germania e nei Paesi Bassi - hanno contribuito al volume netto di eurodollari con dollari acquistati sul mercato contro valuta locale, per esempio, da esportatori nazionali. Le banche negli Stati Uniti possono rifornire il mercato dell'eurodollaro, effettuando depositi presso banche d'oltremare, per lo più attraverso le loro filiali estere, o concedendo credito a corrispondenti d'oltremare. Quest'ultimo movimento non

dovrebbe ordinariamente interessare il mercato delle eurodivise. Ma è impossibile tirare una linea netta, dato che le banche europee possono effettuare prelievi da aperture di credito a Nuova York per superare temporanee scarsità di liquido nelle loro posizioni in eurodollari.

L'importanza quantitativa delle banche commerciali, quale fonte originaria di approvvigionamento, è perciò particolarmente difficile da stimare. Per quanto concerne gli eurodollari, il contributo delle banche sembra, tuttavia, essere stato inferiore a quello dei settori non bancari e delle istituzioni ufficiali.

I settori non bancari sono ora forse diventati le fonti più importanti di fondi in eurodollari. Le imprese e le persone fisiche sono state indotte a conservare, sia per profitto che per comodità, importi crescenti di dollari fuori, invece che all'interno, degli Stati Uniti. Inoltre, l'esistenza del mercato dell'eurodollaro ha costituito un incentivo, per le imprese non americane che lavorano per il commercio estero, a mantenere comunque maggiori saldi d'esercizio in dollari, risparmiando così il costo della conversione nella e dalla moneta nazionale.

Siccome il dollaro è una moneta di vasto impiego negli scambi internazionali, è logico che le imprese non americane che lavorano per il commercio estero tengano parte della loro liquidità in dollari. E' tuttavia probabile, sebbene non esistano precise informazioni, che le imprese americane nel fornire fondi al mercato dell'eurodollaro abbiano un'importanza maggiore, e che questa, negli ultimi due o tre anni, sia notevolmente cresciuta. Le società con sede negli Stati Uniti hanno investito fondi in dollari direttamente in Europa e un determinato ammontare ha raggiunto le banche europee attraverso il Canada. Più significativa è stata peraltro l'attività delle filiali d'oltremare delle società americane situate, in parte, in Europa, ma più particolarmente nell'America latina e nel Medio Oriente. Il movimento di fondi liquidi americani verso banche all'estero si è naturalmente rispecchiato nel saldo passivo, quale appare dalle statistiche degli anni recenti relative alla bilancia dei pagamenti americana.

Riassumendo, tutte le fonti elencate hanno contribuito a far affluire fondi verso il mercato dell'eurodollaro, ma, negli ultimi due anni, si è notato che il peso si è lievemente spostato dalle banche centrali alle fonti non bancarie. Dal punto di vista geografico, le istituzioni ufficiali, che hanno avviato fondi al mercato dell'eurodollaro, si trovano quasi tutte in Europa (compresa l'Europa orientale), mentre le risorse provenienti dai settori non bancari sono affluite, in ampia misura, da altre regioni.

Fonti di altre eurodivise. Molto meno si può dire delle valute diverse dal dollaro. Per quanto riguarda la sterlina, le principali fonti dei saldi, che vengono avviati a banche di Parigi (centro delle operazioni in eurosterline) e di altri paesi, sembrano trovarsi fuori dell'area OCSE. Ciò concorderebbe con il fatto che l'importanza della sterlina come moneta per gli scambi e di riserva è anche massima in altre regioni. Le fonti del franco svizzero, del

fiorino e del DM sono tuttavia, in ampia misura, europee, soprattutto banche commerciali. Da un lato, le banche svizzere, olandesi e tedesche hanno concesso credito o depositi nella propria moneta a banche all'estero. Dall'altro, le banche sono entrate in possesso di valute estere attraverso operazioni di riporto; le banche olandesi, per esempio, sembrano avere raccolto fondi in DM in questo modo, mentre le banche italiane hanno effettuato riporti di dollari e sterline contro franchi svizzeri e fiorini.

Impieghi delle eurodivise. L'impiego finale delle eurodivise comporta la concessione di credito ai settori non bancari. Queste operazioni comprendono i primi due tipi di impiego considerati nello schema a pagina 148. Tuttavia, sebbene il mercato dipenda dal proficuo utilizzo finale di questo genere, le banche impiegano anche dollari (e altre valute) in attività del mercato monetario per conseguire una maggiore libertà di movimento e flessibilità nelle loro operazioni. Un utilizzo di tipo speciale si ha quando le filiali d'oltremare delle banche americane riavviano depositi di dollari alla sede principale negli Stati Uniti, un'operazione che hanno effettuato su scala abbastanza vasta.

Gli utilizzatori finali di eurodivise le impiegano soprattutto per finanziare il commercio estero. Nel caso degli eurodollari, ciò non vale soltanto per i molteplici clienti fuori degli Stati Uniti che impiegano il dollaro come moneta per gli scambi, ma anche per alcune imprese americane, che si sono rivolte per credito all'euromercato invece che a Nuova York, come, per esempio, esportatori di cotone e di grano. Ma se i saggi d'interesse, o la scarsità di credito all'interno del paese, sono tali da stimolare le imprese a chiedere crediti in valuta estera invece che in quella nazionale, diventa impossibile distinguere quali transazioni si vogliono effettivamente finanziare con quei fondi. Inoltre, è evidente che alcuni crediti in eurodivise non avevano nulla a che fare con il commercio estero; per esempio, alcuni operatori in titoli americani si sono rivolti per credito al mercato dell'eurodollaro invece che alle banche a Nuova York. Sia detto per inciso, recentemente le filiali europee di banche americane hanno rimesso alla sede principale un minore volume di depositi in eurodollari che alcuni anni orsono e hanno concesso un maggiore volume di crediti alla clientela locale, soprattutto filiali e succursali estere di società americane.

Oltre il 30% dei recenti utilizzatori finali di eurodollari (notevolmente meno nel caso di altre eurodivise) risiedeva, a quanto pare, fuori dell'Europa occidentale e dell'America settentrionale. Non è possibile dire di più sulla distribuzione geografica in generale. Ma i crediti esteri netti ottenuti in tempi diversi particolarmente da quattro paesi: Regno Unito, Giappone, Italia e Belgio, aiutano a chiarire dove si siano diretti i fondi in eurodivise.

Il Regno Unito è stato un debitore netto di eurodivise sin dalle prime fasi di sviluppo del mercato. Il credito netto ricevuto è dovuto al fatto che le banche hanno convertito i fondi in eurodivise in sterline (con copertura), allo scopo di concedere prestiti a una determinata clientela nazionale, soprattutto autorità locali e società di finanziamento. L'importo convertito ha

presentato fluttuazioni, ma è rimasto modesto in rapporto alle passività globali in valute estere delle banche; il suo ordine di grandezza è di alcune centinaia di milioni di dollari. Nel 1963, questa categoria di operazioni è divenuta meno allettante e ha manifestato la tendenza a declinare.

In Giappone, le eurodivise hanno costituito una aliquota notevole dei crediti che, nel 1961, le banche giapponesi hanno ottenuto all'estero e hanno continuato a rappresentare una fonte di credito, soprattutto per il finanziamento del commercio estero giapponese. Sembra che queste operazioni siano ammontate a diverse centinaia di milioni di dollari. Le banche giapponesi hanno inoltre utilizzato i depositi in dollari delle autorità giapponesi per concedere credito alla clientela.

Nel caso dell'Italia, dal novembre 1962 al settembre 1963, l'indebitamento netto delle banche verso non residenti è cresciuto di circa \$1 miliardo. La maggior parte di esso era composta di eurodivise e la contropartita attiva delle banche consisteva in crediti in valute estere verso residenti. Nel 1963, questi crediti hanno costituito la maggiore partita singola per quanto riguarda gli utilizzi sull'euromercato. In un dato momento, circa metà dei crediti era in franchi svizzeri; oltre ai crediti in questa moneta e in dollari, è stato concesso anche un cospicuo volume di prestiti in fiorini e in DM.

In Belgio, nel 1960-61 e poi, di nuovo, nel 1963, il Tesoro ha finanziato parte del disavanzo di bilancio aumentando il suo debito fluttuante in valuta estera che, alla fine del 1963, aveva raggiunto oltre \$200 milioni. In aggiunta, le banche hanno finanziato averi in carta del Tesoro, denominata in franchi belgi, contraendo prestiti esteri ed effettuando operazioni di riporto. La fonte di una parte di tutti questi crediti si trova sul mercato delle eurodivise. Nel 1963, le autorità belghe hanno anche ricevuto fondi a medio termine dal mercato dell'eurodollaro e precisamente due prestiti, di \$20 milioni, con scadenza di tre anni, emessi sul mercato di Londra.

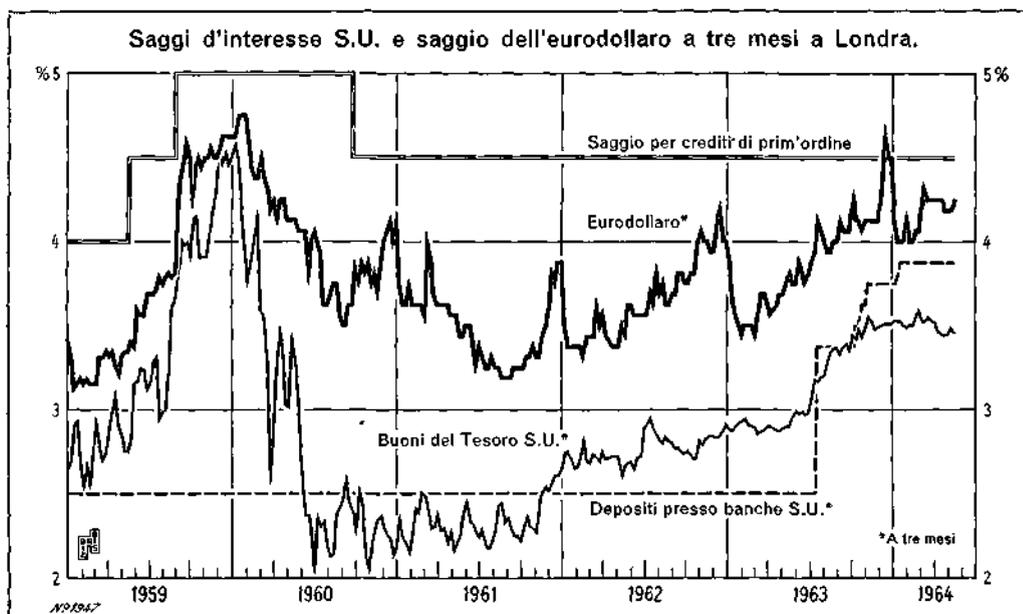
Saggi d'interesse dell'eurodollaro.

Mentre il costo del credito è di primaria importanza per ogni mercato finanziario, per le eurodivise esso è decisivo. In effetti, la possibilità di operare proficuamente sugli scarti esistenti fra i saggi d'interesse, nazionali e internazionali, ha costituito per le banche l'incentivo principale a sviluppare le operazioni in eurodivise.

Per quanto riguarda gli eurodollari e le loro fonti, non v'è dubbio che alcuni saldi in dollari siano stati depositati fuori degli Stati Uniti per ragioni che nulla hanno a che fare con l'attrattiva esercitata dai saggi d'interesse, quali comodità, vantaggi fiscali, ecc. Ma, in linea di massima, le banche hanno potuto attirare depositi in dollari, pagando saggi più elevati di quelli corrisposti per impieghi analoghi a Nuova York. Quanto all'impiego proficuo di questi fondi, le banche hanno concesso anticipazioni in dollari a utilizzatori finali a saggi effettivi competitivi con quelli praticati dalle banche di Nuova York o - nel caso della clientela che non ha accesso al

mercato di Nuova York — con i saggi dei crediti in moneta locale. In altri casi in cui gli scarti fra i saggi (e le norme sul controllo valutario) lo hanno consentito, le banche, prima di concedere credito ai settori non bancari, hanno effettuato riporti di dollari contro qualche altra moneta, possibilmente, ma non necessariamente, quella locale. Difatti, alcune banche offrono alla clientela una grande varietà di valute a saggi d'interesse diversi, il cui livello dipende dal costo della copertura a termine.

Negli Stati Uniti, il limite in vigore sui saggi d'interesse per i depositi in conformità della Disposizione Q è stato un fattore che ha stimolato l'espansione dei depositi in dollari presso le banche estere. Inoltre, le banche estere pagano interessi sui depositi alla giornata e a brevissima scadenza, cosa che è illegale negli Stati Uniti. A prescindere da ciò, rimane tuttavia il fatto che da molte banche le operazioni in eurodivise sono considerate un



tipo di transazioni abbastanza marginali e vengono effettuate con uno scarto, fra saggi creditori e debitori, inferiore a quello ammissibile per le operazioni correnti nella valuta del proprio paese. Questo vale soprattutto per le operazioni su vasta scala che vengono effettuate sul mercato interbancario.

L'introduzione, nell'attività bancaria, di questo nuovo elemento di concorrenza internazionale ha esercitato una notevole influenza sull'evoluzione dei saggi d'interesse in diversi paesi. In Europa, specialmente in Italia, sembra che si sia prodotta una pressione in diminuzione sui saggi del credito bancario.

Negli Stati Uniti, il saggio massimo che, in base alla Disposizione Q, può essere pagato sui depositi vincolati a tre o più mesi, è stato portato al 4% nel luglio 1963. Le banche di Nuova York corrispondono ora il 4% sul denaro a sei mesi che, se investito sotto forma di certificati di deposito,

costituisce per i detentori un impiego liquido. Anche i saggi dei buoni del Tesoro sono aumentati a Nuova York, sebbene in misura alquanto minore. Tuttavia, non si è verificato alcun aumento generale dei saggi praticati per la concessione del credito da parte delle banche di Nuova York; in altri termini, in questo centro, lo scarto fra saggi debitori e creditori si è ridotto. Di conseguenza, poichè il saggio sui depositi di eurodollari a tre mesi supera ora il 4%, negli ultimi mesi gli scarti fra il saggio dell'eurodollaro e quello di Nuova York sono stati notevolmente inferiori a quelli di uno o due anni fa.

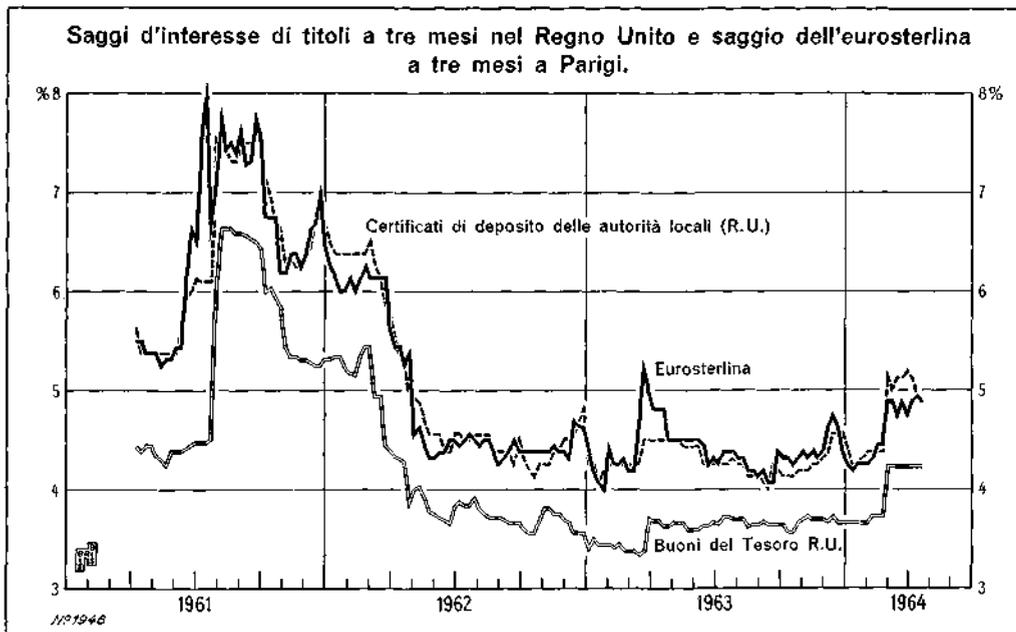
Saggi d'interesse di altre eurodivise.

I saggi d'interesse su depositi in altre eurodivise tendono a corrispondere al rendimento netto che è possibile ritrarre da un riporto contro dollari. Per esempio, se il saggio a tre mesi del DM o del franco svizzero nei confronti del dollaro è quotato a un premio annuale dello 0,50%, il saggio d'interesse a Londra sui depositi a tre mesi in DM o in franchi svizzeri tenderà a essere inferiore di circa lo 0,50% a quello sui depositi di dollari a tre mesi. Difatti, il mercato tratta fondi liquidi, quale che sia la loro denominazione, e i saggi d'interesse relativi alle diverse valute devono rispecchiare il costo della copertura a termine.

Un esempio di quanto gli eurosaggi possano essere indipendenti dai saggi in vigore sui mercati monetari nazionali è offerto dall'euromarco negli anni 1960-61. Durante i primi tre trimestri del 1960, i saggi d'interesse sul mercato monetario tedesco aumentarono in misura assai notevole (il saggio di sconto essendo stato portato dal 4 al 5%); il saggio dell'euromarco a tre mesi a Londra scese tuttavia da un massimo del 4,5% all'inizio dell'anno a circa il 2,5% in autunno, perchè il saggio d'interesse del dollaro diminuì tanto a Nuova York che a Londra e contemporaneamente il DM a termine si stava rafforzando, mentre il mercato monetario tedesco non era liberamente accessibile ai non residenti.

Dopo la metà del 1961, quando in Germania i saggi d'interesse stavano riducendosi lentamente, gli eurosaggi del DM (congiuntamente a quelli del franco svizzero e del fiorino) cominciarono ad aumentare e, difatti, salirono di ben due punti, dall'1 al 3%. Ciò accadde, in parte, perchè i saggi degli eurodollari invertirono la tendenza e presero a salire - dato che il riporto contro sterline era diventato più allettante dopo l'aumento del saggio di sconto nel Regno Unito - ma soprattutto perchè lo sconto a termine sul dollaro rispetto alle valute continentali si era ridotto: nel caso del DM dal 2,5 a poco più dello 0,50%.

Nel caso della sterlina, il mercato monetario nel Regno Unito offre una gamma particolarmente vasta di possibilità di investimento. Perciò, i saggi dell'eurosterlina non sono determinati unicamente dai saggi dell'eurodollaro e dal costo del riporto di sterline contro dollari. Questo è indubbiamente il fattore più importante, ma, in aggiunta, i saggi dell'eurosterlina



devono essere concorrenziali con quelli che si possono ottenere per investimenti analoghi nel Regno Unito; e il costo del riporto sarà, a sua volta, influenzato da questi saggi, quali che essi siano. Il rapporto di causa ed effetto funziona così in entrambi i sensi. Il grafico mostra quanto il saggio dell'eurosterlina a tre mesi e quello per i titoli a tre mesi delle autorità locali nel Regno Unito abbiano proceduto strettamente di conserva. Il loro rapporto è duplice: sono direttamente concorrenziali l'uno nei confronti dell'altro (per detentori non residenti di sterline) e sono legati attraverso il costo del riporto di dollari.

Il saggio dell'eurosterlina è stato notevolmente superiore al saggio del credito concesso alle autorità locali soltanto nei periodi di speculazione contro la sterlina, cioè nel luglio 1961 e in parte del primo trimestre del 1963.

Regolamenti valutari, controlli bancari e mercato delle eurodivise.

A prescindere dagli scarti fra i saggi d'interesse, l'evoluzione delle operazioni in eurodivise è dovuta a banche che disponevano di una notevole libertà di movimento per effettuare transazioni in valute estere. Nell'ultimo decennio, tale libertà è stata accordata su vasta scala, generalmente prima che l'Europa occidentale ripristinasse la convertibilità esterna, alla fine del 1958. Tuttavia, nella maggior parte dei paesi europei sono tuttora in vigore alcune restrizioni valutarie, sia per le banche che per i settori non bancari, e sono stati utilizzati anche altri mezzi per influire sulla posizione netta delle banche rispetto ai non residenti.

Nel Regno Unito, verso la fine dell'estate 1957, le operazioni delle banche in valute estere ricevettero un forte incentivo, quando furono introdotte restrizioni temporanee sui crediti in sterline concessi all'estero, per

operazioni fra non residenti. Le transazioni in valute estere furono sviluppate principalmente dalle banche "overseas" e dalle case di accettazione, che, per tradizione, hanno svolto una funzione preminente nelle operazioni bancarie internazionali della City. Forse, è pure significativo il fatto che queste banche non sono obbligate a osservare i rapporti di liquidità che valgono per le banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione.

Come è già stato menzionato, i crediti netti in eurodivise ricevuti dal Regno Unito sono dovuti a operazioni di riporto contro sterline, effettuate dalle banche per concedere credito ad autorità locali e altri settori. I residenti del Regno Unito appartenenti ai settori non bancari non possono contrarre direttamente prestiti all'estero senza autorizzazione. Nell'autunno 1963 è stato annunciato che in futuro le autorità locali potranno ottenere parte dei loro finanziamenti dal Tesoro e che verrà posto un limite alla consistenza del loro indebitamento a scadenza inferiore a un anno; tali misure ridurranno il margine per la futura espansione di questo tipo di operazioni creditizie a breve termine.

In Svizzera, un incentivo ai depositi in valute estere è stato offerto dal "gentleman's agreement", originariamente concluso fra la Banca nazionale svizzera e gli istituti di credito nell'agosto 1960, che vietava il pagamento di interessi sui nuovi depositi in franchi svizzeri di non residenti. Questa misura ha anche avuto la tendenza a stimolare le operazioni in eurofranchi svizzeri all'estero. Il programma antinflazionistico del governo, introdotto nella primavera del 1964, contiene una disposizione in base alla quale le banche sono tenute a collocare all'estero, in valuta estera, la contropartita dei nuovi depositi di non residenti in franchi svizzeri o di sterilizzarne gli importi presso la banca centrale.

In Germania e nei Paesi Bassi non esistono restrizioni legali sulle operazioni in valute estere effettuate dalle banche. D'altra parte, durante questi ultimi anni, le misure di politica monetaria hanno indotto le banche, in diversi periodi, a impiegare fondi sull'euromercato (come pure negli Stati Uniti). Dalla fine del 1959 fino alla metà circa del 1962, le autorità tedesche si preoccuparono di stimolare il deflusso e scoraggiare l'afflusso di fondi liquidi e, dall'inizio del 1964, la politica monetaria si è di nuovo orientata verso questo obiettivo. Oltre alle sue speciali facilitazioni di riporto, la Banca federale ha impiegato soprattutto due tipi di misure: in primo luogo, il divieto di pagare interessi su depositi di non residenti; e, secondariamente, aumenti delle riserve minime che le banche devono tenere in rapporto alle passività estere.

Nei Paesi Bassi, nel 1961 e poi di nuovo nel 1963-64, le autorità hanno ridotto la concessione di credito all'interno del paese, ponendo un limite alla misura in cui il credito bancario globale a residenti olandesi potrà espandersi. Se il limite globale stabilito viene superato, le singole banche dovranno effettuare presso l'istituto di emissione depositi infruttiferi per un importo pari alla loro particolare eccedenza. Questa misura stimola le banche a tenere fondi liquidi all'estero.

In Italia, le banche erano tenute a mantenere in equilibrio la loro posizione valutaria nei confronti di non residenti a partire dal gennaio 1961, ma questa misura fu sospesa nel novembre 1962. Le banche non possono ordinariamente convertire valute estere in lire; e ai settori non bancari è vietato di contrarre direttamente prestiti all'estero. Pure significativo, a questo proposito, è il fatto che le riserve minime legali delle banche italiane non si applicano alle passività in valute estere.

Infine, in Francia, l'attuale disciplina valutaria è, a grandi linee, analoga a quella dell'Italia. Le banche, ma non i settori non bancari, possono essere debitori netti di valute all'estero, ma non possono convertire i crediti ottenuti in moneta nazionale. E' consentito di effettuare anticipazioni in valute estere a residenti per finanziare il commercio estero; negli anni recenti, questa categoria di crediti non ha registrato un'espansione inconsueta. Il sistema francese delle riserve minime, i cosiddetti "coefficienti di liquidità", si applica a tutte le passività delle banche. Nell'aprile 1963, le autorità francesi hanno seguito l'esempio della Svizzera e della Germania, vietando il pagamento di interessi su depositi in franchi francesi detenuti da non residenti; ma finora le operazioni in eurofranchi sono rimaste assai modeste.

Mercato dell'eurodollaro e bilancia dei pagamenti americana.

In una prima fase, il saldo passivo di base della bilancia dei pagamenti americana ha contribuito allo sviluppo del mercato dell'eurodollaro, con il conseguente afflusso di cospicui importi di dollari verso altri paesi. Successivamente, il mercato ha attirato, direttamente o indirettamente, altre risorse da imprese americane e dalle loro filiali estere. Questo movimento ha provocato (nel limite in cui non ha finanziato un volume supplementare di importazioni americane) un incremento delle passività liquide americane verso non residenti, ciò che, in base all'attuale presentazione statistica, significa un aumento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Non è chiaro, tuttavia, in quale misura sia esistito un problema di finanziamenti esteri addizionali per gli Stati Uniti.

Anzitutto, quando vengono impiegati fondi americani sul mercato dell'eurodollaro, il conseguente incremento delle passività liquide americane non è che la contropartita di un aumento nei crediti liquidi degli Stati Uniti. Fino a quando i dollari rimangono nel mercato, cioè fino a quando la passività americana è verso un non residente privato, la riserva aurea americana non può esserne influenzata. Ma essa può subirne ovviamente l'influenza, quando i saldi in dollari affluiscono alle riserve ufficiali di un altro paese. D'altra parte, l'euromercato agevola anche l'utilizzo di dollari detenuti da non residenti, manifestando così la tendenza a limitare i saldi in dollari che vengono ceduti alle autorità. Inoltre, in una certa misura, il mercato dell'eurodollaro si è semplicemente sostituito alle banche di Nuova York nel finanziare il commercio estero e, in tale misura, la bilancia dei pagamenti americana non ne risente.

Non è pertanto possibile dire quale sia stato l'effetto netto di questi fattori. Il mercato dell'eurodollaro può aver aggravato il problema della bilancia dei pagamenti americana, ma la sua influenza non può essere stata molto grande nei confronti di un problema che esisteva comunque.

* * *

Il mercato delle eurodivise si è sviluppato rapidamente nello spazio di alcuni anni e costituisce oggi un'importante fonte di credito internazionale. Esso ha compiuto senza sforzo importanti spostamenti nelle fonti e negli impieghi delle sue risorse. Permette, su vasta scala, l'incontro di chi vuole concedere e di chi vuole ottenere credito, offrendo a entrambi condizioni più favorevoli di quanto sarebbe altrimenti possibile, e lo stimolo che esso ha impresso all'unificazione dei saggi del denaro è stato utile, anche nel contesto più ampio dell'equilibrio monetario internazionale.

Contemporaneamente, il mercato è stato fatto oggetto di alcune critiche, in particolare, che esso ostacola gli sforzi per dominare l'inflazione e che porta a pratiche bancarie non ortodosse che potrebbero dimostrarsi pericolose nel caso di cospicui prelievi da parte dei depositanti. Per quanto riguarda l'inflazione, il credito concesso a un paese dall'euromercato può consentire al settore privato di aggirare una limitazione del credito all'interno del paese, o può permettere alle autorità di differire l'adozione di misure correttive per eliminare un saldo passivo verso l'estero. Quanto alle pratiche bancarie non ortodosse, è possibile che alcuni istituti di credito abbiano considerato le transazioni in eurodivise essenzialmente come operazioni valutarie e può darsi che non sempre abbiano dedicato sufficiente attenzione alla situazione e solvibilità di singoli clienti. L'attenzione su questo aspetto è stata attirata da alcuni crediti inesigibili in cui le banche sono incorse nel 1963, nello svolgimento delle loro operazioni in valute estere. Si afferma, inoltre, che un lungo seguito di operazioni interbancarie potrebbe avere per effetto un'eccessiva estensione dei periodi, per i quali gli utilizzatori finali ottengono credito, rispetto alle scadenze, alle quali i depositanti originari impiegano i fondi, in parte, perchè i modesti scarti fra i saggi d'interesse possono spingere le banche a cercare rendimenti più elevati attraverso la concessione di credito a lungo termine.

Sebbene le predette argomentazioni abbiano la loro parte di verità, è facile esagerare. In particolare, non esiste alcuna prova che le operazioni in eurodivise abbiano provocato il diffuso abbandono dei canoni di una prudente prassi bancaria. Inoltre, le argomentazioni circa il contenimento dell'inflazione e la possibilità di incorrere in crediti inesigibili sarebbero applicabili, in gran parte, non alla concessione dei crediti in eurodivise come tali, ma al credito internazionale in generale. Alcuni dei commenti che tale mercato ha provocato rispecchiano, senza dubbio, l'elemento di novità, nonché la crescente importanza delle eurodivise nei movimenti dei capitali a breve che si sono verificati negli anni recenti. Finora, difatti, non sembra che il mercato abbia dato luogo per le autorità a problemi di ordine diverso da quelli creati da altri movimenti di fondi a breve.

VI. L'ACCORDO MONETARIO EUROPEO.

L'Accordo monetario europeo entrò in vigore il 27 dicembre 1958. Esso funziona nel quadro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico che, nel settembre 1961, ha sostituito l'Organizzazione europea per la cooperazione economica. L'accordo presenta due caratteristiche principali: il Fondo europeo e il Sistema multilaterale di regolamenti.

Nell'effettuare la revisione prescritta dall'articolo 32 dell'Accordo, il Comitato di Direzione non ha ritenuto opportuno di procedere per il momento a modificazioni sostanziali dell'AME. In base alle raccomandazioni formulate dal Comitato, alla fine del 1963 il Consiglio ha deciso di prorogare la durata dell'Accordo fino al 31 dicembre 1964 e di effettuare una nuova revisione dell'Accordo durante questo periodo.

Le poche modificazioni al funzionamento dell'Accordo, attuate nel 1964, sono descritte nella prima parte del presente capitolo; la seconda e la terza parte trattano delle operazioni effettuate fino al 31 marzo 1964, nonché dell'amministrazione del Fondo europeo e del Sistema multilaterale di regolamenti.

1. Proroga dell'Accordo.

L'unica modificazione che, in occasione della proroga, è stata apportata alle disposizioni dell'Accordo riguarda il numero dei membri del Comitato di Direzione, che è stato elevato da sette a otto; conseguentemente, è stata modificata la norma che regola la maggioranza, nel senso che le decisioni saranno adottate con una maggioranza di cinque membri o di quattro compreso il presidente.

Poco tempo dopo la proroga dell'Accordo, il Consiglio, su raccomandazione del Comitato di Direzione, introdusse un nuovo metodo per calcolare i versamenti semestrali degli interessi sulle contribuzioni. Il nuovo metodo, la cui adozione non ha comportato alcuna modificazione nel testo dell'Accordo, è stato applicato per la prima volta al pagamento degli interessi relativi al secondo semestre del 1963. Secondo il preesistente sistema gli interessi venivano versati, per il semestre in considerazione, in quote uniformi calcolate su base annua. Questo metodo presentava lo svantaggio che i vari paesi ricevevano frazioni disuguali delle entrate nette complessivamente loro spettanti, ogniqualvolta la loro partecipazione relativa al capitale subiva fluttuazioni in seguito, per esempio, alle rettifiche apportate alle contribuzioni o al versamento di una contribuzione che precedentemente era stata differita. Allo scopo di evitare questi inconvenienti, nel futuro i versamenti semestrali per interessi verranno determinati in modo che l'importo cumulativo degli interessi versati a ciascun paese rappresenti una frazione uniforme della rispettiva partecipazione globale alle entrate nette, come se il Fondo venisse liquidato alla fine del semestre considerato.

2. Operazioni in base all'Accordo.

Fondo europeo.

A. CONCESSIONE E UTILIZZO DI CREDITI. I crediti concessi dal Fondo, il saggio d'interesse praticato sugli importi prelevati e la commissione per il servizio sugli importi non prelevati sono riportati nella tabella. Tutti gli importi vengono prelevati e devono essere rimborsati in oro.

AME: Crediti concessi dal Fondo europeo.

	Credito concesso	Durata del credito	Saggio d'interesse sugli importi prelevati	Commissione sugli importi non prelevati
	milioni di unità di conto		percentuali annuali	
Crediti rimborsati o annullati				
Grecia	15,0	Dal 16 febbraio 1959 al 16 dicembre 1959	3,5	0,25
Turchia (1° credito)	21,5	Dal 16 febbraio 1959 al 15 febbraio 1961	3,5	0,25
Spagna	75,0	Dal 1° agosto 1959 al 16 febbraio 1961	3,75	0,25
	25,0	Dal 15 febbraio 1960 al 9 agosto 1961		
Islanda (1° credito)	7,0	Dal 20 febbraio 1960 al 19 febbraio 1962	4	0,25
	5,0	Dal 1° agosto 1960 al 1° aprile 1962		
Turchia (2° credito)	15,0	Dal 1° gennaio 1961 al 31 dicembre 1962	3,75	0,25
	20,0	Dal 15 febbraio 1961 al 14 febbraio 1963		
Islanda (2° credito)	15,0	Dal 1° luglio 1961 al 30 giugno 1963	3,75	0,25
	5,0	Dal 1° aprile 1962 al 1° aprile 1963		
Crediti disponibili				
Turchia (3° credito)	20,0	Dal 1° aprile 1962 al 31 marzo 1965	3,75	0,25
	25,0	Dal 1° agosto 1962 al 31 luglio 1965		
Turchia (4° credito)	35,0	Dal 15 marzo 1963 alle date indicate sotto*	3,5	0,25
	15,0	Dal 30 giugno 1963 alle date indicate sotto*		
Credito concesso e non disponibile a fine marzo 1964				
Turchia (5° credito)	20,0	Dal 10 aprile 1963 alle date indicate sotto*	3	0,25

* Il quarto credito dovrà essere rimborsato nella misura e alle date seguenti: 10 milioni il 31 ottobre 1964, 15 milioni il 15 marzo 1966, 15 milioni il 31 ottobre 1966 e 10 milioni il 15 marzo 1967. Il quinto credito dovrà essere rimborsato in quattro rate, ciascuna di \$5 milioni, alle date seguenti: 30 novembre 1964, 31 dicembre 1964, 31 gennaio 1965 e 28 febbraio 1965.

A fine marzo 1963, a due paesi erano stati accordati crediti per un totale di \$100 milioni*; su questo importo erano stati prelevati \$95 milioni.

* Per ragioni di convenienza, il segno del dollaro (\$) è usato nel testo di questo capitolo, sia che l'importo a cui si riferisce riguardi dollari americani o oro, sia unità di conto AME.

Il credito di \$5 milioni accordato all'Islanda dal 1° aprile 1962 fu annullato con decorrenza dal 1° aprile 1963, senza che fosse stato effettuato alcun prelievo.

Il 30 giugno 1963, cioè alla scadenza, la Turchia ha rimborsato al Fondo europeo la terza ed ultima "tranche" di \$15 milioni del secondo credito. Alla stessa data, la Turchia ha prelevato la seconda "tranche" di \$15 milioni del quarto credito accordatole, sicchè l'importo totale dei crediti prelevati e da rimborsare ammonta a \$95 milioni, livello al quale è rimasto dal marzo 1963. Il terzo credito di \$45 milioni, concesso nel marzo 1962, è stato reso disponibile in due "tranches", ciascuna della durata di tre anni. La prima "tranche" (di \$20 milioni disponibili dal 1° aprile 1962) e la

AME: Utilizzo dei crediti concessi.

Dopo le operazioni del mese	Grecia			Turchia		Spagna		Islanda		Totali	
	Disponibile e non prelevato	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Disponibile e non prelevato	Totale crediti concessi
milioni di unità di conto											
1959											
Febbraio . .	15,0	21,5	—	—	—	—	—	—	—	36,5	36,5
Giugno . . .	15,0	20,5	1,0	—	—	—	—	—	—	35,5	36,5
Luglio	15,0	19,5	2,0	51,0	24,0	—	—	—	—	85,5	111,5
Agosto . . .	15,0	13,5	8,0	51,0	24,0	—	—	—	—	79,5	111,5
Ottobre . . .	15,0	2,5	19,0	51,0	24,0	—	—	—	—	68,5	111,5
Novembre . .	15,0	1,5	20,0	51,0	24,0	—	—	—	—	67,5	111,5
Dicembre . .	—	0,5	21,0	51,0	24,0	—	—	—	—	51,5	96,5
1960											
Febbraio . .	—	0,5	21,0	76,0	24,0	2,0	5,0	78,5	50,0	128,5	128,5
Marzo	—	—	21,5	76,0	24,0	2,0	5,0	78,0	50,5	128,5	128,5
Giugno	—	—	21,5	76,0	24,0	—	7,0	76,0	52,5	128,5	128,5
Luglio	—	—	21,5	76,0	24,0	5,0	7,0	81,0	52,5	133,5	133,5
Dicembre . .	—	15,0	21,5	76,0	24,0	5,0	7,0	96,0	52,5	148,5	148,5
1961											
Gennaio . . .	—	15,0	21,5	100,0	—	5,0	7,0	120,0	28,5	148,5	148,5
Febbraio . .	—	13,0	22,0	25,0	—	5,0	7,0	43,0	29,0	72,0	72,0
Giugno	—	15,0	35,0	25,0	—	5,0	7,0	45,0	42,0	87,0	87,0
Luglio	—	—	50,0	25,0	—	5,0	7,0	30,0	57,0	87,0	87,0
Agosto . . .	—	—	50,0	—	—	5,0	7,0	5,0	57,0	62,0	62,0
Dicembre . .	—	—	50,0	—	—	7,0	5,0	7,0	55,0	62,0	62,0
1962											
Gennaio . . .	—	—	50,0	—	—	9,5	2,5	9,5	52,5	62,0	62,0
Febbraio . .	—	—	50,0	—	—	5,0	—	5,0	50,0	55,0	55,0
Marzo	—	20,0	50,0	—	—	5,0	—	25,0	50,0	75,0	75,0
Giugno	—	—	70,0	—	—	5,0	—	5,0	70,0	75,0	75,0
Luglio	—	25,0	70,0	—	—	5,0	—	30,0	70,0	100,0	100,0
Ottobre . . .	—	—	95,0	—	—	5,0	—	5,0	95,0	100,0	100,0
Dicembre . .	—	—	80,0	—	—	5,0	—	5,0	80,0	85,0	85,0
1963											
Febbraio . .	—	—	60,0	—	—	5,0	—	5,0	60,0	65,0	65,0
Marzo	—	—	95,0	—	—	—	—	—	95,0	95,0	95,0
1964											
Marzo	—	—	95,0	—	—	—	—	—	95,0	95,0	95,0

seconda "tranche" (di \$25 milioni disponibili dal 1° agosto 1962) sono state prelevate per intero, rispettivamente il 12 giugno 1962 e il 9 ottobre 1962.

Il quarto credito, per l'importo di \$50 milioni, concesso nel marzo 1963 è stato pure reso disponibile in due "tranches": la prima di \$35 milioni a partire dal 15 marzo 1963, è stata interamente prelevata il 21 marzo 1963 e la seconda, di \$15 milioni, a partire dal 30 giugno 1963, è stata interamente prelevata nello stesso giorno. Il quarto credito dovrà essere rimborsato in quattro rate: \$10 milioni il 31 ottobre 1964, \$15 milioni il 15 marzo 1966, \$15 milioni il 31 ottobre 1966 e \$10 milioni il 15 marzo 1967. Eccettuato il rimborso di \$10 milioni da effettuarsi nell'ottobre 1964, ciascuna "tranche" è disponibile per la durata di tre anni.

Fra il giugno 1959, in cui è stata effettuata la prima operazione di prelievo, e il marzo 1964, sono stati compiuti diciotto prelievi dai crediti accordati dal Fondo, per un totale di \$199,5 milioni; di questo importo sono stati rimborsati \$104,5 milioni. Dopo le operazioni relative al marzo 1964, l'ammontare netto prelevato, ovvero la consistenza dei crediti, era quindi di \$95 milioni. Con decorrenza dal 10 aprile 1964, alla Turchia è stato accordato un nuovo credito di \$20 milioni.

La tabella sull'utilizzo dei crediti concessi riporta la posizione dopo le operazioni di ciascun mese in cui si sono verificate variazioni.

B. VERSAMENTO DEL CAPITALE. Dal gennaio 1962, l'Agente non è più tenuto a chiedere automaticamente il versamento di contribuzioni non appena le risorse liquide scendano al disotto del livello di \$100 milioni. La richiesta di versare contribuzioni può ora variare a discrezione del Comitato di Direzione.

Il meccanismo dei versamenti è stato fatto funzionare per la prima volta il 3 agosto 1959 e da allora è stato impiegato altre tre volte. L'ultima volta che vi si è fatto ricorso è stato il 7 marzo 1960. In complesso, i paesi partecipanti hanno versato contribuzioni non differite per \$38 milioni.

Sistema multilaterale di regolamenti.

Nei sessantatré mesi trascorsi dall'entrata in vigore dell'Accordo, i pagamenti effettuati al, o dal Fondo, a titolo di regolamenti multilaterali, sono ammontati a \$37,1 milioni. Le operazioni di regolamento relative a ciascun mese vengono effettuate il quinto giorno feriale del mese successivo.

Nessun importo prelevato a titolo di finanziamento temporaneo è passato attraverso il sistema di regolamenti, dato che tutti i prelievi erano stati rimborsati alla fine del mese. Soltanto un paese ha fatto ampiamente uso del diritto di prelevare mezzi di finanziamento temporaneo da altri paesi partecipanti. L'ultima volta che il predetto paese si è valso di tale facoltà è stato nel marzo 1963. Il saggio d'interesse praticato sui prelievi è del 3% (fino al febbraio 1960 era stato del 2,5% e prima del luglio 1959 del 2%).

Gli importi, oggetto dei regolamenti mensili, sono costituiti interamente, con l'eccezione di tre casi menzionati più avanti, da saldi derivanti da accordi bilaterali di pagamento conclusi fra paesi partecipanti. Dei sette accordi inizialmente notificati, nel marzo 1964 ne rimaneva ancora in vigore uno.

In tre occasioni sono stati notificati per il regolamento saldi iscritti sui conti fra banche centrali. Tali saldi possono essere presentati dal titolare del conto sia alla fine del mese, sia - come è avvenuto nei tre casi citati - quando si verifica una variazione nel cambio all'acquisto o alla vendita della moneta nella quale il conto è stilato. I saldi in questione, notificati in seguito alle variazioni che, nel novembre 1959, la Svezia apportò nei propri margini di cambio e alle svalutazioni introdotte dall'Islanda nel febbraio 1960 e nell'agosto 1961, sono stati regolati ai vecchi cambi alla vendita delle due monete per il dollaro S.U.; in entrambi i casi gli importi furono modesti.

AME: Pagamenti effettuati in base al Sistema multilaterale di regolamenti, gennaio 1959 - marzo 1964.

Periodo contabile	Pagamenti effettuati dal Fondo (+) o al Fondo (-) da									Totale pagamenti dal e al Fondo
	Austria	Danimarca	Grecia	Islanda	Italia	Norvegia	Paesi Bassi	Svezia	Turchia	
migliaia di dollari S.U.										
1959 1° esercizio finanziario	+ 10.527	+ 10	-	-	+ 243	+ 44	+ 1.400	-	+ 2.350	14.574
	-	67	-10.707	-	-	- 876	-1.378	243	-1.304	
1960 2° esercizio finanziario	+ 8.676	+ 207	-	-	-	+ 343	-	-	+ 2.202	11.428
	-	83	- 9.283	1	-	-1.045	-	-	-1.016	
1961 3° esercizio finanziario	+ 5.880	+ 23	+ 262	-	-	+ 274	-	-	+ 654	7.093
	-	-	- 4.924	23	-	- 251	-	-	-1.895	
1962 4° esercizio finanziario	-	-	-	-	-	+ 97	-	-	+ 2.539	2.636
	-	-	- 2.314	-	-	- 323	-	-	-	
1963										
Gennaio . . .	-	-	4	-	-	+ 4	-	-	0	4
Febbraio . . .	-	-	+ 118	-	-	- 10	-	-	- 105	116
Marzo	-	-	+ 18	-	-	+ 19	-	-	- 37	37
Aprile	-	-	- 65	-	-	+ 108	-	-	- 42	108
Maggio	-	-	- 55	-	-	-	-	-	+ 55	55
Giugno	-	-	- 35	-	-	-	-	-	+ 35	35
Luglio	-	-	+ 152	-	-	-	-	-	- 152	152
Agosto	-	-	- 32	-	-	-	-	-	+ 32	32
Settembre . .	-	-	- 89	-	-	-	-	-	+ 89	89
Ottobre . . .	-	-	- 158	-	-	-	-	-	+ 158	158
Novembre . . .	-	-	- 211	-	-	-	-	-	+ 211	211
Dicembre . . .	-	-	- 88	-	-	-	-	-	+ 88	88
1964										
Gennaio . . .	-	-	- 133	-	-	-	-	-	+ 133	133
Febbraio . . .	-	-	- 121	-	-	-	-	-	+ 121	121
Marzo	-	-	- 57	-	-	-	-	-	+ 57	57
Totale pagamenti dal Fondo (+) al Fondo (-)	+ 25.083	+ 240	+ 547	- 24	+ 243	+ 889	+ 1.400	- 243	+ 8.723	37.126
		- 150	- 28.274			- 2.505	- 1.378		- 4.552	
Totale regolamenti netti	+ 25.083	+ 90	- 27.727	- 24	+ 243	- 1.616	+ 22	- 243	+ 4.171	-

3. Amministrazione del Fondo europeo e del Sistema multilaterale di regolamenti.

Il Comitato di Direzione vigila sull'esecuzione dell'Accordo e agisce in qualità di consulente del Consiglio dell'OCSE su tutti i problemi a esso connessi. Il Comitato segue anche attentamente la situazione economica e finanziaria generale dei paesi partecipanti sulla base di rapporti preparati dal Segretariato, dalle diverse commissioni dell'Organizzazione nonchè, talvolta, da missioni speciali. Per espletare queste funzioni, il Comitato si riunisce quando è necessario, e, nel periodo recente, circa sette volte all'anno. Il Signor Hay, che è succeduto al Dott. von Mangoldt nel gennaio 1962, è tuttora presidente del Comitato di Direzione.

L'Agente presenta rapporti mensili sulle operazioni e sugli investimenti del Fondo europeo, nonchè sul funzionamento del Sistema di regolamenti; la Banca dei Regolamenti Internazionali, inoltre, trasmette mensilmente notizie al Comitato sui mercati internazionali dell'oro, dei cambi e dei capitali e sull'evoluzione delle riserve delle banche centrali in relazione con le singole bilance dei pagamenti.

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

La consistenza dei crediti è passata da \$35 milioni all'inizio del funzionamento dell'Accordo (crediti verso Norvegia e Turchia trasferiti dall'Unione europea dei pagamenti), a \$87,8 milioni alla fine del 1961, in seguito ai

AME: Riassunto delle situazioni dei conti del Fondo europeo.

Dopo le operazioni del periodo contabile	Attivo				Totale della situazione	Passivo	
	Risorse liquide	Conto presso il Tesoro S.U.	Capitale non versato	Consistenza dei crediti		Capitale	Conto entrate e spese
milioni di unità di conto							
Apertura	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 Dicembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 Dicembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 Dicembre	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 Dicembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 Gennaio	90,5	123,5	297,9	110,5	622,4	607,5	14,9
Febbraio	110,1	123,5	297,9	90,5	622,0	607,5	14,5
Marzo	75,2	123,5	297,9	125,5	622,1	607,5	14,6
Aprile	75,3	123,5	297,9	125,5	622,2	607,5	14,7
Maggio	75,4	123,5	297,9	125,5	622,3	607,5	14,8
Giugno	76,9	123,5	297,9	125,5	623,8	607,5	16,3
Luglio	76,6	123,5	297,9	125,5	623,5	607,5	16,0
Agosto	76,7	123,5	297,9	125,5	623,6	607,5	16,1
Settembre	76,8	123,5	297,9	125,5	623,7	607,5	16,2
Ottobre	76,9	123,5	297,9	125,5	623,8	607,5	16,3
Novembre	76,9	123,5	297,9	125,5	623,8	607,5	16,3
Dicembre	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Gennaio	82,2	123,5	297,9	123,1	626,7	607,5	19,2
Febbraio	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
Marzo	81,6	123,5	297,9	123,1	626,2	607,5	18,7

prelievi effettuati sui crediti concessi. Il totale scese lievemente dopo i rimborsi eseguiti dall'Islanda nel gennaio e nel febbraio 1962, per raggiungere la punta di \$127,8 milioni nell'ottobre 1962, quando la Turchia prelevò integralmente l'importo del terzo credito accordatole. I rimborsi del secondo credito da parte della Turchia e la seconda quota versata da Norvegia e Turchia per l'ammortamento dei prestiti più sopra menzionati ridussero di nuovo il totale, ma il prelievo della prima "tranche" del quarto credito da parte della Turchia ha portato il totale, a fine marzo 1963, a \$125,5 milioni. Il prelievo da parte della Turchia della seconda "tranche" del quarto credito, effettuato nel giugno 1963, ha semplicemente sostituito la terza "tranche" di \$15 milioni del secondo credito accordatole. A fine marzo 1964, dopo la terza quota di ammortamento versata dalla Norvegia e dalla Turchia, il totale è sceso a \$123,1 milioni.

I prelievi sono stati pagati, in primo luogo, con le risorse liquide trasferite dall'UEP, sino a che, nel luglio 1959, queste si ridussero approssimativamente a \$100 milioni. Da tale data fino al gennaio 1962, il livello è stato mantenuto stabile mediante il versamento di contribuzioni richiesto ai paesi partecipanti, come si può rilevare dalla riduzione nel capitale non versato. Poichè da quel momento la richiesta per il versamento di contribuzioni non è più automatica, si è lasciato che le risorse liquide scendessero al disotto del livello di \$100 milioni.

L'incremento nel totale della situazione dei conti per l'importo di \$4,1 milioni, registrato nei dodici mesi fino alla fine di marzo 1964, è da attribuire interamente ad un ulteriore aumento nei profitti non distribuiti.

Le contribuzioni versate dai paesi partecipanti ricevono un interesse che finora è stato pagato con le entrate del Fondo europeo e i cui saggi vengono determinati ogni sei mesi. Vi sono state nove ripartizioni, otto delle quali (dal gennaio 1959 al giugno 1963) al saggio del 2% per anno. Per la nona ripartizione, relativa al secondo semestre del 1963, è stato applicato per la prima volta il nuovo metodo per calcolare gli interessi descritto nella Sezione 1 del presente capitolo e, in conformità di una decisione adottata dal Comitato di Direzione, gli interessi distribuiti per il predetto semestre hanno portato l'importo cumulativo degli interessi versati a \$3,5 milioni. Questo importo rappresenta il 90% delle quote spettanti ai paesi membri nella ripartizione delle entrate globali alla fine del semestre in questione.

* * *

L'Accordo monetario europeo ha ora raggiunto il suo sesto anno di vita; la revisione effettuata nel 1963 non ha portato ad alcuna modificazione sostanziale nelle sue disposizioni. Nel campo della cooperazione monetaria internazionale è stata posta in applicazione la procedura istituita all'inizio del 1963, relativamente alla notificazione di operazioni di sostegno concluse fra banche centrali aderenti all'AME, consolidando così la funzione del Comitato di Direzione quale centro di consultazione e di scambio di informazioni fra i paesi partecipanti.

PARTE III

OPERAZIONI DELLA BANCA.

1. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1964, certificato dai sindaci, è riprodotto alla fine della presente Relazione. La presentazione dei singoli conti non ha subito alcuna variazione.

* *
*

BRI: Totali annuali del bilancio
(prima parte).

Esercizi finanziari terminati il 31 marzo	Totale del bilancio	Variazione
	milioni di franchi	
1960	3.430	— 98
1961	3.973	+ 543
1962	4.732	+ 759
1963	4.950	+ 218
1964	5.778	+ 828

Il totale della prima parte del bilancio al 31 marzo 1964 ammonta a 5.777.990.295 franchi* contro 4.950.068.854 franchi al 31 marzo 1963.

Dalla tabella può essere rilevato l'andamento della prima parte del bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari.

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

Dal 31 marzo al 30 aprile 1963, il totale della prima parte della situazione mensile è sceso da 4.950 milioni di franchi a 4.890 milioni, mini-

* Qualora non sia indicato diversamente, tutti gli importi riportati in questa Parte sono espressi in franchi oro. Il metodo di conversione in franchi oro (unità di 0,29032258... grammi di oro fino, secondo l'articolo 5 degli Statuti) delle diverse valute che entrano in bilancio è quello stesso seguito per gli esercizi precedenti; la conversione è fatta sulla base dei cambi quotati per le diverse valute contro dollari e del prezzo ufficiale di vendita dell'oro da parte del Tesoro degli Stati Uniti alla data di chiusura dell'esercizio.

BRI: Conti d'ordine (b).

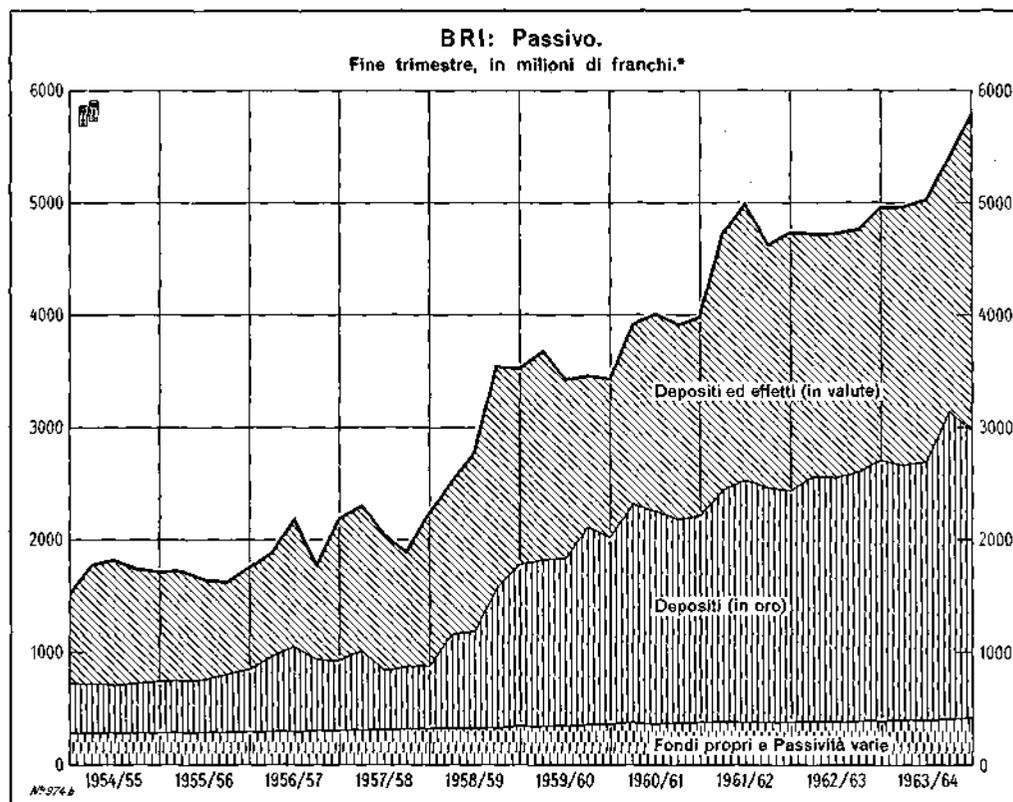
Conti	Fine esercizio	
	1963	1964
	milioni di franchi	
Oro in custodia	1.338	1.370
Saldi bancari	33	36
Effetti e altri titoli	1.086	901
Totale dei conti non inclusi nel bilancio	2.457	2.307

mo dell'esercizio. Dopo aver superato l'importo di 5 miliardi, il 31 agosto, ed essere salito a 5.536 milioni il 30 novembre, il totale si è ridotto a 5.398 milioni il 31 dicembre, per risalire, il 31 marzo 1964, al livello di 5.778 milioni, il più elevato che sia stato registrato dalla fondazione della Banca.

COMPOSIZIONE DELLE RISORSE (passivo).

A. Fondi propri.

Il capitale azionario della Banca è rimasto invariato a 500 milioni di franchi, di cui è stato versato un importo di 125 milioni.



* Escluse le partite passive risultanti dall'esecuzione degli Accordi dell'Aja.

Le riserve, costituite dal Fondo di riserva legale e dal Fondo generale di riserva, sono aumentate da 24,8 milioni di franchi il 31 marzo 1963 a 25,4 milioni il 31 marzo 1964. Il risultato delle operazioni dell'anno (vedasi più avanti, Sezione 5, "Risultati finanziari") è che, al 31 marzo 1964, il saldo del Conto profitti e perdite, nel quale sono compresi gli utili conseguiti nell'anno finanziario terminato il 31 marzo 1964 e il saldo riportato dall'esercizio precedente, ammontava a 25,1 milioni contro 21,3 milioni l'anno precedente. L'importo del conto "Accantonamenti per contingenze" è salito da 196,5 milioni il 31 marzo 1963 a 204 milioni un anno dopo. Per il conto "Partite varie", l'importo era di 21,4 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario e di 28,8 milioni alla fine del medesimo.

Perciò, alla fine di marzo 1964, i fondi propri della Banca (comprese le "Partite varie") ammontavano a 408 milioni di franchi, ovvero a quasi l'8% del totale dei fondi ricevuti in prestito (5.370 milioni) e a circa il 7% del totale del bilancio alla stessa data (5.778 milioni).

La seguente tabella riporta la composizione delle risorse della Banca alla fine di ciascuno degli ultimi cinque esercizi.

BRI: Composizione delle risorse.

Fine esercizio	Fondi propri	Fondi ricevuti in prestito	Totale	Rapporto fra fondi propri	
				fondi ricevuti in prestito	totale del bilancio
			milioni di franchi		
			percentuali		
1960	361	3.069	3.430	12	11
1961	370	3.603	3.973	10	9
1962	379	4.353	4.732	9	8
1963	389	4.561	4.950	9	8
1964	408	5.370	5.778	8	7

B. Fondi ricevuti in prestito.

Le seguenti tabelle riportano l'origine, la natura e il termine dei depositi ricevuti dalla Banca.

BRI: Origine dei depositi.

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1963	1964	
milioni di franchi			
Banche centrali	4.057	4.590	+ 533
Altri depositanti	504	780	+ 276
Totale	4.561	5.370	+ 809

I depositi delle banche centrali sono aumentati di quasi il 13%, mentre quelli degli "Altri depositanti" hanno subito un incremento di circa il 55%. A fine marzo 1964, il rapporto fra questi ultimi e il totale dei depositi era superiore al livello raggiunto il 31 marzo 1963.

BRI: Natura e termine dei depositi.

Termine	Depositi in oro			Depositi in valute		
	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione
	1963	1964		1963	1964	
milioni di franchi						
A vista	1.976	1.938	— 38	42	44	+ 2
Fino a tre mesi	302	583	+ 281	1.512	2.243	+ 731
Da 3 a 6 mesi	—	—	—	525	455	— 70
Da 6 a 9 mesi	38	21	— 17	79	—	— 79
Da 9 a 12 mesi	—	20	+ 20	3	21	+ 18
A oltre un anno	—	—	—	84	45	— 39
Totale	2.316	2.562	+ 246	2.245	2.808	+ 563

Durante l'esercizio, i depositi in oro sono cresciuti di oltre il 10% e quelli in valute di circa il 25%. In entrambi i casi è stato registrato un aumento notevole nei depositi con scadenza fino a tre mesi, mentre quelli con scadenza a oltre sei mesi (formati da oro e valute nella misura, rispettivamente, di 41 e 66 milioni) hanno rappresentato soltanto un'aliquota assai modesta del totale. In complesso, i depositi in oro costituivano il 51% del totale dei depositi all'inizio dell'anno finanziario e i depositi in valute il 49%. Il 31 marzo 1964, la posizione si era rovesciata e le proporzioni ammontavano, rispettivamente, al 48 e 52%.

Per quanto riguarda, più particolarmente, i depositi in oro, i conti a vista hanno subito una lieve riduzione mentre l'importanza relativa dei conti fino a tre mesi è stata, in rapporto al totale, nettamente più elevata alla fine dell'esercizio che all'inizio: il 23% invece del 13%. Difatti, durante l'esercizio, i depositi a vista sono stati più volte convertiti in depositi vincolati, talvolta su iniziativa della Banca, allo scopo di mettere a sua disposizione adeguate risorse a scadenza fissa per finanziare operazioni a termine contro valute. Una volta liquidate queste operazioni, i conti vincolati avevano una minore ragion d'essere e l'oro non utilizzato è stato nuovamente trasferito in conti a vista, suscettibili di essere riconvertiti, in caso di necessità, in conti vincolati.

L'andamento dei depositi in valute può essere riassunto in modo abbastanza semplice: i conti a vista, proporzionalmente di scarsa importanza, sono rimasti stabili, i depositi fino a tre mesi sono cresciuti quasi della metà, mentre, con l'eccezione del modesto volume di depositi fra nove e dodici mesi, che ha registrato un aumento, le altre categorie di depositi si sono ridotte notevolmente o, come nel caso dei depositi fra sei e nove mesi, sono scomparse del tutto.

All'inizio e alla fine dell'anno finanziario, il passivo del bilancio della Banca non presenta che risorse ricevute in prestito sotto forma di depositi. Tuttavia, dalla fine di giugno 1963 fino alla fine di febbraio 1964, nella situazione mensile ha figurato il conto "Effetti fino a tre mesi", il cui importo era di 104 milioni alla prima data e di 78 milioni alla seconda, dopo avere raggiunto il massimo di 140 milioni alla fine di novembre. Questi

effetti sono stati emessi in favore di importanti banche, d'intesa con la banca centrale, per sostenerla nella sua politica monetaria. Lo scopo dell'operazione era quello di ridurre la liquidità del mercato in questione. Era la prima volta che la Banca intraprendeva transazioni di questa natura.

UTILIZZO DELLE RISORSE (attivo).

La ripartizione degli averi della Banca, in base alla loro natura, è riportata nella tabella che segue.

BRI: Totale cassa e investimenti.

Natura	1963		Fine esercizio 1964		Variazione
	milioni di franchi				
Cassa					
Oro	2.396		2.318		— 78
Valute	56	2.452	48	2.366	— 8 — 86
Investimenti					
Oro	247		313		+ 66
Valute	2.182	2.429	3.030	3.343	+ 848 + 914
Totale					
Oro	2.643		2.631		— 12
Valute	2.238	4.881	3.078	5.709	+ 840 + 828

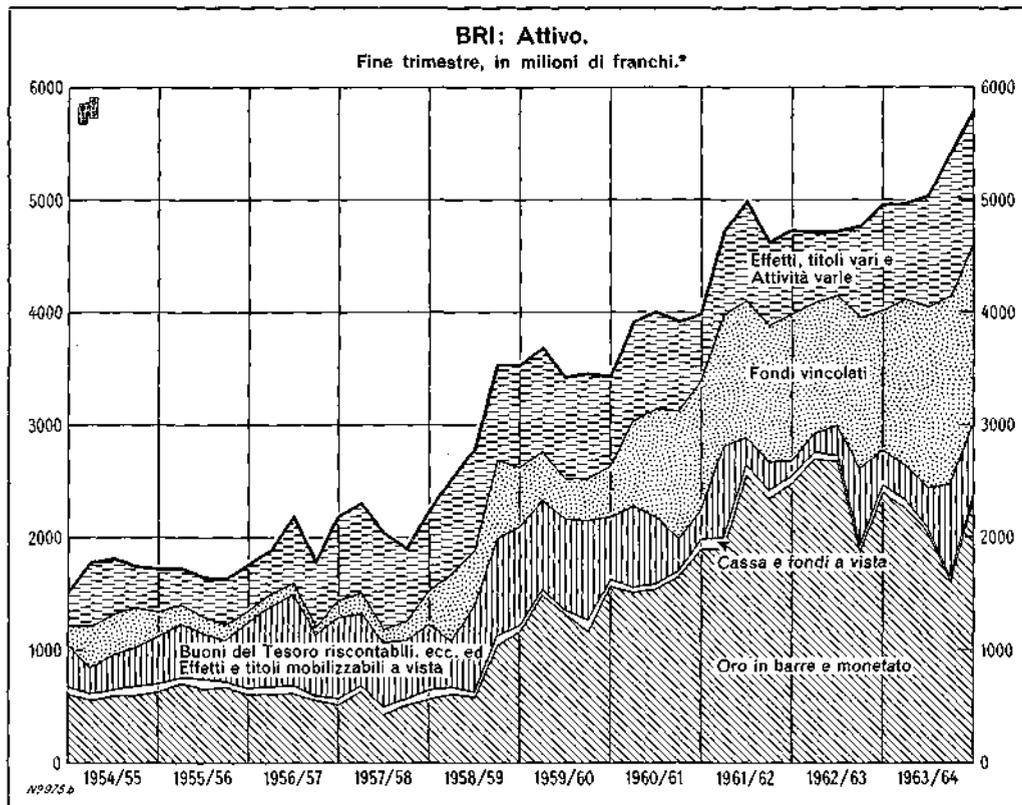
L'andamento della posizione in oro della Banca può essere rilevato dalla tabella seguente che riporta, per ciascun conto, i massimi e i minimi per l'esercizio finanziario a talune date caratteristiche.

BRI: Posizione in oro.

Fine mese	Posizione a pronti				Operazioni a termine (saldo netto)	Posizione netta finale
	Oro in barre e monetato	Impieghi in oro	Depositi in peso d'oro	Attività nette in oro		
milioni di franchi						
1963						
Marzo . . .	2.396	247	2.316	327	— 27	300
Giugno . . .	2.259	248	2.267 (min.)	240	53	293 (min.)
Luglio . . .	2.519 (mass.)	242 (min.)	2.286	475 (mass.)	— 179 (min.)	296
Novembre . .	1.998	275	2.510	— 237	545	308
Dicembre . .	1.603 (min.)	275	2.733	— 855 (min.)	1.162 (mass.)	307
1964						
Febbraio . .	2.489	313 (mass.)	2.822 (mass.)	— 20	332	312
Marzo . . .	2.318	313	2.562	69	245	314 (mass.)

Durante l'anno finanziario, gli averi in oro in barre della Banca si sono ridotti di 78 milioni di franchi. Poichè i suoi impieghi in oro sono cresciuti di 66 milioni, le attività in oro (barre e impieghi) sono, complessivamente, diminuite di 12 milioni.

Dalla tabella relativa all'evoluzione della posizione in oro si può rilevare che, durante alcuni periodi dell'esercizio, soprattutto nel secondo semestre del 1963 e all'inizio del 1964, gli averi in barre e il saldo netto



delle operazioni a termine hanno subito ampie fluttuazioni. Il 31 luglio, per esempio, mentre gli averi in barre avevano raggiunto il massimo di 2.519 milioni, le operazioni a termine presentavano un saldo negativo (oro da consegnare) di 179 milioni, minimo dell'esercizio; il 31 dicembre, la situazione si era rovesciata, con un minimo di 1.603 milioni per gli averi in barre ed un massimo di 1.162 milioni (oro da ricevere) per il saldo delle operazioni a termine. Queste due componenti della posizione in oro della Banca hanno generalmente variato in senso opposto, in conformità della liquidazione e scadenza delle operazioni a termine su oro.

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

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

I movimenti verificatisi nel conto "Oro in barre e monetato" (che consisteva interamente di oro in barre) sono già stati commentati nell'analisi della tabella che riporta la posizione in oro della Banca.

Il totale del conto "Cassa in contanti e in conti a vista presso banche" era di 56 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio e di 48 milioni, il 31

marzo 1964. Il suo minimo è stato 36 milioni e il suo massimo 77 milioni. La media dei saldi di questo conto è ammontata a 49 milioni contro 50 milioni l'esercizio precedente.

Al 31 marzo 1964, il totale degli averi in oro e valute della Banca costituiva il 41% del totale della prima parte del bilancio contro il 50% nell'anno precedente.

Il portafoglio "Buoni del Tesoro riscontabili" della Banca ha registrato ampie fluttuazioni. All'inizio dell'esercizio il totale ammontava a 306 milioni di franchi oro. Nei mesi successivi, esso si è mantenuto notevolmente al disotto di questo livello, raggiungendo il minimo dell'esercizio il 31 luglio, con 198 milioni. Poi ha cominciato a salire regolarmente e, il 31 dicembre, ha toccato il suo massimo, con 729 milioni; a fine esercizio era sceso a 573 milioni. I movimenti sono da attribuire, per la maggior parte dei casi, a impieghi effettuati in seguito ad operazioni relative a impegni di riporto o ad operazioni valutarie che la Banca ha trattato con banche centrali.

Il conto "Effetti e titoli mobilizzabili a vista" ha presentato fluttuazioni ancora più ampie del precedente conto. Difatti, da 9 milioni, all'inizio dell'anno finanziario, il totale ha registrato il suo minimo, con 6 milioni, il 30 settembre 1963, per raggiungere il suo massimo, di 99 milioni, il 30 novembre; a fine esercizio era di 69 milioni. In questo conto figurano investimenti, diversi da buoni del Tesoro riscontabili, che sono mobilizzabili a vista.

All'inizio dell'anno finanziario, il totale degli impieghi a vista e mobilizzabili della Banca, che comprende le varie voci summenzionate, ammontava quindi a 2.767 milioni di franchi e rappresentava il 56% della prima parte del bilancio. Il 31 marzo 1964, le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 3.009 milioni di franchi e 52%. Durante questo periodo, l'aliquota dei depositi a vista è passata dal 41 al 34%. Il rapporto di liquidità della Banca rimane dunque particolarmente elevato.

B. Depositi vincolati e impieghi.

In linea generale, una parte considerevole degli averi in valute che derivano dagli impegni di riporto in oro contro valute e dagli acquisti di oro a termine, effettuati dalla Banca, è stata investita sotto forma di depositi vincolati e anticipazioni od altri effetti e titoli; questi conti hanno fluttuato in conseguenza.

Il totale del conto "Depositi vincolati e anticipazioni", che, il 31 marzo 1963, ammontava a 1.245 milioni di franchi, era sceso a 1.205 milioni alla fine del mese successivo, per poi salire a 1.666 milioni il 31 dicembre; al 31 marzo 1964 era ancora di 1.594 milioni.

Il totale del conto "Altri effetti e titoli" ha subito fluttuazioni di ampiezza pressochè analoga; da 869 milioni, il 31 marzo 1963, ha toccato il

suo minimo, di 782 milioni, il 31 maggio e il suo massimo, di 1.194 milioni, il 31 dicembre; a fine esercizio ammontava a 1.106 milioni.

La tabella che segue indica la ripartizione degli impieghi della Banca sotto il profilo della scadenza e pone a confronto la loro composizione all'inizio e alla fine dell'esercizio finanziario.

BRI: Depositi vincolati e anticipazioni e Altri effetti e titoli.

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1963	1964	
milioni di franchi			
Fino a tre mesi	1.313	1.774	+ 461
Da 3 a 6 mesi	587	742	+ 175
Da 6 a 9 mesi	126	63	- 63
Da 9 a 12 mesi	34	57	+ 23
A oltre un anno	74	64	- 10
Totale	2.114	2.700	+ 586

Come nel caso dei depositi affidati alla Banca, è stato registrato un cospicuo incremento negli impieghi della Banca con scadenza fino a tre mesi. Anche gli impieghi con scadenza da tre a sei mesi hanno subito un aumento; occorre, tuttavia, osservare che la scadenza degli impieghi, or ora menzionati, è tale da conferire ad essi un elevato grado di liquidità. Gli impieghi riportati sotto le voci "Fino a tre mesi" e "Da tre a sei mesi" includono effettivamente fondi che possono essere mobilizzati con brevissimo preavviso.

D'altra parte, gli impieghi con scadenza superiore a sei mesi si sono ridotti non soltanto in volume, ma anche in percentuale dei totali riportati nella tabella che precede; il 31 marzo 1964, essi costituivano soltanto il 7% del totale contro l'11% il 31 marzo 1963.

* *
 *

A prescindere dal cospicuo incremento nei fondi affidati alla Banca dalle banche centrali e da altri depositanti, la caratteristica principale dell'anno finanziario è data dal costante sviluppo degli impegni di riporto in valute e in oro contro valute. Questo andamento è stato agevolato dall'incremento dei depositi in oro ricevuti dalla Banca.

In alcuni periodi dell'anno, l'obiettivo di diversi impegni di riporto, conclusi fra la Banca e le banche centrali, è stato di immettere fondi su quei mercati dai quali erano stati prelevati tramite le banche commerciali.

L'attività della Banca nel settore delle operazioni su oro, che era stata ripresa durante il precedente esercizio finanziario, si è, in seguito, notevolmente sviluppata. Astrazione fatta dalle normali operazioni correnti di acquisti e vendite a pronti, nonché di scambi e trasferimenti, la Banca ha proceduto, come è già stato menzionato più volte nella presente Relazione, ad acquisti di oro a termine abbastanza cospicui e ad altre operazioni che

comportano vendite a termine di valute contro oro. Come per il passato, tutte queste operazioni sono state eseguite in conformità degli obiettivi e della politica monetaria perseguiti dalle banche centrali.

Occorre, infine, ricordare che, nello scorso esercizio, il volume totale delle operazioni della Banca ha superato di più della metà quello dell'anno finanziario 1962-63.

Per quanto riguarda i risultati finanziari, l'aumento dell'utile è dovuto a diversi fattori, fra cui i principali sono un incremento dei depositi affidati alla Banca, lo sviluppo delle operazioni a termine su oro e un più ampio ricorso, da parte delle banche centrali, alle facilitazioni che la Banca è in grado di offrire in materia di regolamenti finanziari internazionali a breve termine.

La seconda parte del bilancio comprende, come per gli esercizi precedenti, soltanto le partite attive e passive risultanti dall'esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930, il cui totale non ha subito alcun cambiamento ed è rimasto pertanto di 297.200.598 franchi.

2. Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali.

In conformità degli accordi in vigore, la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente finanziario dei Fiduciari per le nuove obbligazioni del Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes), nonché di Fiduciario per le nuove obbligazioni del Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young), che sono state emesse dal governo della Repubblica federale tedesca, in applicazione dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953.

Per il Prestito Dawes, l'esercizio finanziario si è chiuso il 15 aprile 1964 e per il Prestito Young, il 1° giugno 1964. Gli interessi per l'esercizio 1963-64 sono ammontati a un importo equivalente a circa 13,2 milioni di franchi per il prestito Dawes e ad un importo equivalente a circa 37,8 milioni di franchi per il piano Young; essi sono stati debitamente versati alla Banca, che ha provveduto a ripartirli fra gli Agenti nazionali. Durante l'esercizio finanziario 1963-64, i rimborsi per entrambi i prestiti sono stati effettuati, in parte, mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e, in parte, mediante sorteggio.

Non è stato ancora deciso se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'Accordo di Londra sia applicabile nel caso della rivalutazione del DM, introdotta nel marzo 1961. Il problema è allo studio presso i governi dei paesi in cui sono state effettuate emissioni del prestito.

La situazione dei prestiti Dawes e Young può essere desunta dalle seguenti tabelle.

Prestito estero tedesco 1924
(Prestito Dawes).

Emissione	Valuta	Valore nominale			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-1959 al 1962-63	1963-64	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	44.073.000	7.564.000	1.743.000	34.766.000
Belga	£	583.100	74.200	15.300	493.600
Britannica . . .	£	8.275.800	1.054.100	218.500	7.003.200
Francese	£	1.927.200	241.900	50.500	1.634.800
Olandese	£	1.308.700	147.400	36.000	1.125.300
Svedese	cor.sv.	14.209.000	1.630.000	364.000	12.215.000
Svizzera	£	1.130.500	140.200	29.500	960.800
Svizzera	fr.sv.	8.251.000	916.000	211.000	7.124.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . . .	\$	8.199.000	1.215.000	214.000	6.770.000
Belga	£	157.700	24.400	4.100	129.200
Britannica . . .	£	2.231.600	338.600	58.700	1.834.300
Francese	£	498.300	76.500	13.200	408.600
Olandese	£	288.300	36.500	7.900	243.900
Svizzera	£	115.000	16.800	3.000	95.200
Svizzera	fr.sv.	415.000	57.000	11.000	347.000

Prestito internazionale del Governo tedesco 1930.
(Prestito Young).

Emissione	Valuta	Valore nominale*			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-59 al 1962-63	1963-64	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	55.388.000	3.087.000	709.000	51.592.000
Belga	fr.belgi	202.603.000	11.387.000	2.539.000	188.677.000
Britannica . . .	£	17.700.000	982.100	221.500	16.496.400
Francese	fr.fr.	444.638.000	24.645.000	5.573.000	414.419.000
Olandese	florini	51.981.000	2.729.000	718.000	48.534.000
Svedese	cor.sv.	92.763.000	5.182.000	1.160.000	86.421.000
Svizzera	fr.sv.	58.375.000	3.270.000	733.000	54.372.000
Tedesca	DM	14.458.000	795.000	181.000	13.482.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . . .	\$	8.989.000	519.000	108.000	8.362.000
Belga	fr.belgi	45.622.000	2.666.000	554.000	42.402.000
Britannica . . .	£	4.223.100	244.700	50.800	3.927.600
Francese	fr.fr.	97.970.000	5.515.000	1.172.000	91.283.000
Olandese	florini	8.360.000	452.000	120.000	7.788.000
Svedese	cor.sv.	6.014.000	350.000	72.000	5.592.000
Svizzera	fr.sv.	1.405.000	81.000	17.000	1.307.000
Tedesca	DM	411.000	24.000	5.000	382.000

* Valore nominale al 1° maggio 1964, determinato in conformità delle disposizioni dell'Accordo di Londra per i debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, ma senza tener conto della rivalutazione del DM introdotta nel marzo 1961.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930. Gli interessi dovuti per l'esercizio finanziario terminato il 31 dicembre 1963 ammontano all'equivalente di circa 0,7 milioni di franchi; l'importo è stato debitamente pagato alla Banca, che lo ha ripartito fra gli Agenti nazionali. Durante l'esercizio finanziario, i rimborsi sono stati effettuati mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e mediante sorteggio. La situazione per quanto riguarda il prestito è indicata dalla seguente tabella.

Prestito internazionale del Governo austriaco 1930.

Emissione	Valuta	Valore nominale			Saldo
		Obbligazioni convalidate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1959 al 1962	1963	
Americana . . .	\$	1.667.000	261.000	55.000	1.351.000
Anglo-Olandese.	£	856.600	125.600	33.100	697.900
Svizzera	fr.sv.	7.102.000	870.000	238.000	5.994.000

Le cedole del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, che la Repubblica federale tedesca si è assunta di pagare nella misura del 75% del valore nominale, sono giunte tutte a scadenza e potranno venire presentate per il pagamento fino al 1° luglio 1967. Nell'anno sotto rassegna, i pagamenti effettuati relativamente a queste cedole sono stati trascurabili.

3. La Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con l'Alta Autorità della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio.

Ai termini di un contratto, stipulato il 28 novembre 1954 con l'Alta Autorità della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, la Banca ha continuato a esercitare le funzioni di Terzo Designato per i prestiti dell'Alta Autorità, garantiti ai sensi del contratto medesimo.

L'importo globale dei prestiti garantiti era, originariamente, equivalente a circa 817 milioni di franchi. I rimborsi effettuati dall'Alta Autorità fino al 1° aprile 1964 sono ammontati all'equivalente di circa 174 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 643 milioni di franchi. La tabella che precede riporta i particolari dei prestiti.

L'Alta Autorità ha utilizzato i gettiti dei prestiti per concedere crediti nei paesi membri della CECA.

Durante l'anno sotto rassegna, la Banca dei Regolamenti Internazionali ha ricevuto e pagato l'equivalente di circa 34 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 47 milioni di franchi per rimborsi.

Prestiti garantiti dell'Alta Autorità della CECA.

Serie dei titoli garantiti della Alta Autorità	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1964	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo S.U.	\$ 100.000.000	80.500.000	3 3/8	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brusselle	Fr.belgi 200.000.000	167.000.000	3 1/2	1982
3 ^a	1955	Germania	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	19.714.000	3 3/4	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	19.714.000	3 3/4	1981
4 ^a	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	16.700.000	3 3/2	1982
5 ^a	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 ¹	2.334.321	4 1/2	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	42.500.000	4 1/2	1974
7 ^{a 2}	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	21.200.000	5 1/2	1975
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	94.487.558	5 3/8	1982
11 ^{a 2}	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	35.000.000	5	1978
13 ^a } 14 ^a }	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	25.000.000	5 3/8	1980
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	—	—
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	\$ 3.300.000	3.300.000	4 7/8	1964
				\$ 3.400.000	3.400.000	5	1965
				Fr.luss. 100.000.000	100.000.000	5 1/4	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Florini 50.000.000	50.000.000	4 1/2	1981

¹ Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di franchi francesi vecchi. ² I titoli garantiti dell'8^a, 9^a e 12^a serie sono stati rimborsati integralmente.

In conformità del citato contratto, l'Alta Autorità ha anche emesso prestiti non garantiti, ma per tali prestiti la Banca non svolge alcuna funzione.

4. La Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo).

L'origine e il funzionamento dell'Accordo monetario europeo sono stati descritti in precedenti Relazioni annuali della Banca; nel capitolo VI della Parte II della presente Relazione si danno ulteriori informazioni sui recenti sviluppi.

La Banca ha continuato a fungere da Agente per l'esecuzione delle operazioni dell'AME, nel quadro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Le spese della Banca, in queste sue funzioni, sono ammontate a 378.966 franchi durante i dodici mesi fino al marzo 1964; questo importo è stato debitamente rimborsato dall'Organizzazione (come indicato nel conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1964).

5. Risultati finanziari.

I conti relativi al trentaquattresimo esercizio finanziario, terminato il 31 marzo 1964, presentano un avanzo di 27.417.055 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 21.210.271 franchi.

Dall'avanzo di esercizio, il Consiglio di amministrazione ha deciso di dedurre un importo di 400.000 franchi, allo scopo di ammortizzare il costo di un immobile acquistato durante l'esercizio. Esso ha inoltre deciso di trasferire 2.000.000 di franchi all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e 7.500.000 franchi all'accantonamento per contingenze; i profitti netti per l'esercizio ammontano pertanto a 17.517.055 franchi.

Dopo assegnato 402.141 franchi al Fondo di riserva legale, cioè il 5% dell'utile netto che deve essere accantonato fino a quando esso avrà raggiunto un importo pari al 10% del capitale versato, come stabilito negli Statuti, e avere aggiunto 7.629.978 franchi riportati a nuovo dall'esercizio precedente, rimane disponibile una somma di 24.744.892 franchi.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che su questa somma l'Assemblea generale dichiari, come per lo scorso esercizio, un dividendo di 37,50 franchi per azione, con un esborso complessivo di 7.500.000 franchi. Il Consiglio di amministrazione raccomanda pure che, come misura straordinaria, si utilizzi un ammontare globale per ridurre il dividendo cumulativo non dichiarato. Tale importo, che è stato fissato in 8.500.000 franchi, rappresenta una ripartizione straordinaria di 42,50 franchi per azione. Quest'anno, la ripartizione complessiva ammonterà, pertanto, a 80 franchi, pagabile il 1° luglio 1964 nella misura di 114,30 franchi svizzeri per azione. Per quanto riguarda le azioni sulle quali non sarà possibile pagare il dividendo a tale data, la conversione in franchi svizzeri sarà effettuata il giorno di pagamento. Il riporto a nuovo sarà di 8.744.892 franchi.

In seguito alla predetta ripartizione, l'importo del dividendo cumulativo non dichiarato risulterà ridotto da 241,97 a 199,47 franchi per azione. Occorre ricordare che le disposizioni degli Statuti relative al dividendo cumulativo assicurano gli azionisti che nulla verrà corrisposto sui depositi a lungo termine effettuati in applicazione degli Accordi dell'Aja del 1930 dai governi creditori e dal governo tedesco, fintanto che gli azionisti non avranno ricevuto per intero il dividendo che l'articolo 53(b) e (c) degli Statuti consente di distribuire.

La contabilità della Banca e il suo trentaquattresimo bilancio annuale sono stati debitamente verificati dai signori Price Waterhouse & Co., Zurigo. Il bilancio, corredato dal certificato dei sindaci, e il conto profitti e perdite sono riprodotti alla fine di questa Relazione.

6. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione.

Il mandato del Signor Maurice Frère, come membro del Consiglio di amministrazione, veniva a scadere il 7 agosto 1963. Nel luglio 1963, il Signor Hubert Ansiaux, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, lo ha riconfermato, in base all'articolo 28 (2) degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni, che verrà a scadere il 7 agosto 1966.

Siccome il mandato del Dott. Donato Menichella, come membro del Consiglio di amministrazione, veniva a scadere il 7 novembre 1963, nell'ottobre 1963 il Dott. Guido Carli, Governatore della Banca d'Italia, lo ha riconfermato, in base all'articolo 28 (2) degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni, che scadrà il 7 novembre 1966.

Siccome il mandato del Dr. M. W. Holtrop, come membro del Consiglio di amministrazione, veniva a scadere il 31 marzo 1964, nella riunione del Consiglio, tenutasi il 9 marzo 1964, egli è stato riconfermato in base all'articolo 28 (3) degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni, che verrà a scadere il 31 marzo 1967.

Durante l'anno finanziario, Lord Cromer, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha nominato suoi sostituti il Signor M. H. Parsons e, in assenza di questi, il Signor R. G. Raw, in luogo, rispettivamente del Signor J. M. Stevens e del Signor J. St. J. Rootham.

Nel gennaio 1964, il Signor Jacques Brunet, Governatore della Banca di Francia, ha nominato suo sostituto il Signor Bernard Clappier in luogo del Signor Pierre Calvet.

La Banca è grata ai Signori Stevens, Rootham e Calvet per i preziosi servizi da essi resi in diversi anni.

CONCLUSIONE.

Per la prima volta da diversi anni, si è verificato negli ultimi dodici mesi un importante mutamento nel panorama dell'economia internazionale. Precisamente, l'epicentro delle difficoltà economiche si è spostato dagli Stati Uniti ai paesi continentali dell'Europa occidentale, e il contrasto fra obiettivi di ordine interno ed esterno, che per parecchi anni aveva creato complicazioni alla politica economica sia in Europa che negli Stati Uniti, si è notevolmente attenuato.

Negli Stati Uniti esistono ragioni più fondate di fiducia per quanto riguarda l'espansione economica all'interno del paese e la possibilità di ristabilire l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti. Su entrambi i fronti, le misure più vigorose, adottate nell'anno or ora trascorso, hanno dato un contributo importante al miglioramento della situazione.

Il ritmo dell'espansione economica si è andato accelerando dall'inizio del 1963 e la ripresa è proseguita senza provocare importanti distorsioni nella fisionomia della domanda. Gli aumenti salariali ragionevoli e il mantenimento della stabilità nei prezzi hanno reso insolitamente lunga l'attuale fase di espansione del ciclo economico. Le cospicue riduzioni fiscali, entrate in vigore al principio di quest'anno, dovrebbero imprimere alla domanda lo stimolo necessario per prolungare questa fase e lasciano prevedere che contribuiranno a ridurre il livello eccessivamente elevato della disoccupazione. Sebbene non si siano ancora manifestate tensioni inflazionistiche, le autorità non trascurano una tale eventualità.

In seguito alle misure adottate nel luglio 1963, si è avuto un auspicato miglioramento nella bilancia dei pagamenti ed è aumentata la fiducia nel dollaro. Sebbene, nel primo trimestre del 1964, la situazione di quasi equilibrio nei conti verso l'estero sia stata conseguita con l'ausilio di alcuni fattori temporanei, il risultato per l'intero anno dovrebbe presentare una cospicua riduzione del saldo passivo relativo al 1963. Tuttavia, uno stabile equilibrio non è stato finora assicurato e non si possono quindi allentare gli sforzi per raggiungere questo scopo. Occorre realizzare immediatamente l'obiettivo che consiste nel ridurre le spese governative all'estero, come fu annunciato nel programma dello scorso luglio; e inoltre, dovrà essere promosso, attivamente e senza interruzione, il processo di graduale adeguamento a condizioni di equilibrio esterno, in modo che le misure temporanee, quali l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse di imminente istituzione, possano venire abolite in un tempo ragionevolmente breve.

Nel Regno Unito, la domanda e la produzione hanno progredito notevolmente durante lo scorso anno. Sebbene non si siano verificate perturbazioni tali da mettere in pericolo l'equilibrio, nella primavera del 1964 sono state

prese misure perchè l'aumento della domanda proceda di pari passo con l'espansione del potenziale produttivo dell'economia. I miglioramenti salariali sono stati abbastanza moderati ed è incoraggiante constatare che la necessità di una politica dei redditi sembra ora trovare più vasti consensi. Sebbene il margine di capacità inutilizzata dell'economia si sia sensibilmente ridotto e sia previsto un saldo passivo nei conti con l'estero, le prospettive per i mesi futuri non sembrano presentare gravi difficoltà.

In una prospettiva più lunga, tuttavia, il fatto che sia stato necessario limitare la domanda dopo poco più di un anno di espansione indica che le imprese e le forze lavorative devono assumere un atteggiamento più dinamico verso l'aumento della produttività, allo scopo di consentire all'economia di uguagliare i progressi conseguiti in altri paesi.

Sebbene nell'Europa continentale, in diversi paesi, la situazione abbia manifestato un ragionevole equilibrio, il quadro d'insieme rivela che i sintomi di tensione, evidenti un anno fa, sono peggiorati e che lo squilibrio da potenziale è diventato reale. La prova di questo fatto è costituita da prezzi crescenti, da importazioni in fase di rapida espansione, dal deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e, nel caso dell'Italia, da un cospicuo saldo passivo nei conti con l'estero. La causa di ciò è stata generalmente l'eccessiva domanda globale, con conseguente tensione sul mercato del lavoro, suscitata non tanto da investimenti o spese governative, quanto da maggiori redditi e spese dei consumatori. La rapida ripercussione degli impulsi fra i diversi paesi ha portato, nel caso della Germania, a un forte e indesiderato saldo attivo nella bilancia dei pagamenti.

Date queste circostanze, la politica economica della maggioranza dei paesi è stata decisamente orientata in senso restrittivo. Le misure adottate sono state, talvolta, piuttosto vigorose, ma occorre dire che esse mirano generalmente a eliminare l'eccesso inflazionistico senza rallentare troppo l'espansione di fondo del prodotto reale. Sebbene sia possibile conseguire un così felice risultato, i rischi di non realizzarlo dipenderanno più da un contenimento troppo blando che non da uno troppo severo. In particolare, poichè le misure monetarie consentono di influire più rapidamente sulla situazione, v'è il pericolo che le restrizioni fiscali non provvedano a limitare in misura sufficiente la spesa dei consumatori.

Per un paese che ha registrato un cospicuo saldo passivo nella bilancia dei pagamenti, quale l'Italia, è necessario che la situazione migliori senza ulteriore indugio. L'esperienza dimostra che con misure adeguate si ottengono rapidi risultati; la prontezza con cui si riuscirà a rallentare l'espansione delle importazioni costituirà il banco di prova di tali misure. Il contenimento dei salari è un elemento essenziale per il ripristino della stabilità monetaria; è evidente, inoltre, che il sistema in uso in Italia per gli adeguamenti automatici dei salari al costo della vita ha contribuito notevolmente alla spirale salari-prezzi e rimane un ostacolo al conseguimento della stabilità monetaria.

Oltre agli squilibri fra i diversi paesi, la bilancia dei pagamenti globale del Continente ha continuato a registrare crescenti importazioni nette di capitali. Siccome, sotto questo aspetto, la situazione differisce notevolmente da paese a paese, non esistono regole generali per risolvere il problema. Le misure prese recentemente in alcuni paesi si sono dimostrate utili, ma è ancora necessario perseverare negli sforzi per rendere le possibilità e le condizioni del mercato dei capitali più favorevoli all'esportazione di fondi.

Un progresso auspicato, avutosi lo scorso anno, è stato l'aumento degli introiti dalle esportazioni dei paesi in fase di sviluppo, che hanno tratto vantaggio da una domanda più ampia e da prezzi più elevati per le materie prime. Ciò dovrebbe fornire, a questi paesi, un fondamento più saldo per una espansione costruttiva basata sulle loro proprie risorse e persino migliori occasioni per utilizzare i capitali provenienti dall'estero. La necessità di assistenza finanziaria e di un più facile accesso ai mercati dei paesi industriali rimane, peraltro, grande ed è da sperare che la Conferenza per il commercio e lo sviluppo di Ginevra riuscirà a compiere progressi in merito a questi problemi. Tuttavia, in alcuni paesi, le politiche economiche interne hanno generato un'inflazione di tale intensità da rendere i saldi passivi eccessivi una caratteristica permanente della bilancia dei pagamenti. Date queste circostanze, è difficile che l'assistenza esterna possa svolgere una funzione utile; è evidente che l'inflazione continua rende non soltanto quasi impossibile preparare piani di sviluppo, ma minaccia anche la stabilità politica.

Lo scorso anno sono stati intrapresi studi approfonditi sul funzionamento del sistema monetario internazionale e sull'eventuale fabbisogno di maggiore liquidità. Sebbene non sia facile anticipare l'evoluzione a più lungo periodo del sistema, l'esperienza recente ha posto in rilievo due punti importanti: che la cooperazione fra le autorità monetarie può contribuire in misura notevole a mantenere ordinate condizioni di funzionamento sui mercati dei cambi, e che le perturbazioni suscitate dall'inflazione non possono essere risolte con una illusoria creazione di liquidità, ma soltanto operando sull'inflazione stessa.

GABRIEL FERRAS

Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1964

BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 58 ...)

		%
Oro in barre e monetato	2.318.123.181	40,1
Cassa in contanti e in conto a vista presso banche ...	47.659.507	0,8
Buoni del Tesoro riscontabili	573.365.062	9,9
Effetti e titoli mobilizzabili a vista	68.831.905	1,2
Depositi vincolati e prestiti		
A 3 mesi al massimo	1.173.460.865	20,3
» » » » » (In oro)	3.405.463	0,1
Da 3 a 6 mesi	401.826.881	6,9
Da 9 a 12 mesi	15.419.903	0,3
	1.594.113.112	
Effetti e titoli vari		
In oro		
A 3 mesi al massimo	146.445.240	2,5
Da 3 a 6 mesi	88.317.811	1,5
Da 6 a 9 mesi	42.450.607	0,7
Da 9 a 12 mesi	32.158.343	0,6
In valute		
A 3 mesi al massimo	450.195.417	7,8
Da 3 a 6 mesi	252.222.817	4,4
Da 6 a 9 mesi	20.751.028	0,4
Da 9 a 12 mesi	9.922.397	0,2
Ad oltre un anno	63.819.930	1,1
	1.106.283.590	
Attività varie	1.322.714	0,0
Immobili ed arredamenti	1	0,0
Fondi propri utilizzati in esecuzione degli Accordi dell'Aja del 1930 per investimenti in Germania (v. infra)	68.291.223	1,2
	<u>5.777.990.295</u>	<u>100</u>
Esecuzione degli Accordi		
Fondi investiti in Germania (v. Nota 2)		
Crediti verso la Reichsbank e la Golddiskontbank; effetti della Golddiskontbank e dell'amministrazione delle ferrovie e buoni dell'amministrazione delle poste (venuti a scadenza)	221.019.558	
Effetti e buoni del Tesoro del Governo tedesco (venuti a scadenza)	76.181.040	
	<u>297.200.598</u>	
CONTI D'ORDINE		
a. Operazioni a termine su oro:		
Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare)	245.880.187	
b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca in conto terzi:		
Oro in custodia	1.370.111.521	
Saldi bancari	33.527.862	
Effetti ed altri titoli a custodia	901.062.622	

AL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE E AGLI AZIONISTI

DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA.

In conformità all'articolo 52 degli Statuti della Banca, abbiamo esaminato i libri ed i conti della Banca per spiegazioni richieste. Riserva fatta della valutazione dei fondi investiti in Germania, confermiamo che, a fedeltà ed esattamente quella che, in base alla nostra migliore conoscenza ed alle spiegazioni ricevute, ora mediante conversione delle varie valute estere nella maniera sopra descritta.

Zurigo, 5 maggio 1964.

31 MARZO 1964

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO

		%
Capitale		
Autorizzato ed emesso: 200.000 azioni di 2.500		
franchi oro ciascuna	500.000.000	
liberate per il 25 %	125.000.000	2,2
Riserve		
Fondo di riserva legale	12.097.859	
Fondo di riserva generale	13.342.650	
	25.440.509	0,4
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
Da 9 a 12 mesi	20.670.682	0,4
Da 6 a 9 mesi	20.777.510	0,4
A 3 mesi al massimo	513.990.491	8,9
A vista	1.819.747.478	31,5
Altri depositanti		
A 3 mesi al massimo	68.890.913	1,2
A vista	1.180.103.989	2,0
	2.562.087.463	
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
Ad oltre un anno	45.006.175	0,8
Da 9 a 12 mesi	20.572.755	0,4
Da 3 a 6 mesi	411.897.593	7,1
A 3 mesi al massimo	1.720.223.327	29,8
A vista	16.564.092	0,3
Altri depositanti		
Da 3 a 6 mesi	43.475.112	0,7
A 3 mesi al massimo	522.276.408	9,0
A vista	27.454.401	0,5
	2.807.469.863	
Partite varie	28.845.427	0,5
Conto profitti e perdite		
Riparto dall'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1963	7.629.978	
Utile dell'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1964	17.517.055	
	25.147.033	0,4
Accantonamento per contingenze	204.000.000	3,5
	5.777.990.295	100
dell'Aja del 1930		
Depositi a lunga scadenza		
Depositi dei Governi creditori nel Conto Fiduciario delle Annualità (v. Nota 3)		
	152.606.250	
Deposito del Governo tedesco	76.303.125	
	228.909.375	
Fondi propri utilizzati in esecuzione degli Accordi (v. qui sopra) ...		
	68.291.223	
	297.200.598	
<p>NOTA 1 — Ai fini del bilancio, le partite nelle varie valute, all'attivo ed al passivo, sono state computate in franchi oro in base ai rispettivi cambi di mercato o ufficiali, o in base a speciali accordi che vi si riferiscono.</p> <p>NOTA 2 — In base alla convenzione stipulata il 9 gennaio 1963 fra il Governo della Repubblica federale tedesca e la Banca, facente parte dell'Accordo relativo ai debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, è stato convenuto che la Banca non chiederà, prima del 1° aprile 1966, il rimborso dei propri capitali sopra descritti, investiti in Germania, ivi compresi i relativi interessi arretrati al 31 dicembre 1952.</p> <p>NOTA 3 — I Governi creditori di 149.920.380 franchi oro, hanno dato assicurazione alla Banca che essi non richiederanno il trasferimento, a titolo dei depositi in Conto Fiduciario delle Annualità, di somme superiori a quelle di cui la Banca stessa potrà ottenere dalla Germania il rimborso ed il trasferimento in valute da lei accettate.</p>		

l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1964 e dichiariamo che abbiamo ottenuto tutte le informazioni e nostro avviso, questo bilancio ed i conti d'ordine, corredati dalle note, sono compilati in modo da rispecchiare ci risulta essere la situazione degli affari della Banca, rilevata dai libri della stessa e presentata in franchi

PRICE WATERHOUSE & Co.

CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1964

		Franchi oro
Reddito netto derivante dall'impiego dei fondi propri della Banca e dei depositi affidatili		33.115.350
Commissioni come Fiduciario, ecc.		711.691
		33.827.041
Spese d'amministrazione:		
Consiglio d'amministrazione — remunerazioni e spese di viaggio	230.498	
Direzione e personale — stipendi, contributi pensioni e spese di viaggio	5.535.150	
Affitto, assicurazioni, riscaldamento, illuminazione	40.496	
Ammodernamento e manutenzione immobili e materiale	80.113	
Cancelleria, biblioteca e stampati	262.058	
Spese postali, telegrafiche e telefoniche	166.220	
Rimunerazioni a periti (sindaci, interpreti, economisti, ecc.)	56.168	
Tassa cantonale	35.295	
Contribuzione alla Fondazione Per Jacobsson	97.696	
Spese diverse	285.258	
	6.788.952	
Meno: Somme ripetibili per le spese sostenute dalla Banca in quanto Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo Monetario Europeo)	378.966	6.409.986
		27.417.055
Il Consiglio d'amministrazione ha deciso essere necessario devolvere:		
all'accantonamento per ammortamento di Immobili	400.000	
all'accantonamento per spese straordinarie d'amministrazione	2.000.000	
all'accantonamento per contingenze	7.500.000	9.900.000
		9.900.000
UTILE NETTO dell'esercizio finanziario		
chiuso al 31 marzo 1964		17.517.055
Riporto dall'esercizio finanziario precedente (da aggiungere)		7.629.978
Totale utile disponibile		25.147.033
Il Consiglio d'amministrazione propone all'Assemblea generale annuale indetta per l' 8 giugno 1964 di distribuire il predetto utile come segue:		
Assegnazione al fondo di Riserva legale		402.141
Dividendo di 37,50 franchi oro, più un importo di 42,50 franchi oro, che porta la ripartizione complessiva dell'utile a 80,— franchi oro per azione e riduce l'ammontare del dividendo cumulativo non dichiarato da 241,97 franchi oro a 199,47 franchi oro per azione		16.000.000
Saldo da riportare		8.744.892
		25.147.033

CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Dott. M. W. Holtrop, Amsterdam { Presidente del Consiglio d'amministrazione,
Presidente della Banca
Sir Otto Niemeyer, Londra Vice-Presidente del Consiglio d'amministrazione

Hubert Ansiaux, Brusselle
Karl Blessing, Francoforte s/M.
Dott. Rudolf Brinckmann, Amburgo
Jacques Brunet, Parigi
Dott. Guido Carli, Roma
The Earl of Cromer, Londra
Henri Deroy, Parigi
Maurice Frère, Brusselle
Dott. Donato Menichella, Roma
Dott. Walter Schwegler, Zurigo
Per Åsbrink, Stoccolma

Sostituti

Dott. Paolo Baffi, oppure } Roma
Prof. Pietro Stoppani }
Bernard Clappier, oppure } Parigi
Julien Koszul }
M. H. Parsons, oppure } Londra
R. G. Raw }
Cecil de Strycker, Brusselle

DIREZIONE

Gabriel Ferras	Direttore Generale
F. G. Conolly	Direttore
Dott. Milton Gilbert	Consigliere economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Dott. Antonio d'Aroma	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Dott. Hans H. Mandel	Capo del Dipartimento bancario
D. H. Macdonald	Direttore
Georges Janson	Direttore
Henri Guisan	Consigliere giuridico

Georges Royot	Condirettore
Malcolm Parker	Condirettore amministrativo
Dott. Antonio Rainoni	Condirettore del Dipartimento monetario ed economico
Jan Knap	Vice Direttore