

**BANCA DEI  
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

**TRENTOTTESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1967 - 31 MARZO 1968**

**BASILEA**

**10 giugno 1968**

## INDICE

	Pagina
Introduzione . . . . .	1
I. La sterlina, il dollaro e l'oro . . . . .	3
La sterlina (p. 3); il dollaro (p. 23); l'oro (p. 41)	
II. Gli sviluppi nell'Europa continentale, nel Canada e nel Giappone . . . . .	48
Produzione, salari e prezzi (p. 48); le variazioni della domanda (p. 52); saggi d'interesse e flussi di fondi (p. 56); <i>formazione di attività liquide</i> (p. 59), <i>emissioni interne sul mercato dei capitali</i> (p. 60), <i>il mercato delle obbligazioni internazionali</i> (p. 62); paesi continentali dell'Europa occidentale: <i>Germania</i> (p. 65), <i>Francia</i> (p. 67), <i>Italia</i> (p. 70), <i>Paesi Bassi</i> (p. 71), <i>Belgio</i> (p. 73), <i>Svizzera</i> (p. 75), <i>Austria</i> (p. 76), <i>Spagna</i> (p. 77), <i>Portogallo</i> (p. 79), <i>Danimarca</i> (p. 80), <i>Norvegia</i> (p. 81), <i>Svezia</i> (p. 83), <i>Finlandia</i> (p. 84); paesi dell'Europa orientale (p. 86); <i>Canada</i> (p. 88), <i>Giappone</i> (p. 90)	
III. Scambi e pagamenti internazionali . . . . .	92
Commercio mondiale (p. 92); commercio inter-area (p. 94); movimenti di capitali (p. 97); bilance dei pagamenti: <i>Francia</i> (p. 99), <i>Germania</i> (p. 101), <i>Italia</i> (p. 104), <i>Paesi Bassi</i> (p. 105), <i>Unione economica Belgio-Lussemburgo</i> (p. 107), <i>Austria</i> (p. 108), <i>Svizzera</i> (p. 109), <i>Svezia</i> (p. 110), <i>Norvegia</i> (p. 111), <i>Finlandia</i> (p. 111), <i>Danimarca</i> (p. 113), <i>Irlanda</i> (p. 113), <i>Spagna</i> (p. 114), <i>Portogallo</i> (p. 115), <i>Canada</i> (p. 116), <i>Giappone</i> (p. 117)	
IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio . . . . .	120
Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree (p. 120); Fondo monetario internazionale: <i>operazioni del Fondo</i> (p. 125), <i>diritti speciali di prelievo</i> (p. 127), <i>riforma del Fondo</i> (p. 129); riserve ufficiali ed altri movimenti monetari (p. 129): <i>riserve globali</i> (p. 129), <i>Stati Uniti</i> (p. 132), <i>Regno Unito</i> (p. 135), <i>paesi continentali dell'Europa occidentale</i> (p. 138): <i>Germania</i> (p. 140), <i>Italia</i> (p. 142), <i>Belgio</i> (p. 143), <i>Paesi Bassi</i> (p. 143), <i>Svizzera</i> (p. 144), <i>Francia</i> (p. 144), <i>Svezia</i> (p. 145), <i>Austria</i> (p. 145), <i>altri paesi europei</i> (p. 146), <i>Canada</i> (p. 146), <i>Giappone</i> (p. 147); mercati dei cambi (p. 147): <i>la sterlina</i> (p. 148), <i>il franco svizzero</i> (p. 150), <i>il marco tedesco</i> (p. 151), <i>il franco francese</i> (p. 152), <i>altre valute europee</i> (p. 153), <i>il dollaro canadese</i> (p. 153); altri sviluppi valutari (p. 154); controllo valutario in Francia (p. 156)	
V. Il mercato delle eurodivise . . . . .	157
<i>Posizioni globali sull'estero</i> (p. 157), <i>posizioni esterne in valuta estera</i> (p. 159), <i>sviluppo del mercato dell'eurodollaro</i> (p. 163), <i>dimensione netta del mercato dell'eurodollaro</i> (p. 166), <i>posizioni sull'estero dei singoli paesi</i> (p. 168), <i>andamento dei saggi d'interesse</i> (p. 171)	

## VI. L'Accordo monetario europeo . . . . . 175

Modificazioni dell'Accordo (p. 175); operazioni in base all'Accordo: *Fondo europeo* (p. 175), *Sistema multilaterale di regolamenti* (p. 177); situazioni dei conti (p. 178); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (p. 179)

## VII. Operazioni della Banca . . . . . 181

Operazioni del Dipartimento bancario (p. 181): *composizione delle risorse* (p. 182), *utilizzo delle risorse* (p. 185); le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali (p. 189); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la CEECA (p. 191); la Banca come Agente dell'OCSE (Accordo monetario europeo) (p. 192); sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 192); distribuzione dell'utile netto (p. 193); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione (p. 194)

## Conclusione . . . . . 196

\*            \*

\*

Bilancio al 31 marzo 1968 e Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1968.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

Pagina

### I. La sterlina, il dollaro e l'oro

#### Regno Unito:

Bilancia dei pagamenti . . . . .	4
Partite correnti della bilancia dei pagamenti*	10
Prezzi ingrosso di manufatti*	13
Regno Unito:	
Bilancia dei pagamenti (1952-67) . . . . .	14
Utilizzo del prodotto nazionale lordo . . . . .	17
Risparmio e investimenti . . . . .	19
Bilancio pubblico . . . . .	22
Stati Uniti:	
Spesa nazionale lorda . . . . .	24
Saggi d'interesse* . . . . .	27
Bilancia dei pagamenti . . . . .	28
Prodotto nazionale lordo e importazioni di merci*	29
Bilancia dei pagamenti (1950-67) . . . . .	33
Offerta e usi dell'oro . . . . .	43
Offerta di oro e acquisti netti ufficiali dei paesi del mondo occidentale*	45

### II. Gli sviluppi nell'Europa continentale, nel Canada e nel Giappone

Produzione industriale* . . . . .	49
Mercato del lavoro, salari e prezzi . . . . .	51
Prodotto nazionale lordo e suoi componenti . . . . .	53
Investimenti e la bilancia dei pagamenti* . . . . .	55
Saggi ufficiali di sconto . . . . .	57
Saggi d'interesse* . . . . .	58
Attività liquide interne . . . . .	59
Mercati dei capitali: Emissioni (al netto) . . . . .	61
Emissioni estere e internazionali di obbligazioni . . . . .	63
Rendimenti delle nuove emissioni internazionali* . . . . .	64
Economie dell'Europa orientale: Reddito nazionale, produzione industriale e agricola . . . . .	87

### III. Scambi e pagamenti internazionali

Commercio mondiale . . . . .	92
Esportazioni, ripartite per aree geografiche* . . . . .	94
Commercio estero dei paesi CEE e dei paesi EFTA* . . . . .	95
Paesi dell'Europa occidentale: Bilance dei pagamenti . . . . .	96
Bilance dei pagamenti di base e movimenti di capitali a breve* . . . . .	98

Bilance dei pagamenti:	
Francia . . . . .	100
Germania . . . . .	102
Italia . . . . .	105
Paesi Bassi . . . . .	106
Unione economica Belgio-Lussemburgo . . . . .	108
Finlandia . . . . .	112
Canada . . . . .	117
Giappone . . . . .	118

#### IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio

Produzione mondiale di oro . . . . .	120
Sud Africa: Statistiche d'esercizio delle miniere di oro . . . . .	121
Prezzi sul mercato dell'oro* . . . . .	122
Riserve mondiali di oro . . . . .	124
F. M. I.: Prelievi e riacquisti . . . . .	126
Variazioni nelle riserve globali . . . . .	130
Stati Uniti:	
Movimenti monetari esterni . . . . .	132
Impegni di riporto conclusi dal Sistema della Riserva federale . . . . .	134
Regno Unito: Movimenti monetari esterni . . . . .	136
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone:	
Posizioni monetarie verso l'estero . . . . .	139
Germania: Variazioni nella posizione sull'estero delle banche . . . . .	141
Canada: Movimenti monetari esterni . . . . .	147
Quotazioni della sterlina per il dollaro S. U.* . . . . .	149
Cambi del dollaro S. U. in Europa* . . . . .	151
Svalutazioni monetarie del novembre 1967 . . . . .	155

#### V. Il mercato delle eurodivise

Banche dichiaranti: Passività e attività a breve verso non residenti . . . . .	158
Banche commerciali di dieci paesi:	
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti . . . . .	160
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti, escluse le posizioni verso il paese di emissione della relativa valuta . . . . .	161
Variazioni nelle posizioni esterne delle banche in alcune valute estere . . . . .	162
Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti . . . . .	164
Dimensione del mercato dell'eurodollaro (stime) . . . . .	166
Paesi europei dichiaranti: Posizioni valutarie sull'estero delle banche . . . . .	169
Saggi d'interesse a Londra e a Nuova York* . . . . .	171

#### VI. L'Accordo monetario europeo

Fondo europeo: Utilizzo dei crediti concessi . . . . .	176
Sistema multilaterale di regolamenti: Pagamenti effettuati . . . . .	177
Fondo europeo: Situazioni dei conti . . . . .	179

## VII. Operazioni della Banca

Totali annuali del bilancio . . . . .	181
Conti d'ordine. . . . .	181
Passivo* . . . . .	182
Composizione delle risorse. . . . .	183
Origine delle risorse ricevute in prestito . . . . .	183
Natura e termini delle risorse ricevute in prestito . . . . .	184
Attivo* . . . . .	185
Posizione in oro . . . . .	186
Cassa e altri investimenti . . . . .	186
Depositi vincolati e anticipazioni e Altri effetti e titoli . . . . .	187
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 . . . . .	189
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) . . . . .	190
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young) . . . . .	190
Prestiti garantiti della CECA . . . . .	191

# TRENTOTTESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 10 giugno 1968.

Signori,

ho l'onore di presentare la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il trentottesimo esercizio finanziario, iniziato il 1° aprile 1967 e terminato il 31 marzo 1968.

Dopo aver dedotto gli importi trasferiti agli accantonamenti, l'utile netto ammonta a 45.000.000 di franchi oro contro 32.074.487 franchi oro dell'anno finanziario precedente.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 53 degli Statuti della Banca, l'Assemblea generale decida di assegnare 15 milioni di franchi oro al Fondo di riserva generale e 15 milioni di franchi oro ad un Fondo di riserva libero. Se questa raccomandazione sarà accolta, il dividendo ammonterà a 75 franchi oro e sarà pagabile, in franchi svizzeri, nella misura di 107,15 franchi svizzeri per azione. Questo importo comprende il dividendo cumulativo del 6% e il dividendo massimo addizionale del 6% previsti dagli Statuti della Banca.

Il capitolo I della presente Relazione esamina gli avvenimenti più importanti che si sono verificati lo scorso anno, soprattutto per quanto concerne la sterlina, il dollaro e l'oro e, in aggiunta, li considera in una prospettiva di più lungo periodo. Nei capitoli successivi viene compiuta una rassegna delle recenti variazioni che si sono manifestate nella produzione e nei prezzi di diversi paesi, nonché degli sviluppi

nei seguenti settori: credito, pagamenti internazionali, produzione aurifera e riserve monetarie. Segue una disamina degli eventi occorsi sui mercati delle euro-divise e vengono anche descritte le operazioni dell'Accordo monetario europeo. Nel capitolo VII sono esposte le operazioni correnti della Banca e figura anche un resoconto delle funzioni adempiute dalla Banca per conto della Comunità europea del carbone e dell'acciaio, nonché quale Fiduciario e Agente fiscale per il servizio di prestiti internazionali. Infine vi si fa anche cenno della funzione che la Banca svolge nel promuovere la cooperazione fra banche centrali, nonché delle relazioni che essa intrattiene con altre istituzioni internazionali.

## I. LA STERLINA, IL DOLLARO E L'ORO.

Nella primavera del 1967, la situazione economica presentava un quadro di relativa calma e scarsi erano i sintomi premonitori dei mesi tempestosi che sarebbero seguiti. Nella maggior parte dei paesi industriali l'espansione dell'attività economica stava attraversando una fase di rallentamento o mostrava segni di lieve recessione. Il regresso era più sensibile in Germania e soltanto in Giappone e in Italia l'economia continuava a progredire. L'inflazione dei prezzi era proseguita in diversi paesi, provocata più da pressioni salariali e da ripercussioni ritardate che dalla domanda in eccesso. Negli Stati Uniti, il cospicuo disavanzo del bilancio pubblico costituiva una minaccia alla stabilità monetaria, per ovviare alla quale il Presidente propose un considerevole aumento delle imposte; ma, nei primi mesi dell'anno, la minaccia era più potenziale che reale.

Sul piano internazionale, gli squilibri nei pagamenti erano numerosi, sebbene nella maggior parte dei casi la situazione fosse migliorata rispetto all'anno precedente. La posizione della sterlina era mutata in meglio, i saldi attivi delle bilance dei pagamenti dell'Italia e della Francia si erano ridotti, mentre il saldo attivo della Germania, di proporzioni estremamente ampie, era da collegarsi alla sfavorevole situazione ciclica dell'economia. I conti con l'estero degli Stati Uniti si erano deteriorati in seguito agli effetti diretti e indiretti della guerra nel Vietnam, ma il saldo passivo sembrava aver raggiunto un livello che per un paio d'anni non avrebbe presentato problemi insolubili. Nella posizione del Giappone verso l'estero erano sorte difficoltà, la cui eliminazione avrebbe probabilmente richiesto un mutamento nella politica economica.

Questa tranquillità si è, tuttavia, dimostrata effimera con l'evolversi della situazione, che ha reso l'anno 1967-68 il più perturbato per il sistema monetario internazionale dal 1949. Le guerre nel Medio Oriente e nel Vietnam hanno contribuito ad aggravare le difficoltà nei pagamenti e a minare la fiducia, mentre l'indecisione nella condotta delle politiche economiche ha permesso l'accrescersi delle tensioni. Ad ogni modo, prima che fossero passati dodici mesi, la sterlina era stata svalutata, gli Stati Uniti avevano deciso di applicare in ampia misura diretti controlli sulla bilancia dei pagamenti e i paesi aderenti al Consorzio dell'oro avevano ritirato il loro sostegno al mercato di questo metallo.

Il presente capitolo descrive le cause immediate degli eventi che hanno creato una nuova situazione per il sistema dei pagamenti internazionali, situazione che, forse, non si è ancora manifestata interamente. E' peraltro evidente che gli avvenimenti dello scorso anno non spiegano tutto, che gli squilibri si sono andati formando lentamente attraverso numerosi anni e che le perturbazioni politiche e la speculazione hanno potuto provocare sconvolgimenti in quanto la situazione era già delicata. Il capitolo esamina quindi anche un'evoluzione a più lungo periodo.

**La sterlina.**

Superficialmente, la posizione della sterlina non era sfavorevole nel primo trimestre del 1967 e si notavano netti sintomi del ristabilimento di una certa fiducia. Questo miglioramento era stato conseguito in due modi.

In primo luogo, le energiche misure di contenimento adottate nel luglio 1966, piuttosto rapidamente, ebbero l'effetto di deprimere l'economia, ripercuotendosi positivamente sulla bilancia dei pagamenti. Le misure, che comprendevano il blocco di salari e prezzi sino alla fine dell'anno in aggiunta a restrizioni di carattere fiscale e monetario, eliminarono effettivamente la domanda in eccesso e, per la prima volta in più di due anni, ristabilirono una situazione esente da pressioni sulle risorse produttive. Il livello della produzione si ridusse di alquanto e le tensioni sul mercato del lavoro si allentarono, quando la disoccupazione passò dall'1,3% delle forze lavorative nel luglio 1966 al 2% nel primo trimestre del 1967. Negli ultimi quattro mesi del 1966 la bilancia commerciale presentò un notevole miglioramento, essendo le importazioni diminuite nell'attesa, in parte, dell'abolizione del dazio supplementare stabilita per la fine di novembre, e le esportazioni cresciute rispetto al livello raggiunto nei primi mesi dell'anno; dato che il deflusso di capitali era stato rigidamente limitato, nel quarto trimestre del 1966 la bilancia dei pagamenti di base presentò una posizione creditoria. Nel primo trimestre

**Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.**

Voci	1966				1967			
	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
	milioni di sterline, rettificati per variazioni stagionali							
<b>Merci (f.o.b.)</b>								
Importazioni . . . . .	1.345	1.316	1.363	1.239	1.405	1.424	1.368	1.476
Esportazioni e riesportazioni	1.266	1.203	1.291	1.356	1.359	1.280	1.268	1.116
Saldo . . . . .	- 79	- 113	- 72	+ 117	- 46	- 144	- 100	- 360
<b>Servizi (al netto) . . . . .</b>	+ 49	+ 23	+ 20	+ 24	+ 68	+ 23	+ 55	- 10
Saldo partite correnti . . . . .	- 30	- 90	- 52	+ 141	+ 22	- 121	- 45	- 370
<b>Conto capitali a lungo termine</b>								
Capitali ufficiali . . . . .	- 36	+ 3	- 14	- 39	- 22	- 3	- 15	- 14
Capitali privati								
Investimenti britannici all'estero . . . . .	- 76	- 93	- 59	- 64	- 77	- 88	- 61	- 137
Investimenti esteri nel Regno Unito . . . . .	+ 51	+ 75	+ 56	+ 90	+ 103	+ 90	+ 71	+ 127
Totale capitali a lungo termine (al netto) . . . . .	- 63	- 15	- 17	- 7	+ 4	- 1	- 5	- 24
<b>Bilancia di base, rettificata per variazioni stagionali . . . . .</b>	- 93	- 105	- 69	+ 134	+ 26	- 122	- 50	- 394
<b>Bilancia di base, prima della rettificazione . . . . .</b>	- 79	- 56	- 144	+ 146	+ 3	- 61	- 126	- 356
<b>Partita bilanciante . . . . .</b>	+ 49	- 33	+ 37	- 66	+ 162	+ 77	- 77	+ 58
<b>Saldo complessivo . . . . .</b>	- 30	- 89	- 107	+ 80	+ 165	+ 16	- 203	- 298

del 1967 il saldo della bilancia di base continuò ad essere attivo, benchè la bilancia commerciale fosse deteriorata in seguito all'abolizione, avvenuta in novembre, del dazio supplementare. Si riteneva che gran parte dell'aumento delle importazioni sarebbe stato transitorio ed esso non influì sul ritorno della fiducia nella sterlina.

Secondariamente, nel primo trimestre, il Sistema della Riserva federale e le autorità di alcuni paesi dell'Europa continentale passarono da una politica monetaria restrittiva ad una improntata a notevoli facilitazioni. Il risultato fu che, negli Stati Uniti e sul mercato dell'eurodollaro, i saggi d'interesse a breve ribassarono sensibilmente e i margini di arbitraggio sugli interessi mutarono in favore della sterlina. La migliorata posizione di riserva delle banche americane ha anche consentito ad esse di restituire al mercato dell'eurodollaro una parte dei fondi che vi avevano prelevato durante la stretta creditizia del 1966. Si procedette, quindi, a conversioni su vasta scala di dollari in sterline e la Banca d'Inghilterra fu in grado di rimborsare l'assistenza finanziaria a breve ricevuta l'anno precedente da alcune banche centrali per sostenere la sterlina. In maggio venne effettuato un cospicuo rimborso sui crediti accordati dal F. M. I. e dalla Svizzera.

Difficilmente la sterlina poteva essere considerata una moneta forte, tenuto conto che la bilancia dei pagamenti veniva aiutata con rigorosi controlli sulle esportazioni di capitali e che la Banca d'Inghilterra aveva dovuto assumere impegni molto rilevanti per mantenere il costo della copertura a termine della sterlina entro ristretti limiti. Le autorità erano edotte che nella struttura dei cambi la posizione della sterlina era sfavorevole e che una politica ispirata a criteri di cautela sarebbe stata necessaria nei confronti dell'economia interna. Ciò non di meno, tanto il mercato che le autorità non sospettavano che a distanza di soli pochi mesi sarebbe scoppiata una grave crisi.

Così stando le cose, il bilancio pubblico dell'aprile 1967 non presentava importanti mutamenti di indirizzo ed era improntato a neutralità nei suoi effetti sull'economia. Si riteneva che la produzione sarebbe cresciuta con un saggio di circa il 3%, in corrispondenza con l'espansione della capacità produttiva e che l'aumento delle esportazioni avrebbe costituito la componente dinamica della domanda.

Queste previsioni vennero, tuttavia, ben presto sconvolte da avvenimenti politici ed economici che si verificarono tanto all'esterno che all'interno del Regno Unito. La loro importanza quantitativa non può essere stabilita separatamente, perchè fu il loro effetto combinato e cumulativo a provocare un cospicuo saldo passivo nella bilancia dei pagamenti e a far svanire la fiducia nella possibilità di mantenere la parità di cambio. Dopo l'imponente afflusso di fondi, avvenuto dal gennaio all'aprile, in maggio cominciò a rendersi necessario il sostegno della sterlina da parte della Banca d'Inghilterra e presto si sviluppò una massiccia fuga dalla moneta, con punte in luglio e novembre. All'intensità del fenomeno contribuirono i seguenti fattori.

1) La fiducia nella sterlina venne duramente scossa dalla guerra che, all'inizio di giugno, scoppiò nel Medio Oriente. Le conversioni di saldi in sterline

detenuti da paesi situati in questa zona non furono cospicue, ma il fatto stesso di una minaccia riguardante le riserve influi su altri detentori di saldi in sterline. In aggiunta, l'embargo sulle vendite di petrolio al Regno Unito, introdotto dai paesi produttori del Medio Oriente, e la chiusura del Canale di Suez imposero alla bilancia dei pagamenti maggiori oneri per l'aumento dei noli e dei costi del petrolio stesso. Anche le difficoltà incontrate dalla domanda del Regno Unito di entrare a far parte del Mercato comune non mancarono di produrre effetti sfavorevoli sulla fiducia.

2) Negli Stati Uniti la domanda sostenuta di crediti bancari e di fondi sul mercato dei capitali fece invertire, in aprile, la flessione nei saggi d'interesse corrisposti per il dollaro e i margini di arbitraggio per la sterlina divennero ben presto sfavorevoli.

3) In concomitanza col fatto che nei paesi dell'Europa continentale l'attività economica subiva una battuta d'arresto o una fase recessiva, le esportazioni del Regno Unito, invece di registrare l'attesa espansione, si ridussero rispetto all'elevato livello raggiunto in gennaio. Contemporaneamente, le importazioni continuarono con un ritmo assai superiore a quello degli ultimi quattro mesi del 1966, sicchè tanto nel secondo che nel terzo trimestre del 1967 la bilancia dei pagamenti di base fu in deficit.

4) Nel secondo e terzo trimestre, la notevole flessione nel volume delle esportazioni manifestò la tendenza a far rallentare l'attività economica, lasciando prevedere che nell'inverno la disoccupazione sarebbe stata assai diffusa. Per questa ragione, le autorità si orientarono verso una politica economica di lieve reflazione, nonostante i rischi che essa comportava per la sterlina. Precedentemente nell'anno, i saggi d'interesse erano stati abbassati mediante tre successive riduzioni del saggio ufficiale di sconto al 5,5%. Poichè l'aspettativa di un'ulteriore flessione nei saggi d'interesse e, conseguentemente, di un ulteriore incremento dei prezzi dei titoli di prim'ordine andò indebolendosi nella primavera, il Tesoro non poté mantenere le vendite di titoli al mercato e, nel secondo trimestre, fu costretto a fare ricorso in misura cospicua all'indebitamento a breve verso il sistema bancario. Si poté così disporre della liquidità occorrente per una rapida espansione del credito bancario dopo la metà dell'anno. Le anticipazioni concesse al settore privato dalle banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione, le quali, dopo aprile, non erano più tenute ad osservare un limite quantitativo, aumentarono, nel terzo trimestre, di quasi il 20%, su base annuale. Inoltre, in giugno e poi ancora in agosto, vennero mitigate le condizioni relative alle vendite rateali. In aggiunta, per l'autunno fu annunciato un miglioramento delle prestazioni della sicurezza sociale, mentre si provvide ad aumentare i trasferimenti in favore del settore delle imprese mediante l'accelerazione nella concessione di contributi per scopi d'investimento, nonchè l'introduzione di un sussidio per l'occupazione nell'industria manifatturiera situata in aree in via di sviluppo. Questi mutamenti apparivano tali da accrescere sensibilmente le necessità di finanziamento del Tesoro e da aggravare la minaccia di instabilità monetaria. Ne derivavano dubbi circa la fermezza con cui le autorità stavano perseguendo il fine prioritario dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

5) Pur essendo il blocco dei salari terminato alla fine del 1966, la politica per il loro contenimento venne mantenuta durante la prima metà del 1967. Dopo la fine di giugno, tuttavia, i salari cominciarono ad aumentare sensibilmente, mettendo decisamente in pericolo la capacità competitiva delle industrie britanniche. Nel corso del 1967 i saggi salariali orari aumentarono del 6,2%; circa metà dell'incremento è da attribuire a impegni assunti prima dell'entrata in vigore del blocco.

6) Alla fine di settembre i portuali di Liverpool proclamarono uno sciopero non ufficiale, che ben presto dilagò anche a Londra. Lo sciopero minava di per sé la fiducia, ma dato anche che esso danneggiava più le esportazioni che le importazioni, le statistiche commerciali per il mese di ottobre non furono incoraggianti.

La fuga dalla sterlina, verificatasi da giugno a novembre, fu certo parzialmente di natura speculativa, ma nella maggioranza dei casi, da parte delle imprese nazionali ed estere, nonché degli istituti finanziari si trattò di evitare possibili perdite di cambio. A rendere reale la minaccia di simili perdite non erano soltanto gli avvenimenti sfavorevoli del 1967, ma anche la storia di crisi precedenti, soprattutto i cospicui saldi passivi accumulati dal 1964 al 1966, e la constatazione che le misure deflazionistiche del luglio 1966 non avevano prodotto un aggiustamento stabile. Il governo non poteva procedere oltre nella deflazione, a causa dell'elevato livello di disoccupazione e le uniche misure adottate per contenere l'uscita di fondi furono due aumenti, dello 0,5% ciascuno, nel saggio ufficiale di sconto, rispettivamente in ottobre e in novembre. Sicchè, alla fine, la fuga dalla moneta assunse proporzioni imponenti.

Poichè il drenaggio delle riserve ufficiali e delle facilitazioni creditizie disponibili proseguiva con ritmo inesorabile, le autorità si trovarono di fronte al problema se svalutare o continuare a lottare per mantenere la parità esistente. In entrambi i casi sarebbero occorse ulteriori misure restrittive e facilitazioni creditizie; ma si deve aver pensato che una svalutazione ragionevole avrebbe richiesto un indebitamento meno pesante verso l'estero e minori sacrifici in termini di espansione economica.

La decisione di procedere alla svalutazione fu annunciata il 18 novembre.

\* \* \*

Mentre le cause immediate della svalutazione furono in certa misura fortuite, l'origine di essa è da ricercare nella storia della debolezza manifestata dalla moneta in alcuni anni precedenti. Occorre quindi chiedersi perchè la sterlina sia stata oggetto di ripetute crisi e perchè gli sforzi compiuti periodicamente in precedenza, ricorrendo a misure restrittive, non siano riusciti a stabilire una posizione verso l'esterno che costituisca una solida premessa per un progresso economico senza perturbazioni. Svalutata nel 1949, perchè la sterlina ha dovuto esserlo di nuovo nel 1967?

Poichè il sistema a cambi fissi non esclude il loro adeguamento a variazioni di fondo nell'economia nazionale o mondiale, è ammissibile che mantenere il

cambio della sterlina stabile per quasi vent'anni possa apparire un risultato apprezzabile. Un simile punto di vista non è, peraltro, soddisfacente, perchè numerosi altri paesi hanno fatto meglio e perchè, nei casi normali di svalutazione, non è difficile scoprire dove la disciplina monetaria ha fallito.

Negli anni dell'immediato dopoguerra molti paesi dovettero fronteggiare il problema di ripristinare la stabilità monetaria. Alcuni di essi conseguirono lo scopo con una riforma monetaria, come in Germania e nei Paesi Bassi, altri invece accettando l'inflazione dei prezzi implicita nell'espansione della liquidità interna provocata dal conflitto e fissando una nuova parità di cambio, come in Italia; il Regno Unito non introdusse alcuna riforma monetaria, nè accettò una generale inflazione dei prezzi. Controlli sui prezzi e razionamenti continuarono a rimanere in vigore e, nella misura in cui era inevitabile un saldo passivo nella bilancia dei pagamenti con restrizioni sugli scambi e sui pagamenti, si provvide a farvi fronte con aiuti e crediti esteri. Un modesto risparmio privato e la rapida messa in atto di un esteso programma di sicurezza sociale aggravarono il problema dell'aggiustamento.

Sebbene, dalla fine della guerra, i conti con l'estero avessero subito un notevole miglioramento, la bilancia dei pagamenti del Regno Unito era ancora debole nel 1949 ed esisteva uno squilibrio cronico con l'area del dollaro. Quando, negli Stati Uniti, l'attività economica cominciò a rallentare nel 1948-49, i proventi in dollari del Regno Unito e di diversi paesi appartenenti all'area della sterlina si contrassero, contribuendo alle perdite di riserve, che accelerarono la svalutazione di tale moneta.

La svalutazione del 1949 non venne preparata in un quadro di misure multilaterali, studiate in modo da assicurare una solida base per i flussi dei pagamenti internazionali nel loro complesso. Diversi paesi erano consapevoli dell'esistenza di una scarsità di dollari ed erano incerti circa la loro futura capacità competitiva; inoltre, il Regno Unito ed i paesi appartenenti all'area della sterlina erano importanti mercati di esportazione. Nella fattispecie, molti paesi situati fuori dell'area del dollaro svalutarono le loro monete nella stessa misura della sterlina. Perciò, l'aiuto effettivo prestato alla capacità concorrenziale dell'industria britannica sui mercati esteri e nei confronti delle importazioni all'interno del paese fu assai inferiore a quello che la svalutazione del 30,5% lascerebbe ritenere. Le svalutazioni non programmate e diffuse delle monete non manifestarono subito i loro effetti dannosi; ma costituirono un fattore cruciale dei problemi nei pagamenti, che emersero negli anni successivi.

Non è possibile isolare l'effetto netto dell'allineamento dei cambi sulla bilancia dei pagamenti britannica. In meno di un anno l'intera struttura delle transazioni internazionali venne scompigliata dallo scoppio della guerra in Corea e dai massicci programmi di riarmo che furono sovrapposti ad un "boom" mondiale in fase di sviluppo. Ma, alla metà circa degli anni cinquanta, quando le condizioni furono più normali, la posizione britannica di fondo, per quanto riguarda i pagamenti esterni, mostrò, in complesso, un modesto miglioramento, caratterizzato da un aggiustamento, in misura superiore a quello globale, nelle transazioni con l'area del dollaro, che cessarono di costituire un problema specifico. Molti

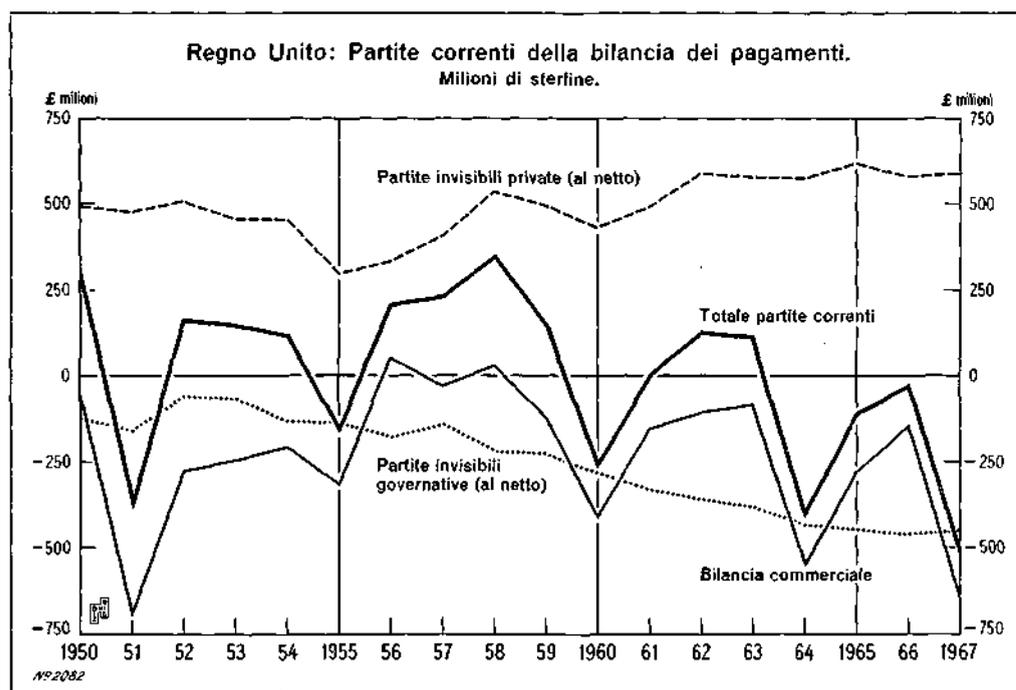
altri fattori influirono su questo andamento, ma è evidente che la svalutazione della sterlina svolse una funzione importante nell'eliminare la scarsità di dollari di cui soffriva il Regno Unito. Il fatto che la posizione britannica rispetto ad altri paesi non appartenenti all'area della sterlina non fosse migliorata è tale da suggerire che la nuova struttura dei cambi non si adattava alla situazione creatasi in altri paesi dopo la ricostruzione postbellica, la quale fu più lenta che nel Regno Unito.

In corrispondenza col ristabilirsi della capacità produttiva negli altri paesi, l'indebolimento relativo della posizione britannica richiese tuttavia parecchi anni e avrebbe potuto essere compensato, se fosse stata conseguita la stabilità interna dei costi e dei prezzi. Nel 1949, la domanda era ancora in eccesso e l'inflazione veniva contenuta con razionamenti e controlli su prezzi e redditi generalmente coronati da successo. Le misure adottate in appoggio alla svalutazione non miravano a ridurre la domanda per poter attenuare i controlli, ma semplicemente a consentire un ulteriore trasferimento di risorse alla produzione di beni d'esportazione; questo fatto è rispecchiato nel livello di disoccupazione che, nell'anno successivo, effettivamente diminuì. Sino a quando i controlli continuarono ad essere efficaci, la pressione esercitata dalla domanda non venne trasmessa interamente alla bilancia dei pagamenti. Ma essa minacciò continuamente di sommergere tali controlli e rese l'economia britannica particolarmente vulnerabile agli sconvolgimenti provocati dai rapidi mutamenti che si verificarono nelle condizioni dell'economia mondiale negli anni 1950 e 1951.

Nel 1950, la ripresa dell'attività economica negli Stati Uniti e il crescente ritmo della ricostruzione in Europa incominciarono ad assorbire le risorse interne inutilizzate e ad esercitare una pressione sugli approvvigionamenti di materie prime provenienti dai paesi produttori. La situazione divenne apertamente inflazionistica per effetto della guerra di Corea e delle previsioni sulle conseguenze economiche dei programmi di riarmo. La produzione industriale mondiale aumentò del 13 %, i prezzi si accrebbero ovunque e si registrò un "boom" spettacolare nei prezzi mondiali delle materie prime, che quasi raddoppiarono prima che, nella primavera del 1951, si verificasse un'inversione.

In queste circostanze, le partite correnti della bilancia dei pagamenti del Regno Unito passarono da una posizione di quasi equilibrio nel 1949 ad un avanzo di oltre £300 milioni nel 1950 e poi, nel 1951, accumularono un disavanzo ancora maggiore, di £370 milioni, provocando così una grave crisi valutaria. La caratteristica principale del miglioramento, verificatosi nel 1950, fu costituita dall'incremento dell'avanzo delle partite invisibili; ma anche la bilancia commerciale migliorò, nonostante l'andamento sfavorevole delle ragioni di scambio, perchè il volume delle importazioni venne mantenuto all'incirca al livello del 1949 mediante l'applicazione di ulteriori restrizioni, con il risultato che si dovettero utilizzare le scorte di prodotti importati; le esportazioni salirono del 14 % a causa degli effetti combinati della svalutazione e della rapida espansione della domanda mondiale. L'inversione, registrata nel 1951, si verificò quasi interamente nella bilancia commerciale e, benchè le ragioni di scambio avessero di nuovo assunto un andamento sfavorevole, il fattore dominante fu un incremento dell'11 % nel volume delle importazioni, dovuto alla ricostituzione delle scorte, ad acquisti prioritari per le necessità della difesa e all'inizio della liberazione degli scambi, promossa dall'OECE.

Le industrie, che si trovavano a dover competere in notevole misura per determinati approvvigionamenti con le produzioni di armamenti, ridussero le loro vendite all'estero dell'1%. Le conseguenze di queste fluttuazioni sulle riserve del Regno Unito furono aggravate da oscillazioni analoghe in altri paesi appartenenti all'area della sterlina.



Nel 1951, molte delle difficoltà del Regno Unito erano di natura tale da potersi risolvere automaticamente; la ricostituzione delle scorte era stata eccessivamente ampia e, verso la fine dell'anno, le ragioni di scambio presentavano già un andamento favorevole. Le importazioni da parte di altri paesi appartenenti all'area della sterlina, in arrivo da paesi fuori di tale area, si sarebbero ridotte quando i prezzi decrescenti delle merci avrebbero prodotto i loro effetti sui redditi. A questo proposito, la crisi metteva in evidenza l'inadeguatezza delle riserve britanniche e il pericolo rappresentato dalla imponente massa delle passività in sterline. Ma in questo periodo sorsero altre difficoltà che ebbero un'importanza più duratura.

Il cospicuo incremento delle spese per la difesa, annunciato nel 1950, non fu compensato da riduzioni in altre componenti della domanda interna. Di fatto, la domanda globale rimase assai elevata fino al 1958; per tutti gli anni del periodo 1950-57 la disoccupazione fu quasi sempre inferiore all'1,5% delle forze lavorative, con l'eccezione degli anni 1952-53. Ciò aggravò la pressione sui prezzi ed esercitò un'influenza diretta sulla bilancia dei pagamenti. Le necessità per il riarmo avevano inoltre la precedenza presso l'industria meccanica e metallurgica, limitando così sia le esportazioni, sia gli investimenti interni.

La nuova politica per la difesa condusse anche a crescenti spese militari all'estero. Per gran parte degli anni cinquanta esse furono in una certa misura compensate dai proventi dell'aiuto per la difesa; ma il costo netto degli impegni per la difesa dei territori d'oltremare assunti durante gli anni cinquanta e mantenuti negli anni sessanta, gravò sempre maggiormente sulla bilancia dei pagamenti.

Un'altra circostanza che in questo periodo esercitò un'influenza duratura fu l'inflazione dei costi, avviata dall'aumento dei prezzi all'importazione. Nei diciotto mesi fino al giugno 1951, l'indice globale dei prezzi all'importazione salì del 59%, mentre i prezzi all'importazione delle materie prime aumentarono più del doppio. Questo fatto ebbe ripercussioni immediate sui costi, che furono particolarmente severe nel Regno Unito, dato che le importazioni vi costituiscono una componente assai importante della produzione globale, ma, a più lungo periodo, la conseguenza più seria fu che verso la fine del 1950 esso pose termine ad un biennio di contenimento dei salari. Le condizioni in cui esso ebbe fine sembrano avere fissato un modello per le richieste di miglioramenti salariali nelle quali si continuò a persistere anche quando le condizioni stesse non esistettero più. Ad ogni modo, l'ininterrotta pressione su costi e prezzi da parte dei salari rappresentò, negli anni che seguirono, un grave ostacolo al processo di aggiustamento.

Nel 1952, la bilancia dei pagamenti di base, aiutata da controlli più rigorosi sulle importazioni, divenne attiva e dal 1952 al 1959 l'avanzo delle partite correnti ammontò, complessivamente, a £1,2 miliardi. Con le esportazioni di capitali sotto severo controllo, a prescindere dagli investimenti nell'area della sterlina, si registrò un modesto saldo attivo nella bilancia. Si proclamò di voler aumentare le riserve, ma l'obiettivo non venne conseguito; il Regno Unito poté tuttavia fare a meno dell'assistenza estera, ristabilire la convertibilità esterna per la sterlina e abolire tanto i controlli interni che le restrizioni quantitative sul commercio estero. Questo quadro potrebbe far pensare che la bilancia dei pagamenti non rappresentasse un problema serio; di fatto, la posizione verso l'estero era mantenuta ad un livello appena tollerabile dal movimento discendente dei prezzi all'importazione delle materie prime, iniziatosi dopo la guerra in Corea e dalla prolungata stagnazione interna, a partire dal 1955.

Negli anni 1955-57 si registrarono periodicamente pressioni sul mercato dei cambi. Dopo la rapida espansione dell'attività economica negli anni 1953 e 1954, una forte domanda in eccesso provocò il deterioramento della bilancia dei pagamenti. All'inizio del 1955, la pressione sulla sterlina venne fronteggiata con restrizioni monetarie; ma il bilancio pubblico dell'aprile fornì un nuovo stimolo attraverso una riduzione dell'imposizione diretta. Questa combinazione di misure mancò di smorzare il "boom" e, nell'estate, la sterlina si trovò sottoposta a pressioni più severe. Il deflusso di fondi fu intensificato da voci di un ritorno alla convertibilità accompagnata da margini di cambio più ampi. La causa principale della crisi fu, tuttavia, il deterioramento della bilancia dei pagamenti, dovuto soprattutto all'insuccesso della politica economica nel contenere la domanda in eccesso.

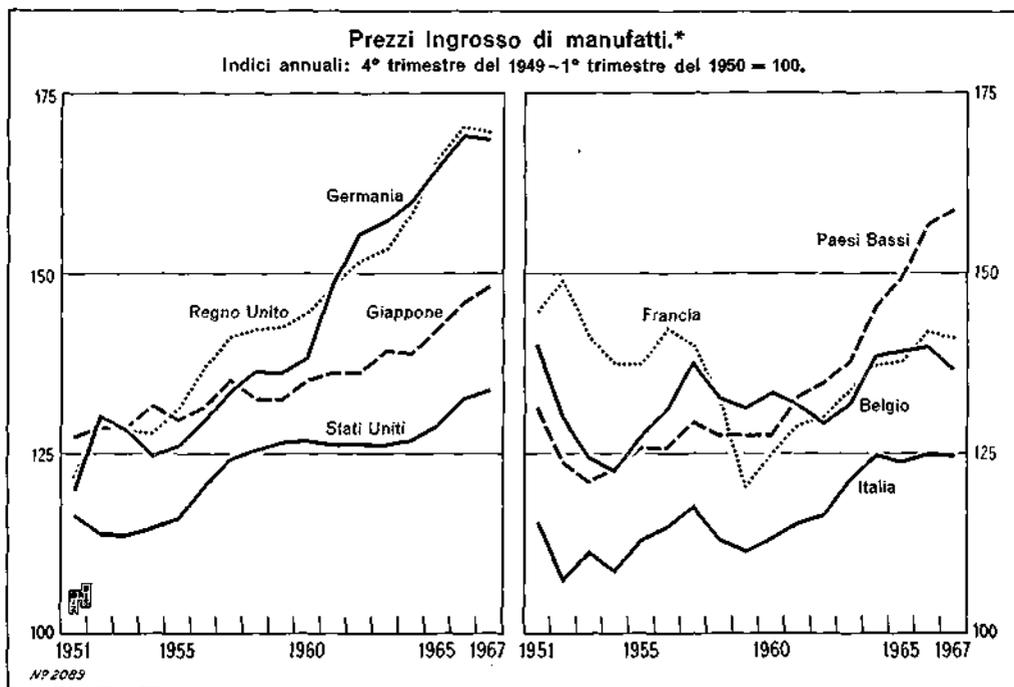
Le crisi del 1956 e 1957 furono di natura assai diversa. Nella seconda metà del 1955 la domanda interna era stata fortemente ridotta e per tre anni l'economia britannica si trovò in fase di ristagno. La disoccupazione passò da meno dell'1%

delle forze lavorative nel 1955 ad oltre il 2% alla fine del 1958, che per l'Europa fu un anno di arresto generale dell'attività economica e di recessione. L'interruzione del progresso economico provocò un sensibile miglioramento della bilancia dei pagamenti di base che, in ciascuno degli anni dal 1956 al 1958, registrò un avanzo; in due dei tre anni menzionati pure la bilancia commerciale fu attiva. Le crisi valutarie non avevano pertanto alcuna connessione diretta con l'andamento della bilancia dei pagamenti. La fuga dalla sterlina, nella seconda metà del 1956, fu soprattutto dovuta alla sfiducia diffusasi in seguito alla guerra nel Medio Oriente e le difficoltà sorte nell'anno successivo furono connesse alle voci di una probabile rivalutazione del marco tedesco. Nel 1957, la pressione sulle riserve venne accentuata dal contemporaneo indebolimento della posizione, per quanto riguarda i pagamenti, di altri paesi appartenenti all'area della sterlina verso i paesi non facenti parte di quest'area. Queste crisi ribadirono il fatto che il persistente sfasamento fra riserve e passività in sterline poteva costituire una causa indipendente di pressione sul cambio; nella fattispecie, tuttavia, i successivi movimenti speculativi concernenti la sterlina scaturirono invariabilmente dalla debolezza della bilancia dei pagamenti di base britannica.

Per fronteggiare i deflussi di sterline, verificatisi negli anni 1956 e 1957, si dovette fare ricorso al credito internazionale. Il successivo ampliamento delle facilitazioni creditizie ottenute dall'estero contribuì ad alleviare il problema dell'inadeguatezza delle riserve britanniche; ma le intese finanziarie non potevano risolvere i problemi fondamentali della stessa bilancia dei pagamenti, i quali andarono accentuandosi negli anni sessanta.

A proposito di questo successivo deterioramento dei conti con l'estero del Regno Unito è importante comprendere la posizione di fondo alla fine degli anni cinquanta. A quel tempo, il Regno Unito aveva ormai perduto il vantaggio della posizione commerciale di cui aveva goduto nel 1949 per effetto della sua più rapida ripresa postbellica e, sia all'interno del paese che all'estero, non poteva più contare sulla rilevante protezione offerta alle sue merci dalla discriminazione nei confronti di quelle provenienti dall'area del dollaro. Nel 1958, la bilancia commerciale fu, tuttavia, positiva e l'avanzo delle partite correnti ammontò a £ 350 milioni. Questo importo era pari alla media dell'avanzo ritenuto necessario nella "Rassegna della situazione economica" del 1953, ma inferiore alla media dell'avanzo di £ 450 milioni menzionato nelle dichiarazioni del Tesoro rese al Comitato Radcliffe nel 1958. Inoltre, il 1958, non fu affatto un anno tipico. Rispetto al 1957, i prezzi all'importazione erano scesi dell'8% e senza questa riduzione l'avanzo delle partite correnti avrebbe potuto essere dell'ordine di £ 50 milioni. Era poi il terzo anno consecutivo in cui l'attività economica ristagnava. D'altra parte, fu un anno di recessione in altri paesi industriali, che causò una contrazione nelle esportazioni britanniche. Tenendo presente queste circostanze, l'avanzo di fondo delle partite correnti sembra essere stato modesto e non avrebbe potuto sostenere l'uscita del normale volume di capitali a lungo termine, che non era affatto di dimensioni eccessive.

Nel corso degli anni precedenti, la situazione dei costi e prezzi nel Regno Unito non aveva subito alcun miglioramento rispetto a quella di altri paesi; il suo comportamento relativo fu assai peggiore prima del 1959 che nei cinque anni



\* Rettificati per variazioni nei cambi.

successivi, quando in altri paesi europei era diffusa una forte inflazione dei prezzi. La domanda in eccesso contribuì certamente all'incremento dei prezzi ingresso fino a circa il 1956 e, soprattutto, la tensione sul mercato del lavoro dilatò i costi salariali. In aggiunta si ebbero pressioni indipendenti esercitate sui costi da contratti contemplanti livelli di remunerazioni che superavano gli aumenti della produttività. L'esperienza britannica in fatto di "spinta" dei salari fu resa relativamente gravosa ad opera di diversi fattori: sono state menzionate le cause per cui, nel 1950, non fu più possibile contenere i salari; si aggiunga la struttura istituzionalmente debole e frammentaria delle negoziazioni salariali, che portò a trattative per miglioramenti quasi ininterrotte, in cui le concessioni ottenute da settori chiave, a più alta produttività, si estendevano rapidamente a tutta l'economia. A questo proposito il comportamento delle parti fu decisivo; mentre alcuni sindacati sembravano preoccuparsi più di far assegnare alle forze del lavoro la massima aliquota possibile del prodotto nazionale che dell'espansione dell'attività economica, le autorità rinunciarono alla politica dei redditi quale sostegno alla stabilità di costi e prezzi.

La debolezza di fondo dei conti con l'estero divenne manifesta quando, nel 1959 e 1960, la politica economica venne orientata in modo da stimolare l'espansione; esiste infatti un forte contrasto fra i risultati che la bilancia dei pagamenti ha conseguito, in media, nel periodo 1960-67 e quelli degli otto anni precedenti. Negli anni 1960-67 le spese governative all'estero, soprattutto per scopi di difesa, furono assai superiori e il disavanzo commerciale salì al doppio di prima; ciò fu dovuto, in parte, all'effetto cumulativo di fattori aventi ripercussioni negative sulla posizione concorrenziale del Regno Unito e, in parte, indubbiamente, alla

eccessiva pressione che la domanda esercitò sulle risorse produttive (per il periodo considerato nel suo complesso). Inoltre, per migliorare la situazione non si poteva nemmeno più contare su un movimento discendente dei prezzi all'importazione delle materie prime. Sebbene i proventi privati dalle partite invisibili continuassero ad aumentare e il deflusso di capitali privati a lungo termine venisse rallentato con controlli sempre più rigorosi, nel periodo di otto anni la bilancia dei pagamenti di base accumulò un disavanzo di oltre £2 miliardi e il saldo passivo globale fu di £1,6 miliardi.

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1952-59	1960-67
	medie annuali, in milioni di sterline	
Disavanzo commerciale . . . . .	- 140	- 295
Transazioni invisibili ufficiali (al netto) . . . . .	- 145	- 395
di cui: Spese militari . . . . .	- 70	- 235
Transazioni invisibili private (al netto) . . . . .	+ 435	+ 555
Partite correnti . . . . .	+ 150	- 135
Capitali a lungo termine (al netto) . . . . .	- 175	- 140
Saldo della bilancia di base . . . . .	- 25	- 275
Partita bilanciante . . . . .	+ 55	+ 75
Saldo complessivo . . . . .	+ 30	- 200

Il bilancio pubblico del 1959, improntato ad una politica di espansione, presentava misure dirette a por termine al ristagno. Come risultato, dal 1958 al 1960, il prodotto nazionale lordo reale aumentò di oltre l'8%, mentre il saggio di disoccupazione scese all'1,5% delle forze lavorative. Anche le importazioni salirono però di circa un quinto e, sebbene le esportazioni registrassero un incremento in seguito alla ripresa della domanda estera, la bilancia commerciale passò da un modesto avanzo nel 1958 a un disavanzo di oltre £400 milioni nel 1960. In aggiunta, l'avanzo delle partite invisibili si dimezzò a causa, in parte, delle crescenti spese governative all'estero. Sicchè, nel termine di due anni dalla ripresa dell'espansione economica, la posizione dei pagamenti verso l'estero era venuta a trovarsi in gravi difficoltà. Il disagio era da attribuire parzialmente ad un eccessivo stimolo impresso alla domanda, che provocò un rapidissimo sviluppo del "boom". In complesso, il quadro indicava però chiaramente che nella struttura dei cambi la posizione della sterlina era alquanto sfavorevole e che il saldo passivo verso l'estero era tecnicamente ciò che potrebbe essere denominato uno squilibrio fondamentale. Questa valutazione, anche se non era evidente in base all'analisi della sola situazione britannica, risultava in modo inequivocabile dal confronto con altri paesi, dove l'espansione non aveva danneggiato la saldezza esterna della moneta.

La crisi sul mercato dei cambi venne differita per un certo periodo di tempo da un imponente afflusso di fondi in valute diverse dalla sterlina; i divari fra gli interessi erano a favore della sterlina e l'afflusso fu probabilmente accentuato dai dubbi che provocarono gli avvenimenti sul mercato dell'oro. La reazione si veri-

ficò, tuttavia, nella primavera del 1961, suscitata da deflussi di natura speculativa, in seguito alle rivalutazioni del marco tedesco e del fiorino olandese.

Alla luce di una simile situazione, ci si può chiedere (non soltanto col senno di poi) se a quel tempo non sarebbe stato opportuno procedere al mutamento della parità di cambio. Il cambio in vigore avrebbe richiesto qualche sacrificio in termini di espansione economica; nel decennio precedente era stata inoltre provata l'impossibilità di ricostituire le riserve ed era stato pertanto necessario mantenere i controlli sulle esportazioni di capitali. Questi fattori inducevano a procedere ad un certo allineamento del cambio. Ma esistevano solide ragioni anche contro di esso. L'economia si trovava in una fase di domanda in eccesso, che avrebbe dovuto essere eliminata comunque. Il grado di sopravvalutazione poi non sembrava ampio e avrebbe potuto essere assorbito qualora, per alcuni anni, la posizione concorrenziale del Regno Unito fosse andata migliorando. Si poteva anche invertire l'andamento delle spese governative all'estero. Date queste possibilità, assumeva un peso decisivo il fatto che, essendo la sterlina la moneta di riserva dei paesi appartenenti a quell'area monetaria, a lungo periodo la svalutazione avrebbe evidentemente creato difficoltà al Regno Unito e al sistema della sterlina. Mentre perciò, in una situazione analoga, per un paese non a moneta di riserva sarebbe stato più facile contemplare un mutamento della parità di cambio, nel caso del Regno Unito vi era interesse, ma occorreva anche coraggio, nel tentare di farne a meno.

Non è noto se a quel tempo le autorità abbiano pensato di modificare il cambio. Ad ogni modo, la loro politica perseguiva una soluzione alternativa, basata sull'esame approfondito della natura del problema. La fiducia nella sterlina venne ristabilita con misure di carattere fiscale e monetario fortemente restrittive e con i primi accordi di Basilea stipulati per integrare le riserve. Ma nel programma di aggiustamento furono inseriti nuovi elementi. Si vietarono gli aumenti salariali per sei mesi e si presero le prime disposizioni per dare una base permanente alla politica dei redditi. Si agì inoltre direttamente sull'andamento della bilancia dei pagamenti, mediante riduzione delle spese ufficiali all'estero, limitazione dell'aiuto concesso ai paesi in via di sviluppo e controlli più rigorosi sugli investimenti diretti nei paesi non appartenenti all'area della sterlina.

Fu un programma severo, ma realistico, che provocò un'inversione di tendenza nella posizione verso l'estero, sicchè nel 1962 e 1963 le partite correnti registrarono modesti avanzi. La limitata entità di queste eccedenze non era tuttavia molto rassicurante in considerazione del margine di risorse produttive non utilizzate, e — fatto ancora più inquietante — l'idea della politica dei redditi non era sostenuta dalle organizzazioni delle forze lavorative. Terminato il blocco, i salari ripresero a salire in misura eccessiva.

All'inizio del 1963 cominciò ad essere difficile mantenere le misure restrittive, a causa della disoccupazione che provocavano. Questa circostanza fu aggravata da condizioni atmosferiche insolitamente avverse durante l'inverno e, in aggiunta, si era fatta più profonda la delusione per la lenta espansione dell'economia dal 1955. L'opinione pubblica stava, quindi, convertendosi in favore di una politica di espansione. Venne enunciata una nuova teoria, secondo la quale un elevato saggio di sostenuto progresso economico poteva costituire il vero fattore

chiave della saldezza a più lungo termine della sterlina. L'espansione avrebbe accelerato l'aumento della produttività che, accompagnato da un ragionevole contenimento degli incrementi salariali, avrebbe, a sua volta, migliorato la capacità concorrenziale dell'industria britannica. Perciò, anche se all'inizio la bilancia dei pagamenti non avesse presentato un andamento favorevole, si sarebbe finalmente realizzato un miglioramento di fondo, purchè l'espansione economica, l'aumento della produttività e il contenimento dei salari fossero stati perseguiti con fermezza. Dopo essere stata lungamente dibattuta nella stampa, questa strategia fu adottata dalle autorità e l'esperimento prese l'avvio con un potente stimolo alla domanda interna impresso dal bilancio del 1963. L'obiettivo era un'espansione economica ad un saggio annuale di oltre il 4%, mentre per la bilancia dei pagamenti era piuttosto vago, ma si dichiarò che, in caso di necessità, sarebbero state utilizzate le riserve ed effettuati prelievi dal F. M. I. per sostenere la sterlina fino a quando la moneta fosse stata di nuovo forte. Con ciò veniva implicitamente riconosciuto che la sterlina era alquanto sopravvalutata.

Per dimostrare l'infondatezza della teoria più sopra esposta occorre soltanto un anno all'incirca e nell'estate del 1964 era chiara la necessità di orientarsi verso una politica di contenimento. Tuttavia, le elezioni generali erano già state fissate per ottobre, per cui le autorità decisero di correre il rischio calcolato di differire l'adozione di nuove misure. L'effetto sulla bilancia dei pagamenti fu più drastico di quanto fosse stato previsto. Nel 1964, il disavanzo commerciale raggiunse quasi £550 milioni; questo importo comprendeva un incremento del 30% nel livello dei manufatti importati. Le partite correnti registrarono un deficit di oltre £400 milioni e, dato il deflusso netto di capitali, di proporzioni insolitamente ampie, il disavanzo della bilancia di base salì a £775 milioni. Verso la fine dell'anno il mercato dei cambi si trovò in preda ad una grave crisi.

Volendo esprimere un giudizio spassionato, il nuovo governo avrebbe potuto procedere immediatamente alla svalutazione come parte di un programma fondamentale di aggiustamento che, va da sè, avrebbe dovuto comprendere una riduzione effettiva della domanda in eccesso. Come può essere rilevato dal grafico a pagina 10, il saldo passivo verso l'estero era andato progressivamente aumentando nei successivi cicli dell'attività economica. Non si può affermare che la svalutazione di tre anni dopo fosse già allora inevitabile, purchè la nazione fosse stata disposta ad accettare le restrizioni necessarie. Ma, secondo uno stato d'animo diffuso, non si voleva ritornare alla stagnazione, sacrificare l'altissimo livello di occupazione o contenere gli aumenti salariali entro limiti moderati. Ad ogni modo, il governo dichiarò subito la propria intenzione di mantenere la parità di cambio in vigore. Nella fattispecie, questo impegno venne osservato non col conferire la dovuta priorità alle difficoltà create dalla bilancia dei pagamenti, ma facendo ricorso a crediti esteri e a prelievi dalle riserve per regolare i saldi passivi dei conti con l'estero, fino al punto in cui la svalutazione divenne inevitabile.

La crisi del novembre 1964 venne fronteggiata agendo direttamente sul disavanzo commerciale mediante un dazio supplementare sulle merci importate e un parziale sgravio fiscale a favore di quelle esportate, nonchè un modesto aumento dell'imposizione. In questo periodo fu messo a punto anche un meccanismo che assicurasse un'efficace politica dei prezzi e dei redditi. Questi provvedimenti, inte-

grati da restrizioni creditizie, impressero la loro fisionomia alla politica economica fino all'estate del 1966. L'obiettivo era di correggere il saldo passivo verso l'estero con un'azione diretta sulla bilancia dei pagamenti nella misura ritenuta necessaria, ma di evitare una deflazione eccessiva della domanda interna. Questo programma rafforzato da una cospicua assistenza finanziaria internazionale a sostegno della sterlina, servì a contenere le pressioni sui mercati dei cambi, che si ripresentarono nella primavera e nell'estate del 1965, ma la domanda invece di attenuarsi continuò a premere ostinatamente sull'economia.

Durante questo periodo due furono, soprattutto, i fattori che appesantirono la situazione. Nonostante l'importanza attribuita, a partire dal 1964, alla necessità di contenere i redditi, il saggio d'incremento dei salari si era andato accelerando. Dalla metà del 1964 alla metà del 1966, i saggi salariali orari nell'industria aumentarono, in media, di oltre il 6% all'anno, ma il gonfiamento dei salari di fatto fu assai più rapido, sicchè i guadagni orari che, nel 1962 e 1963, erano cresciuti soltanto di circa il 4% all'anno, nel suddetto periodo crebbero con un saggio annuale di oltre l'8%. In aggiunta, il controllo sull'espansione della spesa del settore pubblico riuscì difficile. All'incirca dal 1960, il saggio d'incremento della spesa pubblica ordinaria aveva manifestato la tendenza a crescere e dopo il 1962 quello degli investimenti nel settore pubblico assunse un ritmo ancora più rapido. Parallelamente all'andamento della spesa nel settore pubblico procedettero gli aumenti dei trasferimenti pubblici gratuiti al settore personale, che alimentò l'espansione dei consumi privati. Soprattutto nel quadro di una politica economica improntata al pieno utilizzo della capacità produttiva, un freno alla dilatazione del settore pub-

**Regno Unito: Utilizzo del prodotto nazionale lordo, a prezzi correnti.**

Voci	1949		1959		1967		Variazioni <sup>1</sup> 1949-67
	milioni di sterline	%	milioni di sterline	%	milioni di sterline	%	%
<b>Consumi</b>							
Privati . . . . .	8.969	71,2	16.196	66,8	25.168	64,2	+ 181
Ufficiali . . . . .	1.975	15,7	3.920	16,1	7.072	18,0	+ 258
Totale . . . . .	10.944	86,9	20.116	82,9	32.240	82,2	+ 195
<b>Investimenti (al lordo)</b>							
Edilizia residenziale . . . . .	332	2,6	661	2,7	1.439	3,7	+ 333
Altri investimenti:							
Privati (incluse le imprese nazionalizzate) <sup>2</sup> . . . . .	1.128	9,0	2.668	11,0	4.476	11,4	+ 297
Ufficiali <sup>2</sup> . . . . .	182	1,4	581	2,4	1.316	3,4	+ 623
Totale . . . . .	1.642	13,0	3.910	16,1	7.231	18,5	+ 340
Saldo commerciale dei servizi . . . . .	17	0,1	231	1,0	- 270	-0,7	-
Prodotto nazionale lordo, a prezzi di mercato . . . . .	12.603	100,0	24.257	100,0	39.201	100,0	+ 211
<b>Partita d'ordine</b>							
Trasferimenti ordinari del settore pubblico al settore personale . . . . .	745	5,9	1.636	6,7	3.355	8,6	+ 350

<sup>1</sup> Le variazioni rispecchiano differenze in volume e prezzi; dal 1949 al 1967 le variazioni implicite dei prezzi nei conti del reddito nazionale sono state le seguenti: consumi privati, + 77%; investimenti fissi, + 76%; prodotto nazionale lordo, + 87%. <sup>2</sup> Compresa le variazioni nelle scorte.

blico era essenziale per lasciare un margine al cospicuo volume di investimenti privati che si aveva l'intenzione di incoraggiare. Ma l'aumento dell'indebitamento del Tesoro dopo il 1962 e l'insuccesso nel mantenere i disavanzi del bilancio pubblico entro limiti ragionevoli rispetto alle previsioni, negli ultimi due anni, dimostrano come il governo non sia stato capace di applicare un simile freno. Questo andamento si ripercosse negativamente sulla bilancia dei pagamenti. Inoltre, la misura con cui il governo era costretto a ricorrere al credito e la semi-automaticità di tale finanziamento significavano che non si era potuta verificare quella riduzione negli averi in carta governativa a breve detenuta dal sistema bancario, che in una situazione diversa avrebbe potuto essere provocata dal saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Perciò non si ebbe alcun aggiustamento automatico nei conti con l'estero attraverso una più lenta espansione monetaria.

Le esigenze contraddittorie cui è stata assoggettata la produzione possono essere rilevate dalla seguente tabella che riporta le variazioni che, dal 1949, sono avvenute nella composizione della domanda.

Quando, negli anni cinquanta, il risparmio personale aumentò rispetto al bassissimo livello iniziale, i consumi privati assorbirono un'aliquota sempre minore del prodotto nazionale lordo. Nel decennio nel suo complesso, la spesa pubblica si accrebbe con un ritmo soltanto di poco superiore a quello della produzione globale. Rimaneva perciò un margine tanto per un livello più elevato di investimenti produttivi privati, calcolato come aliquota del prodotto nazionale, quanto per un miglioramento nei conti con l'estero. In linea generale, le variazioni strutturali nella fisionomia della domanda furono pertanto favorevoli in questo periodo. Dopo il 1959, i consumi privati continuarono ad espandersi più lentamente della produzione globale; ma, dato che le autorità esigevano ora un'aliquota rapidamente crescente del prodotto nazionale, gli investimenti privati non poterono più crescere in proporzione e la posizione verso l'estero si deteriorò.

Anche il saldo del risparmio e degli investimenti presenta sintomi di miglioramento nel primo periodo, seguito da un peggioramento. Negli anni cinquanta, il settore personale passò da un disavanzo finanziario ad un modesto avanzo, mentre l'importo di mezzi finanziari esterni richiesto dall'industria per la formazione dei capitali lordi non si accrebbe in misura notevole. Sebbene il settore pubblico sia passato da un'eccedenza notevole ad un disavanzo, il saldo netto fra risparmio nazionale e investimenti interni migliorò. Nel settore personale, la tendenza favorevole continuò negli anni sessanta. La quota di autofinanziamento da parte delle società e delle imprese nazionalizzate andò declinando e l'accelerata espansione degli investimenti delle autorità provocò pure un più ampio ricorso al credito, sebbene il risparmio pubblico crescesse. Di conseguenza, il risparmio nazionale globale non procedette di pari passo con l'incremento degli investimenti interni e questo andamento finì col rispecchiarsi nel saldo passivo verso l'estero.

Nell'estate del 1966, la disoccupazione ammontava soltanto all'1,2% delle forze lavorative, cioè era inferiore al livello più basso registrato in quasi dieci anni; e i conti con l'estero, dopo essere migliorati nel 1965 quando l'accumulazione delle scorte assunse proporzioni più normali e si ebbero i primi risultati degli interventi diretti in materia di bilancia dei pagamenti, non conseguirono

Regno Unito: Risparmio e investimenti.

Voci	1949	1959	1967	Variazioni	
				1949-59	1959-67
				in percento	
milioni di sterline					
<b>Settore personale</b>					
Risparmio <sup>1</sup> . . . . .	112	792	1.981	+ 607	+ 138
Investimenti <sup>2</sup> . . . . .	273	658	970	+ 141	+ 47
Avanzo (+) . . . . .	- 161	+ 134	+ 911	.	.
<b>Società e imprese nazionalizzate</b>					
Risparmio <sup>1</sup> . . . . .	885	2.355	3.511	+ 166	+ 49
Investimenti <sup>2</sup> . . . . .	919	2.428	4.275	+ 164	+ 76
Avanzo (+) . . . . .	- 34	- 73	- 764	.	.
<b>Governo</b>					
Risparmio <sup>1</sup> . . . . .	680	699	1.394	+ 3	+ 99
Investimenti <sup>2</sup> . . . . .	450	824	1.986	+ 83	+ 141
Avanzo (+) . . . . .	+ 230	- 125	- 592	.	.
<b>Totale</b>					
Risparmio nazionale lordo <sup>1,2</sup> . . . . .	1.606	4.059	6.717	+ 153	+ 65
Investimenti interni <sup>2</sup> . . . . .	1.642	3.910	7.231	+ 138	+ 84
Totale avanzo netto (+) = investimenti netti all'estero . . . . .	- 36	+ 149	- 514	.	.

<sup>1</sup> Esclusa la rivalutazione delle scorte. <sup>2</sup> Compresa la variazione nelle scorte. <sup>3</sup> Comprende l'errore residuale dei conti nazionali: 1949, - 71; 1959, + 213; 1967, - 69.

ulteriori saldi attivi. Questa situazione risvegliò i dubbi sulla parità di cambio in un momento in cui, in conseguenza della politica monetaria restrittiva applicata negli Stati Uniti, venivano prelevati fondi dal mercato finanziario di Londra. Su questo sfondo, lo sciopero nazionale dei marittimi ebbe notevoli ripercussioni sulla fiducia, provocando un'altra fuga dalla sterlina, che richiese le ortodosse misure deflazionistiche annunciate nel luglio 1966. A quel tempo, sebbene i conti con l'estero fossero temporaneamente migliorati, non rimaneva più alcuna fiducia a lungo termine nella moneta, rendendola vulnerabile ad avvenimenti politici o di altra natura.

Ricapitolando, le ragioni per cui la sterlina venne svalutata una seconda volta dalla fine della guerra possono essere indicate come segue:

1) La svalutazione del 1949 non restituì alla sterlina la sua posizione di moneta forte, in parte perchè, avendo molti altri paesi seguito l'esempio del Regno Unito, la svalutazione netta non risultò molto ampia.

2) La svalutazione non fu sostenuta da un adeguato contenimento della domanda interna e questa situazione venne aggravata dalla guerra in Corea che scoppiò poco dopo.

3) Né le autorità, né il pubblico erano preparati a fare i necessari sacrifici addizionali per sostenere il pesante programma degli armamenti, intrapreso a quell'epoca, senza conseguenze inflazionistiche.

4) Per la maggior parte degli anni cinquanta l'economia dovette sopportare la pressione di una domanda la quale era indotta da un livello di più che pieno impiego, e sottoponeva ad erosione il vantaggio che la svalutazione aveva procurato alla capacità concorrenziale.

5) Queste circostanze furono accompagnate da una continua pressione sui costi esercitata dalle ininterrotte trattative per ottenere eccessivi aumenti salariali. Occorre dire che la legge britannica sul lavoro, tuttora basata sul "Trade Union Disputes Act" del 1906, è assai arretrata rispetto a quella di numerosi paesi industriali del continente europeo, con conseguenti effetti negativi sulla disciplina del lavoro e sull'aumento della produttività.

6) E' probabile che, all'inizio degli anni sessanta, la sterlina fosse una moneta sopravvalutata e che sia stato possibile mantenere la situazione soltanto grazie al miglioramento delle ragioni di scambio. L'impossibilità di conseguire l'obiettivo di aumentare le riserve rispetto al loro basso livello costituiva una minaccia per gli anni a venire; e, date le prospettive circa l'andamento della bilancia dei pagamenti, non vi era margine per il cospicuo incremento delle spese governative all'estero.

7) Per conservare la parità di cambio negli anni sessanta sarebbe stato necessario conferire realisticamente la priorità alle misure dirette a migliorare la bilancia dei pagamenti; e perchè tale priorità venisse rispettata, senza sacrifici irragionevoli in termini di progresso economico o di pieno utilizzo delle risorse, era indispensabile che, oltre a uno stretto controllo sugli aumenti salariali, non si verificasse alcuna pressione indotta dalla domanda in eccesso. Nella fattispecie, una volta dato inizio, nel 1963, all'esperimento di reflazione, non si realizzò nessuna delle predette condizioni. Anzi, i salari crescenti e la spesa sempre più massiccia del settore pubblico crearono le condizioni per una domanda in eccesso.

8) Gli imponenti crediti ricevuti dall'estero differirono la seconda svalutazione, ma non poterono impedirla. La situazione di fondo si era troppo indebolita e la fiducia era stata minata da anni di indecisione.

\* \* \*

Preparata con l'aiuto di consultazioni preliminari, la svalutazione del novembre 1967 non è stata seguita da importanti allineamenti competitivi dei cambi. Mentre numerosi paesi di minori dimensioni si sono sentiti in obbligo di rimanere ancorati alla sterlina, tutti i maggiori paesi industriali hanno conservato le loro parità in oro e così hanno fatto anche molti dei paesi maggiori appartenenti all'area della sterlina. Per cui, sebbene la svalutazione rispetto al dollaro sia stata soltanto del 14,3 % contro il 30,5 % nel 1949, l'adeguamento dei prezzi relativi nei confronti del resto del mondo è risultato più efficace. La cooperazione internazionale si è manifestata pure nelle facilitazioni creditizie addizionali rese disponibili per sostenere le riserve del Regno Unito e infondere fiducia nella nuova parità. In complesso è stato mobilitato un importo di circa \$3 miliardi, compreso un credito, su base "stand-by", di \$1,4 miliardi, concesso dal F. M. I.

Un altro problema è consistito nel valutare quale dovesse essere la misura e la distribuzione nel tempo delle restrizioni da adottare all'interno del paese per assicurare il successo della svalutazione. Vi era ancora capacità non utilizzata, ma la domanda stava riprendendosi sotto lo stimolo dei provvedimenti presi nell'estate e del notevole saggio degli incrementi salariali. Il vigore della ripresa era tuttavia offuscato dall'effetto degli scioperi dei portuali sulla produzione. Data questa situazione e poichè l'elaborazione di una politica economica globale richiedeva tempo, le misure a sostegno della svalutazione sono state introdotte in fasi successive. L'azione immediata è stata circoscritta ad un forte inasprimento della politica creditizia, includendovi l'aumento del saggio ufficiale di sconto all'8%, la determinazione di un nuovo limite per la concessione del credito bancario e restrizioni sul credito al consumo. Furono inoltre annunciate variazioni nell'imposta sulle società e tagli nella spesa pubblica, che sarebbero entrati in vigore l'anno finanziario successivo. Due mesi dopo sono state decise riduzioni drastiche delle spese per la difesa, soprattutto all'estero, nonchè dei programmi per l'istruzione, l'edilizia residenziale, la costruzione di strade ed i servizi sociali, in modo da ottenere che il saggio d'incremento della spesa nel settore pubblico diminuisca, in termini reali, dal 7,5% nel 1967-68 all'1% nell'anno finanziario 1969-70. Il Primo Ministro ha inoltre dichiarato che al settore privato verranno imposti ulteriori oneri fiscali e la data per la presentazione del bilancio è stata anticipata alla metà di marzo.

Durante questo periodo si sono verificati ingenti acquisti di oro di natura speculativa e i mercati dei cambi sono stati perturbati dall'incertezza circa il futuro del rapporto fra oro e dollaro. Questo fatto ha di per sè ostacolato la conversione, su vasta scala, di valute in sterline, ma hanno continuato a sussistere dubbi anche sull'adeguatezza delle misure annunciate al momento della svalutazione. Questi dubbi sono andati crescendo, quando ci si è resi meglio conto del ritmo vigoroso con cui aumentava la spesa dei consumatori e della minaccia che gli incrementi dei costi, provocati dalla svalutazione, rappresentavano per la stabilità dei salari e dei prezzi. Dall'ottobre al gennaio, le vendite al minuto sono cresciute con un saggio, calcolato su base annua, del 18% e la produzione industriale con un saggio del 9%; e la flessione nella disoccupazione, che ha avuto inizio nel settembre, è continuata. Al tempo medesimo, la domanda era gonfiata dall'aspettativa che i prezzi salissero in connessione con la svalutazione e dai previsti incrementi dei tributi. Durante lo stesso periodo i valori unitari delle importazioni sono cresciuti dell'8% e si è registrato un incremento, in ampia misura dovuto a tale fatto, del 9% nei prezzi ingrosso dei combustibili e dei prodotti base. All'inizio di marzo, la domanda eccezionale di oro ha sottoposto la sterlina a fortissima pressione: la sterlina a pronti ha avuto bisogno di un massiccio sostegno e la sterlina a termine, non più sostenuta dopo la svalutazione, è stata trattata ancora una volta ad un notevole sconto. Allorquando, in marzo, i paesi aderenti al Consorzio dell'oro hanno deciso di non più rifornire il mercato di metallo, sono state messe a disposizione del Regno Unito ulteriori facilitazioni creditizie internazionali, portando così il totale di quelle immediatamente disponibili a \$4 miliardi.

Date queste circostanze, il bilancio pubblico non poteva essere che austero. I tributi indiretti, l'imposta selettiva sull'occupazione e quella sulle società, sono stati sensibilmente aumentati. Benchè le aliquote dell'imposta sul reddito siano

**Regno Unito: Bilancio pubblico.**

Voci	Anni finanziari			
	1967-68		1968-69	
	Stime dopo le variazioni <sup>1</sup>	Rendiconto <sup>2</sup>	Stime prima delle variazioni	Stime dopo le variazioni
milioni di sterline				
<b>Entrate ordinarie</b>				
Imposte dirette e indirette . . . . .	10.679	10.770	11.552	12.475
Altre entrate . . . . .	414	407	400	400
<b>Totale entrate . . . . .</b>	<b>11.093</b>	<b>11.177</b>	<b>11.952</b>	<b>12.875</b>
<b>Spese ordinarie</b>				
Servizi di approvvigionamento . . . . .	9.549	10.000	10.548	10.725
Servizio permanente del debito consolidato . . . . .	810	878	764	764
<b>Totale spese . . . . .</b>	<b>10.359</b>	<b>10.878</b>	<b>11.312</b>	<b>11.489</b>
Avanzo . . . . .	734	299	640	1.386
<b>Prestiti del debito consolidato (al netto)</b>	<b>- 1.786</b>	<b>- 1.748</b>	<b>- 1.744</b>	<b>- 1.744</b>
<b>Disavanzo generale (-) . . . . .</b>	<b>- 1.032</b>	<b>- 1.449</b>	<b>- 1.104</b>	<b>- 358</b>

<sup>1</sup> I dati non corrispondono a quelli pubblicati a pagina 18 della trentasettesima Relazione annuale della BRI, essendo stati rettificati per tener conto delle variazioni introdotte dal "National Loans Act" del 1968. <sup>2</sup> Dati provvisori.

rimaste invariate, sono state ridotte alcune esenzioni ed è stata introdotta, per un anno, un'imposta sui proventi da investimenti delle persone fisiche. In complesso, l'imposizione addizionale è ammontata a £923 milioni per l'anno intero ed a £775 milioni nel presente anno finanziario; esso costituisce il più alto importo di nuovi oneri tributari imposto dalla fine della guerra. Il governo aveva inoltre l'intenzione di consolidare i suoi poteri legali di controllo su prezzi e redditi. Tenendo conto di tutti questi nuovi elementi, le autorità prevedono che la produzione crescerà con un saggio annuale di circa il 3-4% fino alla metà del 1969; le esportazioni e gli investimenti costituiranno i componenti dinamici della domanda e i consumi privati subiranno probabilmente una flessione, in termini assoluti. Si stima inoltre che la bilancia dei pagamenti di base passerà da un disavanzo di £540 milioni nel 1967, oltre metà del quale è dovuto a fattori speciali non ricorrenti, ad un avanzo nella seconda metà di quest'anno e che essa registrerà un cospicuo avanzo nel 1969.

Verso la fine di maggio la politica monetaria è stata inasprita, avendo le banche ricevuto l'ordine di non accrescere ulteriormente il loro credito al settore privato, ciò che implica una riduzione in valori assoluti nella concessione di crediti non prioritari.

E' evidente che si debba desiderare un persistente e cospicuo saldo attivo in considerazione della necessità di rimborsare l'ampio indebitamento a breve e a medio termine accumulato dal 1964; occorre anche sperare che i rigorosi controlli sul conto capitali attualmente in vigore possano venire gradualmente attenuati. Nei paesi dell'Europa continentale e negli Stati Uniti, le previsioni di espansione forniscono un quadro economico favorevole per le esportazioni britanniche. Sarà peraltro indispensabile che le restrizioni, che ci si propone di applicare ai redditi

ed alla spesa del settore pubblico, diventino realtà e che i risultati di bilancio vengano mantenuti più aderenti alle stime che nel recente passato. Un ulteriore problema è rappresentato dal fatto che gli Stati Uniti sono pure premuti dal bisogno di ridurre notevolmente il saldo passivo della loro bilancia dei pagamenti, scopo che, almeno in una certa misura, è in concorrenza con quello perseguito dalle autorità britanniche: cioè il saldo attivo nei loro conti con l'estero.

### **Il dollaro.**

Nei primi tre trimestri del 1967 il saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti (sulla base della liquidità) aveva raggiunto un livello assai più elevato che nell'anno precedente. Col tempo tale andamento avrebbe richiesto misure più rigorose per ridurre il deficit. Durante quel periodo, la pressione non è stata tuttavia molto forte e le perdite di oro furono modeste. Le cause immediate delle drastiche misure annunciate il 1° gennaio 1968 sono da ricercare negli avvenimenti del quarto trimestre: l'imponente aumento del saldo passivo verso l'estero, le ripercussioni della svalutazione della sterlina e una cospicua perdita di oro per fronteggiare gli acquisti speculativi di metallo sul mercato. Quanto alla ragione del sensibile deterioramento della fiducia nel dollaro, occorre, in primo luogo, osservare l'evoluzione dell'economia negli ultimi uno o due anni e, secondariamente, il persistente deficit verso l'estero durante molti anni.

Si ricorderà che l'economia americana era stata precipitata in un "boom" inflazionistico dall'intensificarsi della guerra nel Vietnam. Poiché non si era provveduto ad applicare alcun freno fiscale, nel terzo trimestre del 1966 la politica monetaria diventò sempre più restrittiva, in modo da rallentare progressivamente il forte andamento ascendente dell'attività economica. Il quarto trimestre costituì una svolta decisiva; se la produzione globale registrò un ulteriore incremento nel detto trimestre, esso fu reso possibile unicamente da un'accumulazione di scorte non desiderata, nella misura di \$18,5 miliardi, su base annuale, che rappresenta tre volte il saggio normale.

La battuta d'arresto nell'espansione economica ha cominciato a farsi sentire nel primo trimestre del 1967; il prodotto nazionale lordo reale è lievemente diminuito e l'indice della produzione industriale è sceso di alcuni punti. Più che di una recessione si trattava di una specie di pausa, provocata dalla tensione monetaria in una situazione di potenziali pressioni inflazionistiche derivanti dal crescente disavanzo del bilancio pubblico. Il saggio di disoccupazione è rimasto relativamente basso al 3,7%, aumentando soltanto in misura modesta nel secondo trimestre. I prezzi al consumo hanno manifestato la tendenza ad aumentare meno rapidamente rispetto ai trimestri precedenti.

La pausa nel "boom" ha rispecchiato soprattutto una sensibile contrazione degli investimenti in scorte; infatti l'elevatissimo saggio d'incremento registrato nell'ultimo trimestre del 1966 si è ridotto a \$7 miliardi nei primi tre mesi del 1967 e press'a poco a zero nel secondo trimestre. Tuttavia, l'aumento della spesa del governo federale e di quella dei consumatori ha ben presto manifestato la tendenza a compensare la contrazione negli investimenti privati e, nella prima metà del 1967, il prodotto nazionale lordo è leggermente cresciuto, in termini reali.

Nell'estate i fattori espansionistici hanno ripreso di nuovo il sopravvento e durante il secondo semestre dell'anno la produzione reale è andata aumentando con un saggio annuale del 4,4%. La ripresa dell'edilizia e l'accumulazione delle scorte aggiunsero forza all'incessante aumento della spesa pubblica. Nell'autunno del 1967, il ritmo dell'espansione è stato alquanto rallentato dagli scioperi, ma alla fine dell'anno quasi tutti i fattori rispecchiavano una economia in fase di "boom" e una domanda che sottoponeva a pressione le risorse produttive.

Le misure di politica monetaria cominciarono ad essere attenuate negli ultimi mesi del 1966, quando il "boom" s'indebolì, e, in dicembre, esse furono improntate a larghezza. Nel 1967, durante i mesi di pausa nell'attività economica, la Riserva federale ha continuato ad applicare la sua politica monetaria di facilitazioni, allo

Stati Uniti: Spesa nazionale lorda.

Voci	1966		1967				1968
	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
	miliardi di dollari S.U., rettificati per variazioni stagionali, a saggi annuali						
Spese per consumi personali . . . . .	470,1	473,8	480,2	489,7	495,3	501,8	517,8
<i>Beni durevoli</i> . . . . .	70,9	70,6	69,4	72,5	72,7	73,8	77,9
<i>Beni non durevoli</i> . . . . .	209,5	210,3	214,2	217,2	218,5	220,3	228,0
<i>Servizi</i> . . . . .	189,8	192,9	196,6	200,0	204,1	207,7	211,9
Acquisti federali di beni e servizi . . .	157,7	161,7	170,4	175,0	178,2	181,7	187,5
<i>Difesa nazionale</i> . . . . .	63,0	65,6	70,2	72,5	73,3	74,2	76,6
<i>Altri acquisti</i> . . . . .	94,7	96,1	100,2	102,5	104,9	107,5	110,9
Investimenti fissi privati (al lordo) . .	104,9	103,7	103,3	104,6	108,4	111,6	115,5
<i>Edilizia residenziale</i> . . . . .	23,7	20,9	21,4	23,1	25,6	27,6	28,3
<i>Impianti e attrezzature dei produttori</i> .	81,2	82,8	81,9	81,5	82,8	84,0	87,2
Variazioni nelle scorte delle imprese .	11,4	18,5	7,1	0,5	3,8	9,2	3,9
Esportazioni di beni e servizi (al netto)	4,6	4,3	5,3	5,3	5,4	3,0	2,6
<b>Spesa nazionale lorda, a prezzi correnti . . . . .</b>	<b>748,8</b>	<b>762,1</b>	<b>766,3</b>	<b>775,1</b>	<b>791,2</b>	<b>807,3</b>	<b>827,3</b>
<b>Spesa nazionale lorda, a prezzi del 1966 . . . . .</b>	<b>745,5</b>	<b>752,8</b>	<b>752,5</b>	<b>757,2</b>	<b>765,6</b>	<b>774,0</b>	<b>785,2</b>

scopo di evitare una spirale discendente e consentire all'economia privata di ricostruire la sua posizione di liquidità. Alla fine di febbraio, le riserve legali sui depositi a risparmio e su una parte dei depositi vincolati sono state portate, in due fasi, dal 4 al 3%, liberando così circa \$850 milioni di riserve obbligatorie. All'inizio di aprile, il saggio di sconto è stato ridotto dal 4,5 al 4%. Dato peraltro che alla metà dell'anno l'attività economica aveva ripreso la sua espansione e le prospettive di adozione di provvedimenti fiscali restrittivi erano tutt'altro che promettenti, il Sistema della Riserva federale tornò ad inasprire la propria politica, tanto per ragioni interne che esterne. In un primo momento, i saggi d'interesse hanno reagito soprattutto alle forze di mercato, ma più avanti nell'anno si è fatto ricorso a misure restrittive. Quando, in novembre, fu svalutata la sterlina, il saggio di sconto è stato aumentato al 4,5% e, a partire dal gennaio 1968, le riserve legali sui depositi a vista sono state nuovamente accresciute dello 0,5%. Questi mutamenti nella politica monetaria in uno spazio di tempo relativamente breve sono

stati adeguati alle fluttuazioni della situazione economica, anche se qualche volta la loro entità possa essere stata eccessiva.

I risultati della politica fiscale perseguita durante questo periodo sono stati meno soddisfacenti; questo fatto è dovuto, in parte, al disaccordo fra il governo e il Congresso. Dopo che, verso la fine del 1965 o all'inizio del 1966, era sfuggita l'occasione decisiva per aumentare la tassazione, nel bilancio del gennaio 1967 venne proposta l'introduzione di una sovrimposta sul reddito del 6%. A quel tempo, però, la pausa nel "boom" era del tutto evidente e la proposta non fu accolta dal Congresso. Le misure fiscali applicate durante la fase di rallentamento del ciclo economico furono orientate di preferenza in senso opposto. Gli sgravi fiscali nella misura del 7% per le spese di investimenti in impianti e attrezzature, che erano stati sospesi nell'ottobre 1966, furono ripristinati nel giugno 1967; il Presidente autorizzò anche lo sblocco di quasi \$2 miliardi di fondi destinati a lavori pubblici, che erano stati precedentemente sterilizzati. Queste misure, oltre ad essere intese a evitare un ulteriore rallentamento dell'attività economica, avrebbero dovuto fronteggiare le necessità a più lungo termine dell'economia e la battuta d'arresto nell'espansione deve essere sembrato il momento opportuno per adottarle. Tuttavia, sullo sfondo di questa situazione, accanto ad un indirizzo monetario sempre più improntato a larghezza, la spesa globale del settore pubblico stava aumentando con un ritmo piuttosto rapido. Mentre le misure fiscali di stimolo trovavano la loro spiegazione nell'intento di controbilanciare gli sviluppi ciclici negativi, la raccomandazione per l'introduzione della sovrimposta rimaneva in sospeso. Finì quindi per crearsi alquanto confusione circa la natura della situazione di fondo e circa le prospettive ulteriori per l'anno in corso. Ma poichè il rallentamento dell'attività economica all'inizio del 1967 aveva più il carattere di una sospensione del "boom" che di una recessione, la necessità di aumentare l'imposizione non era venuta meno.

Quando l'economia cominciò a mostrare sintomi di ripresa, dopo la metà dell'anno, i punti di vista ufficiali in materia di politica fiscale si sono abbastanza rapidamente modificati e rafforzati. In previsione di un imponente incremento del disavanzo di bilancio, il Presidente propose, in agosto, l'entrata in vigore di una serie di energiche misure fiscali, fra cui una sovrimposta sul reddito personale del 10% (in sostituzione di quella del 6% presentata precedentemente), una sovrimposta del 10% sugli utili delle società, il differimento, alla metà del 1969, della riduzione di alcune imposte di consumo prevista per l'aprile 1968 e l'accelerazione della riscossione dell'imposta sulle società. Nell'anno finanziario 1967-68, tali misure avrebbero dovuto procurare maggiori entrate per l'importo complessivo di \$7,4 miliardi. Le proposte in materia tributaria non furono peraltro approvate dal Congresso, il quale non era convinto che l'economia si trovava al centro di un altro "boom". Si sosteneva, inoltre, che l'azione antinflazionistica doveva includere anche forti riduzioni nella spesa del governo federale non destinata alla difesa. Successivamente il Presidente dichiarò di accettare questo punto di vista, al fine di vedere accolte le sue raccomandazioni in materia fiscale, ma non fu possibile raggiungere un compromesso.

Un elemento che nel 1967 ha limitato la domanda è la spesa per i consumi. Durante l'anno, la spesa per beni durevoli e non durevoli è cresciuta in misura

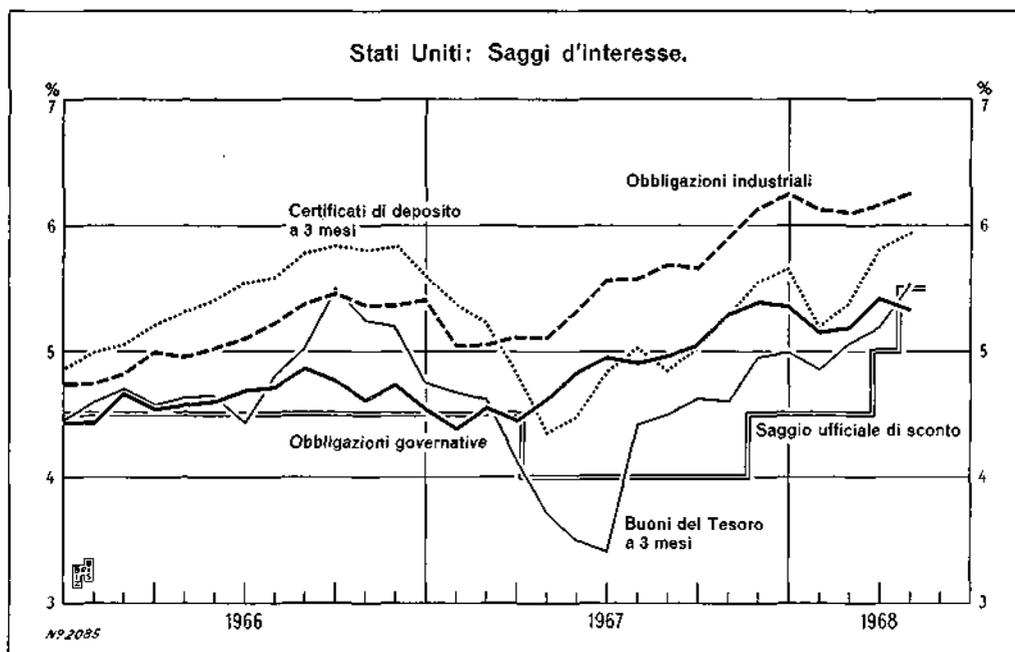
assai modesta ed è di fatto rallentata nella seconda metà dell'anno. Il rapporto fra risparmio e reddito disponibile è stato, in media, di oltre il 7% e nell'ultimo trimestre ha toccato il livello di quasi il 7,5%, contro quello più "normale" del 6% registrato negli anni recenti. L'andamento della spesa per i consumi può essere spiegata con gli acquisti massicci di beni durevoli e l'incremento, relativamente cospicuo, dell'indebitamento dei consumatori negli anni precedenti.

I prezzi hanno cominciato a salire sensibilmente nella seconda metà del 1967, mentre nella prima parte dell'anno gli incrementi erano stati relativamente modesti. Da gennaio fino ad aprile i prezzi ingrosso si sono effettivamente ridotti, in seguito, soprattutto, alla caduta nei prezzi dei prodotti agricoli; successivamente hanno continuato ad aumentare. Per l'anno in complesso, i prezzi al consumo sono cresciuti del 3,1%, ma il saggio d'incremento è stato prossimo al 4% nel secondo semestre.

Nel 1967 anche gli aumenti salariali sono stati cospicui e le precedenti norme indicative hanno cessato di avere effetto. I guadagni orari hanno registrato, in media, un incremento del 4,7% contro il 3,1% all'anno del periodo 1960-64 e il 3,8% e 4,1%, rispettivamente nel 1965 e 1966. Gli aumenti di prezzi e salari registrati nel 1967, dopo le spinte inflazionistiche del 1965-66, hanno pertanto confermato l'esistenza di un'ampia domanda in eccesso, con evidenti implicazioni per la bilancia dei pagamenti.

Fra tutti gli elementi che hanno maggiormente contraddistinto la situazione economica nello scorso anno, nessuno forse colpisce l'attenzione quanto l'andamento dei mercati finanziari e dei saggi d'interesse. Dopo l'attenuazione delle restrizioni monetarie, avvenuta verso la fine del 1966 e all'inizio del 1967, i saggi d'interesse hanno manifestato la tendenza a declinare. I saggi a breve si sono ridotti notevolmente; il rendimento dei buoni del Tesoro, per esempio, è passato dal 5,3% nel novembre 1966 al 3,5% nel giugno 1967. Per quanto riguarda i saggi a lungo termine, la flessione è stata tuttavia di breve durata e relativamente modesta; i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società sono scesi di meno dello 0,5% e il minimo è stato toccato soltanto in febbraio. L'andamento dei saggi è stato assai diverso da quello che di solito si osserva nei periodi di rallentamento del ciclo e in esso si sono rispecchiate due forze. Dopo la stretta della liquidità nell'anno prima, i prestatori hanno preferito mantenere una forte posizione liquida. In pari tempo, la domanda di crediti a lungo termine è stata assai sostenuta, dato che i prenditori di prestiti stavano ricostituendo le loro disponibilità liquide e chiedevano anticipatamente fondi in vista di una ripresa nell'attività economica. Nell'intero anno, le emissioni nette offerte al pubblico o collocate privatamente sono state di oltre \$44 miliardi, ossia hanno superato di circa una metà quelle del 1966.

Con questi fattori all'opera, i saggi d'interesse a lungo termine hanno continuato a salire senza interruzione per tutto l'anno a partire dall'inizio della primavera; l'incremento è ammontato a circa l'1% e verso la fine dell'anno il livello dei saggi superava le punte del 1966. Nel secondo semestre anche i saggi a breve hanno presentato un movimento ascendente — ancora più accentuato — a causa del previsto cospicuo disavanzo di bilancio e dei mancati interventi in materia fiscale.



In questa parte dell'anno, anche la politica monetaria si è orientata verso un inasprimento.

Sebbene le condizioni esistenti in altri paesi si siano anche ripercosse sui conti con l'estero, l'evoluzione della situazione interna ha costituito il fattore dominante che ha influenzato l'andamento della bilancia dei pagamenti. Le difficoltà ebbero inizio alla fine del 1965. Il costo crescente del conflitto nel Vietnam si sovrappose ad una situazione di pagamenti verso l'estero, già sfavorevole, nonché ad una elevata domanda all'interno. Le spese per il Vietnam deteriorarono la bilancia dei pagamenti non tanto in termini di costi valutari (una notevole parte dei quali rifluisce negli Stati Uniti tramite più ampie esportazioni che procacciavano valute), quanto perchè intensificarono le spinte inflazionistiche all'interno del paese. Nel 1966, le importazioni salirono di quasi il 20% e sebbene le esportazioni fossero aumentate di oltre il 10%, l'avanzo commerciale fu inferiore di \$1,1 miliardi a quello dell'anno precedente. Ma, data la stretta monetaria interna, i fondi a breve furono attirati negli Stati Uniti in volume così cospicuo, soprattutto dal mercato dell'eurodollaro, da permettere di registrare effettivamente un modesto saldo attivo, calcolato sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve.

Nel primo trimestre del 1967, le esportazioni hanno continuato ad espandersi. Ma nei due trimestri successivi esse hanno ristagnato, perchè i principali paesi industriali europei si trovarono a dover fronteggiare una battuta d'arresto o una recessione nelle rispettive economie. In tali trimestri, tuttavia, allorquando negli Stati Uniti si stavano smaltendo le eccessive scorte accumulate, le importazioni sono alquanto diminuite e, per i primi nove mesi del 1967, l'avanzo commerciale ha superato di \$305 milioni quello dell'anno prima. Contemporaneamente, il deflusso di capitali e le spese militari furono superiori, sicchè, calcolato

**Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.**

Voci	1966 <sup>1</sup>		1967 <sup>1</sup>				1968
	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre <sup>2</sup>
	milioni di dollari, rettificati per variazioni stagionali						
<b>Merci</b>							
Esportazioni non militari . . . . .	7.385	7.405	7.670	7.715	7.625	7.455	.
Importazioni non militari . . . . .	6.580	6.680	6.660	6.560	6.550	7.210	.
<b>Saldo . . . . .</b>	<b>805</b>	<b>725</b>	<b>1.010</b>	<b>1.155</b>	<b>1.075</b>	<b>245</b>	<b>105</b>
<b>Servizi (al netto)</b>							
Interessi e dividendi . . . . .	1.305	1.355	1.285	1.290	1.555	1.505	.
Spese militari . . . . .	— 745	— 760	— 705	— 735	— 855	— 750	.
Turismo . . . . .	— 265	— 265	— 265	— 460	— 485	— 325	.
Altri servizi . . . . .	— 225	— 215	— 235	— 325	— 240	— 225	.
<b>Totale servizi . . . . .</b>	<b>70</b>	<b>115</b>	<b>80</b>	<b>— 230</b>	<b>— 25</b>	<b>205</b>	.
<b>Saldo dei beni e servizi . . . . .</b>	<b>875</b>	<b>840</b>	<b>1.090</b>	<b>925</b>	<b>1.050</b>	<b>450</b>	.
<b>Donazioni e capitali ufficiali (al netto) . . . . .</b>	<b>— 760</b>	<b>— 725</b>	<b>— 1.200</b>	<b>— 1.015</b>	<b>— 965</b>	<b>— 945</b>	.
<b>Capitali privati (al netto)</b>							
Investimenti diretti . . . . .	— 900	— 1.005	— 625	— 650	— 940	— 820	.
Altri capitali a lungo termine . . . . .	— 5	70	— 180	— 180	— 510	— 395	.
Capitali a breve . . . . .	— 25	— 230	— 180	— 285	— 290	— 395	.
Capitali esteri (al netto) . . . . .	375	780	855	1.195	805	220	.
Errori e transazioni non registrate . . . . .	275	— 150	— 295	— 545	210	35	.
<b>Saldo sulla base della liquidità . . . . .</b>	<b>— 165</b>	<b>— 420</b>	<b>— 535</b>	<b>— 555</b>	<b>— 640</b>	<b>— 1.850</b>	<b>— 600</b>
<b>Aumento delle passività liquide verso l'estero (escluse le autorità monetarie)</b>	<b>1.025</b>	<b>400</b>	<b>— 1.280</b>	<b>— 275</b>	<b>1.095</b>	<b>645</b>	<b>80</b>
<b>Saldo sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali . . . . .</b>	<b>860</b>	<b>— 20</b>	<b>— 1.815</b>	<b>— 830</b>	<b>455</b>	<b>— 1.205</b>	<b>— 520</b>

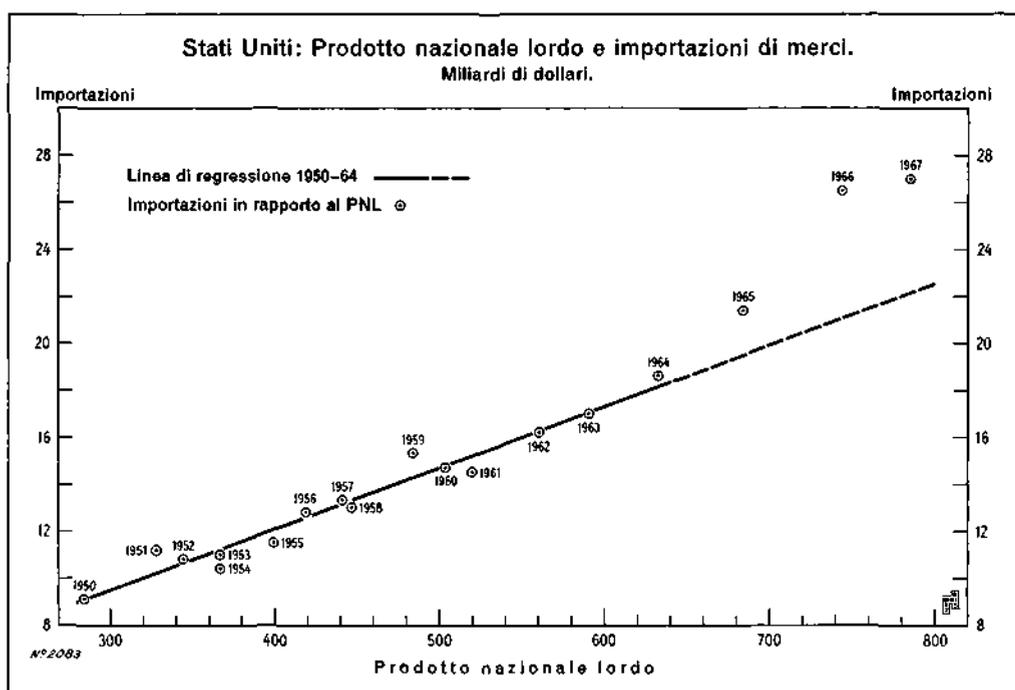
<sup>1</sup> Per i totali annuali del 1966 e 1967 vedasi la tabella a pagina 33.    <sup>2</sup> Dati provvisori.

su base annuale, il deficit delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve ha raggiunto l'importo di circa \$2,9 miliardi.

Nel quarto trimestre, la situazione si è notevolmente deteriorata. La domanda in eccesso, ritornata assai vigorosa, la ricostituzione delle scorte e fattori speciali, fra cui l'interminabile sciopero nel settore del rame, hanno prodotto i loro effetti sulla posizione commerciale degli Stati Uniti. Le importazioni hanno compiuto un balzo di \$660 milioni e, in seguito ad una certa flessione nelle esportazioni, l'avanzo commerciale si è ridotto di \$830 milioni. In pari tempo, il disavanzo del conto capitali è aumentato sensibilmente, soprattutto perchè il Tesoro britannico stava ritirando i suoi investimenti negli Stati Uniti, allo scopo di impinguare le riserve ufficiali. In complesso, nel quarto trimestre, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti, rettificato per variazioni stagionali, è ammontato a \$1,2 miliardi contro una media di \$730 milioni nei primi tre trimestri. Il deficit per tutto l'anno è stato di \$3,4 miliardi.

Una prova del fatto che, negli anni recenti, il movimento ascendente delle importazioni è dovuto soprattutto alla domanda in eccesso, può rilevarsi dal seguente grafico, il quale mostra la tendenza del rapporto fra prodotto nazionale lordo e importazioni effettive. Negli anni 1966 e 1967, le importazioni sono state

assai superiori al rapporto normale e anche il 1965 sembra già scostarsene. Per il quarto trimestre del 1967, le importazioni hanno raggiunto circa il 3,7% del prodotto nazionale lordo, il massimo rapporto del periodo postbellico. Negli anni 1965 e 1966, le importazioni di beni strumentali sono cresciute, rispettivamente, del 41 e 46% e, nel 1967, esse sono aumentate dell'11%, nonostante la battuta d'arresto nell'attività economica durante parte dell'anno, in cui gli investimenti in impianti e attrezzature non hanno quasi registrato alcun incremento. In effetti, prescindendo dalle esportazioni finanziate con assistenza statale nel 1966 e nel 1967, l'avanzo commerciale è quasi interamente scomparso.



I dati relativi agli anni 1966 e 1967 confermano pure che il commercio degli Stati Uniti risente largamente del livello dell'attività economica nei paesi dell'Europa occidentale. Il rallentamento del saggio d'incremento nella produzione industriale in tali paesi nei periodi 1957-58, 1962 inoltrato e inizio 1963 e ancora 1966 inoltrato e inizio 1967 ha provocato riduzioni nel volume globale delle esportazioni americane verso l'Europa. Gli Stati Uniti sono tra i principali paesi esportatori di beni d'investimento (negli anni recenti essi hanno contribuito con un terzo alle esportazioni verso l'Europa) e, come è normale, gli investimenti costituiscono l'elemento sensibile durante il ciclo economico. Gli Stati Uniti, inoltre, sembrano anche svolgere la funzione di fornitore residuale. In tempi di domanda vigorosa l'Europa si rivolge agli Stati Uniti per colmare le deficienze locali di prodotti. In altri periodi, l'Europa non soltanto riduce i suoi acquisti negli Stati Uniti, ma allorquando la domanda interna è debole, ricerca metodi più aggressivi per stimolare le esportazioni, rendendo così le sue produzioni maggiormente competitive rispetto a quelle degli Stati Uniti.

Il persistente saldo passivo dei pagamenti americani, in un momento in cui la sterlina si trovava in difficoltà, ha pertanto ridotto la libertà di movimento delle autorità americane nel risolvere i propri problemi. La svalutazione della sterlina, avvenuta in novembre, ha influito sulle riserve degli Stati Uniti. Fino a quel tempo le perdite americane di oro erano state assai modeste, ma la forte ondata di acquisti speculativi di metallo ha portato tali perdite per tutto l'anno a \$1.170 milioni.

Nel quarto trimestre, col verificarsi di questi fattori sfavorevoli, è diventata evidente la necessità di un'azione energica per ridurre il saldo passivo della bilancia dei pagamenti, al fine di limitare le perdite nelle riserve. Conseguentemente, il 1° gennaio 1968 è stata annunciata una nuova serie di drastiche misure correttive.

1) In sostituzione delle norme indicative volontarie, precedentemente in vigore, sono stati imposti controlli obbligatori sulle uscite di fondi destinati a investimenti diretti da parte delle società americane. A questi fini, le predette uscite comprendono i nuovi trasferimenti di capitali e i profitti realizzati all'estero, ma escludono i fondi raccolti in altri paesi e gli accantonamenti per ammortamenti in connessione con operazioni ivi effettuate; le limitazioni sono calcolate sulla media degli investimenti diretti che ciascuna società ha compiuto nel 1965-66. Nel 1968 gli investimenti diretti nei paesi progrediti dell'Europa continentale e nel Sud Africa sono stati sospesi, fatta eccezione per l'investimento di utili conseguiti all'estero fino al 35 % del periodo di base. Per gli altri paesi sviluppati gli investimenti diretti sono limitati ad un massimo del 65 % del periodo di base e, per i paesi in via di sviluppo, il trasferimento di nuovi capitali e il reinvestimento dei profitti sono stabiliti al 110 % del periodo di base 1965-66. Si ritiene che, nel 1968, queste riduzioni diminuiranno le uscite di fondi per investimenti diretti, quali sono definiti più sopra, di \$1 miliardo.

2) Il Consiglio del Sistema della Riserva federale continuerà a far uso dei controlli volontari sul credito concesso all'estero da parte di banche e altri istituti finanziari, ma gli è stata conferita la facoltà di imporre controlli obbligatori. L'azione immediata decisa dal Consiglio inasprisce notevolmente le restrizioni che, nel novembre 1967, erano state annunciate per il 1968. In linea generale, i crediti all'estero accordati dalle banche dovranno essere contenuti entro il 103 % rispetto alla consistenza a fine 1964 contro il limite del 109 % fissato in novembre. Le banche non potranno inoltre rinnovare (o fare oggetto di nuovi prestiti) i crediti a termine concessi ai paesi progrediti dell'Europa continentale che siano giunti a scadenza e, nel corso dell'anno, dovranno diminuire del 40 % quelli a breve consentiti agli stessi paesi. Altri istituti finanziari sono stati invitati a decurtare le loro attività estere, incluse nel programma, al 95 % del livello di fine 1967 e a rimpatriare tutti i loro fondi liquidi, a prescindere da saldi d'esercizio di entità minima. Si prevede che, durante l'anno, queste misure provocheranno un afflusso netto di fondi dall'estero per l'importo di \$500 milioni in confronto con un deflusso di \$400 milioni nel 1967.

3) I residenti americani sono stati esortati a differire per due anni i viaggi non essenziali fuori dell'emisfero occidentale e successivamente sono state presentate le proposte di legge per introdurre un'imposta progressiva sulle spese dei tu-

risti all'estero, estendere ai viaggi aerei all'estero l'imposta sui consumi che già grava sui viaggi aerei all'interno e ridurre il valore delle merci esenti da dogana, per i turisti che rimpatriano, da \$100 a \$10.

4) Sono stati annunciati diversi provvedimenti per diminuire le spese all'estero del governo federale, fra cui un taglio del 10% nel numero dei dipendenti statali che lavorano all'estero. Sono, inoltre, in corso discussioni con i paesi alleati della NATO perchè essi contribuiscano a compensare le spese americane per la difesa in Europa, aumentando i loro approvvigionamenti militari negli Stati Uniti e i loro acquisti di titoli governativi americani a più lungo termine.

5) Sono state, infine, annunciate alcune misure per agevolare le esportazioni americane. Esse prevedono una più ampia libertà di movimento della Export-Import Bank nel prestare la sua assistenza finanziaria nel settore delle esportazioni, un'azione per conseguire la riduzione della barriera non tariffaria alle esportazioni americane, creata dall'imposta sul valore aggiunto del Mercato comune, e l'assistenza finanziaria alle associazioni che si occupano di esportazioni, allo scopo di consentire alle aziende di minori dimensioni di operare più facilmente sui mercati esteri.

Si ritiene che nel 1968 la piena applicazione del programma miri a ridurre i pagamenti e ad aumentare i proventi per un ammontare di \$3 miliardi. Ovviamente, alcune delle misure richiederanno tempo prima di poter avere esecuzione e certamente non mancheranno ripercussioni sugli introiti delle partite correnti e del conto capitali, sicchè riesce difficile stimare il miglioramento netto che la bilancia dei pagamenti potrà conseguire nel 1968. Ad ogni modo, quest'ultimo dipenderà di fatto dagli effetti dell'evoluzione del mercato.

Mentre da alcuni anni vengono applicati controlli diretti sull'andamento della bilancia dei pagamenti, il nuovo programma costituisce un importante passo in avanti su questa via. Si riconosce che è una via pericolosa che potrebbe minacciare il regime di libertà negli scambi e nei pagamenti mondiali conseguito negli ultimi quindici anni e più. Le misure di controllo sono giustificate dalla guerra nel Vietnam e dalle difficoltà incontrate nel ristabilire un reale equilibrio in condizioni di tempo di guerra. Ma il ritorno alla pace consentirebbe di abolire i controlli? Senza aspettare una risposta esauriente a questa domanda, è opportuno esaminare l'evoluzione del problema inerente alla bilancia dei pagamenti americana e le idee che sono state enunciate per risolverlo.

\* . \*

Il dollaro è utilizzato in ampia misura nelle transazioni e viene detenuto sotto forma di fondi liquidi da molte imprese e istituti finanziari esteri. Dato che l'espansione di simili saldi privati ha normalmente come contropartita un saldo passivo nella bilancia dei pagamenti (sulla base della liquidità), la tendenza di quest'ultima risulta generalmente più chiara qualora si consideri il saldo delle transazioni ufficiali che influiscono sulle riserve, sebbene anche in questo caso la situazione possa essere spesso offuscata da spostamenti di fondi fra banche centrali e sistemi bancari privati. Le variazioni nelle riserve auree costituiscono in genere un buon

indice dello stato dei pagamenti americani verso l'estero, specie in rapporto ai mutamenti che si verificano nelle passività ufficiali estere; un'espansione nelle riserve auree è segno di solidità, mentre una loro contrazione dovrebbe, almeno, provocare interrogativi.

La serie di svalutazioni delle monete di altri paesi, avvenuta nel 1949, ha costituito, considerata a posteriori, una svolta cruciale per il dollaro. Prima di allora, trovandosi la ricostruzione all'estero nelle sue prime fasi, la bilancia dei pagamenti americana era sempre in attivo e le riserve auree crescevano, nonostante il fatto che gli aiuti e i prestiti ufficiali degli Stati Uniti raggiungessero, in media, il livello annuo di \$5,5 miliardi e le importazioni dall'area del dollaro fossero sottoposte a rigorose limitazioni quantitative nei paesi esteri. E' evidente che i persistenti saldi attivi americani erano tali da creare una situazione insostenibile per il resto del mondo.

Dopo gli allineamenti dei cambi, tuttavia, i conti americani con l'estero hanno quasi sempre accumulato saldi passivi e le riserve auree hanno registrato perdite per la più parte del tempo. Dall'inizio del 1950 alla fine di aprile 1968, gli averi in oro sono passati da \$24,6 a 10,7 miliardi e quest'ultimo importo comprende \$1 miliardo di oro dovuto al F. M. I. Nello stesso periodo, le passività verso istituzioni ufficiali estere sono salite da poco meno di \$4 miliardi ad oltre \$15 miliardi. Questo deterioramento nel rapporto fra riserve auree e passività monetarie verso istituzioni ufficiali estere ha attraversato numerose fasi, i cui fattori di fondo hanno grandemente differito.

Il passaggio ad una posizione passiva nel 1950 fece molto colpo, poichè le esportazioni si contrassero di \$2 miliardi rispetto all'anno prima e le importazioni aumentarono di \$2,2 miliardi. Negli anni 1950-56, il saldo passivo (sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve) fu, in media, di \$1,2 miliardi. Ma i cospicui deficit registrati in alcuni di tali anni non sollevarono allarme perchè, oltre che agli allineamenti dei cambi, essi erano dovuti agli effetti diretti e indiretti della guerra in Corea. I saldi passivi erano, in complesso, considerati costruttivi e, in effetti, aiutarono enormemente l'Europa a ricostituire le proprie riserve nel momento in cui essa procedeva rapidamente nella ricostruzione. Mentre l'aiuto estero (donazioni e prestiti) si ridusse da \$5,6 miliardi nel 1949 a \$2,4 miliardi nel 1956 e la discriminazione nei confronti delle merci provenienti dall'area del dollaro si stava pure attenuando, le tendenze non visibili in superficie erano piuttosto sfavorevoli per gli Stati Uniti in questi anni. E ciò, in parte, perchè le spese americane all'estero per scopi di difesa si erano dilatate in misura cospicua.

Durante lo stesso periodo, le riserve auree degli Stati Uniti subirono una perdita annuale, in media, di circa \$400 milioni. E ciò non perchè esistessero dubbi circa la futura convertibilità in oro del dollaro, ma perchè l'offerta di nuovo oro monetario ammontava, in media, a \$440 milioni all'anno, cioè a poco più di metà della domanda netta da parte delle istituzioni monetarie ufficiali; il resto del loro fabbisogno lo ottenevano dal Tesoro americano. Anche questo fenomeno era considerato favorevolmente dal punto di vista del sistema monetario internazionale, perchè lo si riteneva un fattore che contribuiva ad una migliore ripartizione delle riserve auree mondiali. Tuttavia, esaminata congiuntamente all'aumento delle passività ufficiali, la perdita di oro non era un buon segno.

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.

Voci	Media 1950-56	1957	Media 1958-60	Media 1961-65	1966	1967
miliardi di dollari						
<b>Merci</b>						
Esportazioni non militari . . . . .	13,5	19,4	17,3	22,8	29,2	30,5
Importazioni non militari . . . . .	11,0	13,3	14,3	17,5	25,5	27,0
<b>Saldo commerciale</b> . . . . .	2,5	6,1	3,0	5,3	3,7	3,5
<b>Servizi (al netto)</b>						
Interessi e dividendi . . . . .	1,8	2,4	2,6	4,2	5,2	5,6
Spese militari . . . . .	-2,0	-2,8	-2,9	-2,3	-2,8	-3,0
Turismo . . . . .	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-1,1	-1,5
Altri servizi . . . . .	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1
<b>Totale servizi</b> . . . . .	-0,8	-1,1	-1,6	0,2	0,4	0,0
<b>Saldo commerciale e dei servizi</b>	1,7	5,0	1,4	5,5	4,1	3,5
<b>Donazioni e capitali ufficiali (al netto)</b> . . . . .	-2,5	-2,6	-2,4	-3,3	-3,4	-4,1
<b>Capitali privati (al netto)</b>						
Investimenti diretti . . . . .	-0,9	-2,4	-1,4	-2,2	-3,5	-3,0
Altri capitali a lungo termine . . . . .	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
Capitali a breve . . . . .	-0,2	-0,3	-0,6	-0,9	-0,4	-1,2
Capitali esteri (al netto) . . . . .	0,3	0,5	0,4	0,7	2,5	3,1
Errori e transazioni non registrate . . . . .	0,4	1,2	0,0	-0,7	-0,3	-0,6
<b>Saldo sulla base della liquidità</b> . . . . .	-1,5	0,6	-3,7	-2,3	-1,4	-3,6
<b>Aumento delle passività liquide (escluse quelle verso le autorità monetarie estere)*</b> . . . . .	0,3	0,6	0,8	0,5	1,6	0,2
<b>Saldo sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali</b> . . . . .	-1,2	1,1	-2,9	-1,8	0,2	-3,4
<b>Variazioni nelle riserve di oro</b> . . . . .	-0,4	0,8	-1,7	-0,8	-0,6	-1,2

\* Per il periodo 1950-59 i dati sono stati ricavati da H.B. Lary, *Problems of the United States as World Trader and Banker*, p. 13.

Il 1957 fu un anno eccezionale per la bilancia dei pagamenti americana. Questa circostanza è da attribuire soprattutto alla guerra nel Medio Oriente e alla chiusura del Canale di Suez che provocarono ingenti acquisti di petrolio nell'emisfero occidentale da parte dei paesi europei, ma, parzialmente, è dovuta anche al fatto che il "boom" della ricostruzione in Europa raggiunse il suo apice quando l'economia americana stava avviandosi verso la recessione. In quell'anno, l'avanzo commerciale nei conti con l'estero degli Stati Uniti ammontò a \$6 miliardi, che ricorda quelli dei giorni antecedenti le svalutazioni del 1949, e la bilancia dei pagamenti registrò un saldo attivo di \$1,1 miliardi. Era il raggio di sole prima della tempesta.

Nel 1958, la bilancia dei pagamenti americana accumulò un deficit di \$2,9 miliardi. La sensibile inversione di tendenza fu causata soprattutto dal mutato andamento nella bilancia commerciale; le esportazioni si ridussero di oltre \$3 miliardi, mentre le importazioni subirono soltanto una lieve flessione. La ragione di questo cambiamento è dovuta al fatto che nel 1957 si riuscì a controllare il "boom" in Europa e che il 1958 fu un anno di recessione quasi generale, che

alla distanza di circa sei mesi seguiva l'inversione nel ciclo dell'economia americana del 1957-58. Quest'ultima uscì per prima dalla fase di recessione e nel 1959 la sua espansione fu più rapida; conseguentemente, la bilancia commerciale peggiorò nel 1959, dato che le esportazioni rimasero invariate, mentre le importazioni aumentarono di \$2,4 miliardi. Il cospicuo incremento delle importazioni è in parte anche dovuto agli imponenti acquisti di acciaio effettuati all'estero durante il prolungato sciopero nell'industria metallurgica americana e all'improvviso vivo interesse degli americani per le automobili straniere, mentre le esportazioni di cotone e di aerei furono al disotto del livello normale. In complesso, nel 1959, l'avanzo commerciale fu inferiore a \$1 miliardo e le partite correnti erano in passivo, situazione che si era presentata precedentemente soltanto nel 1953.

Per cui, il deterioramento dei pagamenti verso l'estero nel 1958-59 rispetto al 1956-57 fu fondamentalmente un fenomeno ciclico, accentuato dalla riapertura del Canale di Suez. Esso avrebbe destato meno preoccupazioni, se le perdite di oro fossero state di entità minore. I saldi passivi della bilancia dei pagamenti nel 1958-59 non superavano di molto il livello dei deficit di determinati anni precedenti, cioè del 1950 e 1953, ma, a differenza di questi ultimi che erano collegati agli eventi della guerra in Corea, suggerivano un peggioramento della situazione di fondo.

La situazione ciclica mutò nel 1960, mentre gli Stati Uniti si trovavano di nuovo in una fase di recessione e l'espansione procedeva rapidamente in Europa. Le esportazioni americane subirono un incremento di \$3 miliardi e le importazioni una riduzione di più di \$0,5 miliardi. Anche speciali fattori svolsero una funzione importante nell'inversione di tendenza degli scambi: nel 1959 le vendite di cotone erano diminuite in attesa che venisse mutata la politica dei prezzi all'esportazione, mentre nel 1960 furono invece eccezionalmente elevate; una variazione analoga si verificò nelle esportazioni di aerei dei quali si attendevano i nuovi modelli a reazione; infine, nel 1960, aumentarono anche le vendite all'estero di acciaio, dopo essersi ridotte in seguito allo sciopero del 1959. Un nuovo fattore che entrò a far parte del quadro fu, tuttavia, il cospicuo deflusso di capitali a breve, soprattutto crediti concessi dalle banche all'estero, sicchè il deficit complessivo raggiunse un livello senza precedenti.

Nel corso degli anni cinquanta, le principali tendenze che hanno conferito la loro impronta all'andamento della bilancia dei pagamenti risultano più evidenti ove si ponga a confronto il periodo 1950-56 con quello 1958-60, eliminando in tal modo entro certi limiti i fattori speciali e ciclici di determinati anni. Durante l'ultimo periodo il deficit ammontò, in media, a \$2,9 miliardi e la perdita globale di oro superò \$5 miliardi. Alla fine del 1960, le riserve auree erano scese a \$17,8 miliardi e le passività verso istituzioni ufficiali erano salite a \$11,1 miliardi. Confrontare le tendenze delle singole componenti della bilancia dei pagamenti è un metodo piuttosto artificiale, dato che diversi flussi di pagamenti e di proventi reagiscono vicendevolmente gli uni sugli altri (per esempio, maggiori redditi da investimenti esteri provocano più ampi investimenti diretti, o più cospicue spese all'estero per la difesa ritornano parzialmente attraverso un aumento delle esportazioni, ecc.). Si possono tuttavia distinguere le seguenti variazioni nelle medie.

Da una parte, la media degli introiti fu più alta nel secondo periodo, dato che l'avanzo commerciale fu maggiore di circa \$500 milioni e i redditi netti da investimenti esteri registrarono un gettito di circa \$800 milioni in più. Dall'altra, il livello medio degli esborsi salì per effetto degli aumenti di \$300 milioni per viaggi all'estero, di \$900 milioni nelle spese all'estero per la difesa e, soprattutto, di \$1,7 miliardi nel deflusso netto di capitali privati. Perciò, il più cospicuo avanzo commerciale e i maggiori proventi da investimenti furono assai inferiori all'incremento del deflusso di capitali e di altri esborsi effettuati all'estero.

Si dovrebbe pertanto concludere che nel triennio 1958-60 l'uscita di capitali privati dagli Stati Uniti aveva assunto dimensioni eccessive? La sua media, che ammontava a \$3 miliardi netti, confrontata con il prodotto nazionale lordo di \$475 miliardi e l'elevato livello del reddito pro capite, non sembra eccessiva. E' più ragionevole affermare che la media di \$1,4 miliardi di capitali usciti nel periodo 1950-56 fu eccessivamente bassa e ciò particolarmente all'inizio del decennio e durante gli anni della guerra in Corea. L'aumento delle esportazioni di capitali nel corso del decennio è stato accompagnato da un ritorno a condizioni monetarie più stabili in altri paesi, soprattutto in Europa, e da un'attenuazione delle tensioni esistenti nella situazione politica. Accanto all'espansione degli investimenti per lo sfruttamento di fonti di materie prime, la rapida ricostruzione dei paesi europei e del Giappone ha fornito attraenti opportunità di investimento per le imprese americane in un periodo in cui vi era scarsità di capitali nella maggior parte dei paesi (esclusi gli Stati Uniti).

La creazione del Mercato comune in Europa ha pure offerto un potente incentivo agli investimenti esteri americani e il ritorno alla convertibilità delle principali monete europee nel dicembre 1958 ha sensibilmente migliorato il clima e la libertà di movimento per le esportazioni di capitali. Con la convertibilità, i flussi di capitali sono diventati più sensibili agli scarti fra i saggi d'interesse e ciò spiega, in parte, i movimenti ricorrenti di fondi a breve su vasta scala. Mentre, già verso la fine degli anni cinquanta, era andata profilandosi questa evoluzione sia nelle strutture e sia nel clima economico e politico, essa non ebbe l'opportunità di spiegare interamente i suoi effetti. Le possibilità di maggiori flussi internazionali di capitali mostrarono i loro pieni effetti soltanto negli anni sessanta. A causa della convertibilità e dello sviluppo del mercato dell'eurodollaro, le autorità monetarie americane furono anche costrette a tener conto in maggior misura delle ripercussioni della loro politica sui movimenti internazionali di capitali.

Se l'aumento del deflusso di capitali non era eccessivo per un paese della saldezza economica degli Stati Uniti, i problemi del paese in materia di bilancia dei pagamenti devono essere attribuiti al fatto che l'avanzo delle partite correnti era troppo modesto. I proventi dagli investimenti esteri avevano registrato un incremento altamente soddisfacente e si sarebbe potuto prescindere dalle spese per la difesa in altri paesi, presumendo la loro temporaneità. Il risultato deludente era perciò dovuto al modesto aumento dell'avanzo commerciale, la cui entità era piccola anche considerando il livello dell'aiuto estero.

Il limitato progresso della bilancia commerciale era forse dovuto a un indebolimento della capacità competitiva americana? Gli indici dei prezzi nei vari

paesi mostra che, dal 1950 al 1957, l'aumento dei prezzi americani sostiene favorevolmente il confronto con quello di altre economie industriali (vedasi grafico a pagina 13). Nel valutare prezzi relativi occorre tener presente il fatto importante che i livelli di prezzi, salari e costi degli altri paesi industriali erano all'inizio assai più bassi e che i successivi aumenti riuscivano più tollerabili per essi che per gli Stati Uniti. Nei primi anni del decennio, paesi come Germania, Giappone, Italia, Francia e Paesi Bassi non poterono conseguire un avanzo commerciale approfittando dei loro bassi livelli di prezzi perchè non avevano la capacità di esportare. Ma in seguito alla rapida ricostruzione ed espansione della capacità produttiva dell'Europa occidentale e del Giappone, furono essi, e non gli Stati Uniti, che accumularono cospicui avanzi commerciali. Perciò, se la struttura dei cambi, introdotta nel 1949, avesse dovuto essere considerata inalterabile, gli Stati Uniti non avrebbero potuto permettersi gli aumenti dei prezzi verificatisi negli anni della guerra in Corea e nel periodo di "boom" 1955-57.

Si può aggiungere che in alcuni settori, importanti per le industrie americane che lavorano per l'esportazione (per esempio, prodotti metallurgici, attrezzature per trasporti e macchinario), l'aumento dei prezzi registrato in questi anni ha contribuito alla notevole flessione dell'aliquota con cui gli Stati Uniti hanno partecipato alle esportazioni mondiali di questi prodotti.

Riassumendo si può dire che, essendosi la posizione concorrenziale americana mutata in seguito alla generale svalutazione del 1949 nei confronti del dollaro, le entrate della bilancia dei pagamenti avrebbero potuto sostenere gli effetti della ricostruzione estera e una ragionevole uscita di capitali, se dal 1950 al 1957 non vi fossero stati periodi d'inflazione della domanda o dei prezzi indotta dai salari. Il destino decise però altrimenti.

Quando i cospicui saldi passivi dei conti con l'estero e le perdite di oro continuarono oltre il 1958, essi diventarono una minaccia per la fiducia nel dollaro ed una fonte di preoccupazioni per le autorità. Ma siccome era difficile procedere a mutamenti di fondo nella politica economica, approssimandosi le elezioni presidenziali del 1960, le misure iniziali per risolvere il problema dei pagamenti furono di limitata importanza. Le autorità cominciarono a spostare parte delle commesse belliche dall'estero agli Stati Uniti ed a vincolare l'aiuto per lo sviluppo agli acquisti di prodotti americani; si cercò di ottenere che alcuni paesi europei creditori partecipassero ai costi valutari che gli Stati Uniti erano costretti a sostenere per la difesa in Europa; si richiamò anche in patria un certo numero di persone a carico dei militari di stanza all'estero. E non poteva mancare l'annuncio di un programma per incrementare le esportazioni. Queste misure non ebbero tuttavia il tempo di spiegare i loro effetti.

Le perdite di oro furono superiori a quelle del periodo 1950-56, soprattutto a causa dei più elevati saldi passivi della bilancia dei pagamenti. Ma anche nell'ipotesi che i deficit fossero stati notevolmente inferiori, gli Stati Uniti avrebbero pur sempre subito perdite di oro, dato che nel periodo 1958-60 l'oro nuovo disponibile per scopi monetari ammontò soltanto a \$600 milioni all'anno, un importo certamente insufficiente a soddisfare la domanda monetaria del resto del mondo.

La brusca impennata del prezzo sul mercato dell'oro nell'ottobre 1960 mise in evidenza la necessità, per la nuova amministrazione, di occuparsi dei problemi derivanti dai deficit dei conti con l'estero e dalle perdite di oro. Essa si trovò, peraltro di fronte ad un dilemma perchè, essendo l'attività economica depressa e la disoccupazione elevata, era impossibile fare ricorso alla strategia ortodossa di aggiustamento secondo la quale era indispensabile ridurre la domanda. In effetti, il nuovo governo federale aveva dichiarato di perseguire scopi piuttosto contrastanti; una maggiore espansione interna e una riduzione nel saldo passivo dei pagamenti, contrasto che non trovò mai una reale soluzione.

All'inizio del 1961 fu annunciata una lunga serie di misure dirette a ridurre il saldo passivo della bilancia dei pagamenti tanto a breve che a lungo termine, la maggior parte delle quali non prometteva molto. Tuttavia, si provvide a ridurre le commesse collocate all'estero in base ai programmi militari e di aiuto, si cercò di diminuire le spese per la difesa all'estero, si abbassò da \$500 a \$100 l'importo delle merci esenti da dogana consentite ai turisti americani al loro ritorno in patria, e si contemplò l'abolizione degli incentivi tributari in vigore per gli investimenti in altri paesi. Si era anche del parere che gli incentivi accordati agli investimenti interni delle imprese avrebbero accresciuto la produttività e migliorato la capacità competitiva internazionale dell'industria americana. Fatto assai più importante fu però che, con l'ausilio di norme indicative per gli aumenti salariali e dei prezzi, il governo federale agì energicamente per evitare che l'inflazione dei costi danneggiasse la capacità concorrenziale dell'industria.

Negli anni 1961-65, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti (sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve) fu assai inferiore, in media, a quello del periodo 1958-60: \$1,8 miliardi contro \$2,9 miliardi. Tenendo conto però dei rimborsi anticipati agli Stati Uniti di debiti a lungo termine, che furono effettuati per ridurre lo scarto in tali transazioni, la diminuzione del deficit fu, in media, di \$850 milioni.

Il migliore risultato venne conseguito nella bilancia commerciale. Esso si spiega, in parte, con l'incremento dell'aiuto estero (donazioni e prestiti) che, in crescente misura, era stato vincolato alle esportazioni; anche le importazioni aumentarono di non molto e soprattutto quelle di automobili si contrassero notevolmente, quando l'industria americana produsse modelli competitivi con quelli europei. Per quanto riguarda la posizione ciclica, tanto gli Stati Uniti quanto l'Europa si trovavano in fase di espansione. Apparentemente era da attendersi che gli effetti delle bilance dei pagamenti si sarebbero compensati reciprocamente. L'espansione in Europa aveva peraltro un ritmo assai più intenso, raggiungendo proporzioni di "boom" nel 1961, con conseguenti pressioni su prezzi e importazioni. Pur avendo anche gli Stati Uniti conseguito dal 1960 al 1965 un elevato saggio di espansione e assorbito un notevole margine di mano d'opera e capacità industriale non utilizzato, il paese poté usufruire di una stabilità dei prezzi senza precedenti. Grazie ai moderati aumenti salariali e dei prezzi durante questi anni, l'avanzo commerciale ha potuto crescere, nonostante un eccezionale incremento del prodotto nazionale. Fra il triennio 1958-60 e il periodo 1961-65 l'avanzo commerciale dei paesi del Mercato comune passò invece da \$1,7 a 1,2 miliardi e quello delle partite correnti subì una flessione da \$2,7 a 1,1 miliardi.

L'altro cospicuo incremento fu registrato nei proventi derivanti dagli investimenti all'estero che, nel 1965, toccarono il livello senza precedenti di \$6,8 miliardi contro introiti esteri negli Stati Uniti di \$1,7 miliardi. Anche le spese militari nette subirono una flessione di circa \$600 milioni, in seguito sia a maggiori acquisti di equipaggiamenti per la difesa negli Stati Uniti da parte di altri paesi, sia a minori spese americane all'estero. Ove si considerino complessivamente tutti questi aumenti, si constata che il miglioramento del saldo delle partite correnti fu assai cospicuo. Nel conto capitali, tuttavia, la tendenza ascendente dell'uscita netta, osservata negli anni cinquanta, proseguì; esaminando la variazione nella voce "Errori e omissioni" in cui si rispecchiano, in ampia misura, movimenti di capitali, la media dei capitali privati esportati è passata da \$2,7 miliardi nel triennio 1958-60 a \$4,5 miliardi nel periodo 1961-65.

Sebbene, negli anni 1961-65, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti non abbia presentato l'entità di quello registrato nel 1958-60, esso fu ancora notevole; ciò significa che il dollaro è stato sottoposto a continue pressioni sui mercati dei cambi e che le banche centrali estere hanno introitato cospicui importi in dollari. Le autorità hanno tentato di risolvere la situazione in due modi: stipulando una serie di accordi per ridurre al minimo le emorragie di riserve auree e adottando ulteriori misure per contenere il deficit della bilancia dei pagamenti.

Le intese concluse per frenare le perdite di oro hanno implicato tecniche dirette ad attenuare le forti pressioni temporanee sul dollaro, suscettibili di invertirsi, nonché accordi speciali per finanziare il saldo passivo. Per cui il Tesoro prima, e il Sistema della Riserva federale poi, sono intervenuti sul mercato dei cambi nei momenti in cui il dollaro si trovò assoggettato a pressione; Stati Uniti e diversi paesi europei istituirono il Consorzio dell'oro, allo scopo di tenere sotto controllo il prezzo di mercato e fu creata e ampliata nel corso degli anni una rete di impegni di riporto con altre banche centrali per rendere disponibili risorse valutarie con cui assorbire flussi di fondi temporaneamente in eccesso. Quanto ai mezzi di finanziamento a più lungo termine, gli Stati Uniti procedettero all'emissione di titoli non negoziabili stilati in valute estere (le cosiddette obbligazioni "Roosa"), che vennero ceduti contro dollari a istituzioni ufficiali estere, nei confronti delle quali fu abolito il limite stabilito per i saggi d'interesse che potevano essere corrisposti dalle banche sui depositi vincolati; gli Stati Uniti effettuarono, ad intervalli, prelievi dalla loro "tranche" in oro presso il F. M. I. e numerosi paesi europei cooperarono anche rimborsando anticipatamente debiti a lungo termine dovuti agli Stati Uniti.

Nella loro azione per conseguire un miglioramento di fondo della bilancia dei pagamenti, le autorità disponevano di alternative soggette a diverse limitazioni. In primo luogo, una drastica diminuzione delle forze militari all'estero non era giudicata realizzabile, data la situazione politica internazionale; secondariamente, non si riteneva opportuno mutare il prezzo in dollari dell'oro, con o senza variazioni nelle parità di cambio e, in terzo luogo, bassi saggi d'interesse a lungo termine erano considerati essenziali per stimolare un più elevato saggio d'incremento del progresso economico, per cui l'opinione pubblica era del parere che la politica monetaria non dovesse essere improntata in maggior misura di quanto già lo fosse a considerazioni relative alla bilancia dei pagamenti. Quando, dopo il 1961, i saggi d'interesse cominciarono a salire in Europa, il loro divario rap-

presentò un importante fattore nel crescente deflusso di capitali dagli Stati Uniti. L'azione venne confinata alle misure note sotto il termine di "operazione mista", che tendeva a sostenere i saggi a breve senza influenzare quelli a lungo termine. Alcuni osservatori sostennero che lo squilibrio nei pagamenti internazionali richiedeva un mutamento nella combinazione delle misure di politica fiscale e monetaria su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma difficoltà di natura politica ostacolarono, a quanto sembra, un'azione efficace secondo queste linee. La notevole riduzione del disavanzo del conto capitali, che fu registrata nel 1966, allorché veniva perseguita una politica monetaria restrittiva per contrastare l'inflazione all'interno del paese, è una prova che anche in precedenza sarebbe stato possibile ottenere un notevole risultato con questo tipo di politica.

Le autorità applicarono tuttavia controlli più diretti per limitare l'aumento delle esportazioni di capitali. L'imposta di conguaglio degli interessi sugli acquisti di titoli esteri, da parte di residenti americani, entrò in vigore alla metà del 1963 e nel 1965 furono introdotti programmi volontari per limitare il credito bancario all'estero e gli investimenti diretti all'estero delle imprese. Un altro genere di intervento è costituito dalla concessione di più ampi crediti all'esportazione e relative assicurazioni tramite l'Export-Import Bank. E' difficile dire in quale misura questi provvedimenti siano stati di aiuto, non soltanto perchè vi sono sempre dispersioni, ma anche perchè possono avere influito sfavorevolmente sulla fiducia. Comunque sia, essi hanno offerto il quadro per i più ampi e rigorosi controlli annunciati il 1° gennaio 1968.

Negli anni 1961-65 la flessione nelle riserve auree americane è stata, in media, assai minore che nel periodo 1958-60. Questo andamento è da attribuire più agli altri mezzi di finanziamento cui si è fatto ricorso che alla media più bassa del saldo passivo dei conti con l'estero. Data la situazione tesa di allora, altri paesi si sono mostrati riluttanti a convertire riserve di dollari in oro. Dal 1961 al 1965 gli Stati Uniti ricavarono, in complesso, un cospicuo volume di metallo dalle operazioni del Consorzio dell'oro, mentre la Francia, quando modificò la sua politica delle riserve, convertì grandi quantità di dollari in oro presso il Tesoro americano.

Per quanto riguarda gli anni 1966-67, gli effetti negativi della bilancia dei pagamenti, la guerra nel Vietnam e, soprattutto, l'inflazione della domanda da cui è stata accompagnata, sono già stati discussi. E' da sperare che l'eliminazione di questi fattori, nonchè la ripresa dell'attività economica nei paesi dell'Europa continentale contribuiscano a ridurre sensibilmente il saldo passivo dei conti con l'estero.

\* \* \*

La sostenutezza della domanda prevalente negli ultimi mesi del 1967 si è andata accelerando fino a questo momento del 1968. Nel primo trimestre dell'anno, il prodotto nazionale lordo è cresciuto di \$20 miliardi in seguito alla vivace espansione in tutte le principali componenti della domanda finale. Soprattutto la spesa per i consumi ha ripreso a salire rispetto al suo rapporto con il reddito disponibile che, nella seconda metà del 1967, era alquanto inferiore al livello "normale". La situazione inflazionistica è mostrata dal fatto che l'incremento

della produzione reale ha contribuito soltanto per tre quinti all'aumento del prodotto nazionale lordo. La pressione sulle risorse è indicata dalla flessione nella disoccupazione che, in aprile, era scesa al 3,5%, il livello più basso toccato in quindici anni. Nel primo trimestre del 1968, i prezzi ingrosso per i prodotti industriali stavano crescendo con un saggio annuo di oltre il 4,4% e l'incremento dei prezzi al consumo era di poco meno del 4%. A causa dei contratti di lavoro stipulati recentemente, che prevedono salari più elevati, la media dei guadagni orari sta salendo di circa il 6%, su base annuale.

Per l'anno finanziario 1968-69, il disavanzo del bilancio federale diminuirà di \$11,8 miliardi rispetto a quello 1967-68 (in base alla nuova concezione di "bilancio unificato"). In considerazione dei previsti aumenti di \$3,3 miliardi nelle spese per la difesa e di \$5,4 miliardi per la sicurezza sociale, il bilancio globale avrà effetti tali da stimolare l'attività economica. Il punto principale sta però nel fatto che il bilancio si basa su un aumento della tassazione che, nell'anno finanziario 1968-69, dovrebbe provvedere un gettito di circa \$13 miliardi. Senza queste entrate addizionali, il disavanzo di bilancio sarebbe assai superiore a quelli degli anni precedenti. L'atteggiamento di inazione che il Congresso ha assunto circa i proposti aumenti tributari è stato perciò seguito con sorpresa dal resto del mondo. Alla fine di maggio le notizie diramate lasciano supporre che il Congresso approverà una serie di misure fiscali, fra cui aumenti tributari e riduzioni nella spesa pubblica.

Per ragioni interne ed esterne, il Sistema della Riserva federale ha seguito una politica di restrizioni abbastanza rigida e, nei mesi recenti, il saggio d'incremento dei mezzi di pagamento è regolarmente diminuito. Con aumenti dello 0,5% alla volta (il 15 marzo e il 19 aprile), il saggio di sconto è stato portato al 5,5%, il più elevato dal 1929, ciò che ha confermato la tendenza restrittiva nel settore monetario. Sono pure stati modificati i limiti degli interessi che possono venire corrisposti sui certificati di deposito di rilevante entità. La conseguenza di questa situazione è che il rendimento dei buoni del Tesoro è salito dal 5,1% alla metà di marzo al 5,85% verso la fine di maggio, il saggio per i crediti di prim'ordine è stato portato al 6,5% e altri saggi sono stati aumentati in misura analoga. Le restrizioni creditizie sono state applicate con minore rigidità che nel 1966, probabilmente per evitare la disorganizzazione dei mercati del credito. Ma ciò significa anche che esse non hanno conseguito (almeno finora) lo stesso effetto nel contenere il "boom". Una serie troppo ampia di restrizioni monetarie potrebbe avere ripercussioni avverse anche sul piano internazionale, attirando negli Stati Uniti fondi a breve su vasta scala.

Nel primo trimestre del 1968 è stata registrata una ulteriore riduzione dell'avanzo commerciale. I dati statistici per il mese di marzo sono stati particolarmente sfavorevoli, in seguito soprattutto ad una flessione nelle esportazioni, sicché il conto merci ha accumulato un disavanzo di \$158 milioni. L'ulteriore deterioramento della bilancia commerciale viene principalmente attribuito agli effetti negativi delle difficoltà che le forze lavorative hanno sollevato o, si prevede, solleveranno nell'industria del rame, in quella dell'acciaio e nel porto di Nuova York. Tuttavia, l'influenza della domanda interna in eccesso sul commercio estero rappresenta la causa principale della generale debolezza degli scambi americani.

Per il primo trimestre il saldo passivo della bilancia dei pagamenti (sulla base della liquidità) è sceso a \$600 milioni da \$1.850 milioni nell'ultimo trimestre del 1967. Calcolato sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve, il saldo passivo dei primi tre mesi è ammontato a \$520 milioni contro \$1.205 milioni nel quarto trimestre del 1967. Su base annuale, i saldi passivi, sebbene inferiori a quelli registrati nel 1967, sono tuttora cospicui (di \$2,4 miliardi se calcolato sulla base della liquidità e di \$2,1 miliardi se calcolato sulle transazioni inerenti alle riserve).

E' troppo presto per vedere l'effetto delle nuove misure adottate per la bilancia dei pagamenti. La legislazione relativa ai viaggi all'estero non è stata ancora perfezionata dal Congresso e le prospettive di conseguire quest'anno un miglioramento della bilancia commerciale non sembrano promettenti. Quanto ai controlli sui capitali, sono state annunciate alcune messe a punto ed eccezioni, fra cui la piena esenzione per il Canada, con l'intesa che questo paese eviterà che il suo mercato dei capitali venga usato come "ponte" da altri paesi. I dati indicano che le banche stanno riducendo la consistenza dei loro crediti esteri in una misura che si avvicina all'importo di \$400 milioni fissato nel programma e la vigorosa domanda da parte delle imprese americane di fondi all'estero suggerisce che stanno diminuendo le loro uscite di capitali per investimenti diretti. Può anche darsi che i più elevati livelli dei saggi d'interesse in vigore negli Stati Uniti siano in grado di provocare un certo afflusso di fondi. Ad ogni modo, da quando il Consorzio dell'oro ha ritirato il suo sostegno al mercato la posizione del dollaro sui mercati dei cambi è stata piuttosto solida.

In maggio sono stati iniziati a Parigi negoziati che potranno condurre al regolamento della guerra nel Vietnam. Un esito favorevole in questo campo presenterebbe importanti implicazioni per la situazione economica interna ed esterna.

### **L'oro.**

I fattori principali della crisi dell'oro, verificatasi nel 1967-68, sono stati il deterioramento delle posizioni dei pagamenti e delle riserve del Regno Unito e degli Stati Uniti e soprattutto le ripercussioni della svalutazione della sterlina. Ma anche in questo caso gli avvenimenti dello scorso anno possono essere intesi soltanto nel quadro delle tendenze che si sono andate sviluppando diversi anni prima.

Dato che nel quarto trimestre del 1967 la fuga dalla sterlina ha assunto più ampie proporzioni ed è stata intensificata da una massiccia speculazione, anche la domanda di oro da parte del mercato è cresciuta. Mentre normalmente le vendite nette sul mercato ammontavano a circa tre o quattro tonnellate al giorno, esse sono spesso salite al doppio nelle settimane che hanno preceduto la svalutazione. La domanda ha raggiunto livelli senza precedenti nella settimana successiva al 18 novembre e si è notato anche un movimento di conversione di dollari in altre valute. Un elemento che ha contribuito a rendere più intensa la speculazione è stata la rivelazione che fin da giugno la Francia non partecipava più alle forniture di oro con cui il Consorzio sosteneva il mercato. Il 26 novembre 1967, i paesi che

prendono attivamente parte al Consorzio si sono incontrati a Francoforte per esaminare la situazione. Oltre ad annunciare la loro intenzione di continuare a sostenere il mercato dell'oro intorno al prezzo ufficiale, e di mantenere in vigore le parità di cambio esistenti, essi hanno concordato numerose misure destinate ad attenuare le tensioni sul mercato, fra cui quelle per conservare la liquidità sul mercato del l'eurodollaro, per scoraggiare acquisti a termine di oro, per limitare l'acquisto di oro con anticipazioni bancarie e impedire acquisti ufficiali sul mercato.

Così, per un certo tempo, sul mercato è subentrata la calma. I massicci acquisti di oro sono tuttavia ripresi alla metà di dicembre, come conseguenza del timore che il mercato dell'oro di Londra venisse chiuso. La situazione si è fatta di nuovo meno tesa verso la fine di dicembre, in seguito alle rinnovate assicurazioni ufficiali che il prezzo dell'oro e gli accordi riguardanti il mercato non avrebbero subito variazioni. E' possibile farsi un'idea di quanto sia costato al Consorzio, durante questo periodo, mantenere il prezzo di mercato dell'oro a circa \$35,20, osservando che le riserve di oro monetario dei paesi del mondo occidentale (comprese quelle delle istituzioni internazionali) sono diminuite di \$1,4 miliardi nell'ultimo trimestre del 1967.

Il 1968 è incominciato con l'annuncio da parte degli Stati Uniti di un nuovo programma per fronteggiare le difficoltà della bilancia dei pagamenti. Questa dichiarazione ha provocato un'ulteriore attenuazione delle tensioni sul mercato e il prezzo dell'oro è temporaneamente sceso a meno di \$35,14 l'oncia. Dati gli ingenti acquisti effettuati precedentemente, per tutto febbraio è regnata una relativa calma sul mercato, ma al principio di marzo ha avuto inizio un'altra ondata di acquisti di oro. Una nuova dichiarazione dei paesi aderenti al Consorzio dell'oro, al momento della consueta riunione dei governatori delle banche centrali, tenutasi a Basilea il 10 marzo, non ha potuto riportare la calma sul mercato; anzi, nei giorni successivi, le pressioni esercitate dalla speculazione si sono andate accentuando in tale misura che si è deciso di chiudere il mercato dell'oro di Londra venerdì 15 marzo. In tale giorno non sono state effettuate operazioni su oro sul mercato di Zurigo, ma il volume delle transazioni sul mercato di Parigi è stato cospicuo e il prezzo ha superato \$44 l'oncia.

Durante il "week-end" successivo, i governatori delle banche centrali dei paesi che prendono parte attiva al Consorzio dell'oro si sono riuniti a Washington per esaminare la situazione. Nel comunicato pubblicato dopo la riunione si afferma che il "governo degli Stati Uniti continuerà ad acquistare e vendere oro al prezzo attuale di \$35 l'oncia nelle transazioni con le autorità monetarie. I governatori sostengono questa politica e sono del parere che essa contribuirà al mantenimento della stabilità dei cambi." I governatori hanno, inoltre, espresso la convinzione che "l'oro detenuto da organi ufficiali dovrebbe essere utilizzato soltanto per effettuare trasferimenti fra le autorità monetarie" e hanno pertanto concordato di "non fornire più metallo al mercato dell'oro di Londra o a qualsiasi altro mercato dell'oro". Hanno poi aggiunto che "siccome la riserva esistente di oro monetario è sufficiente in vista dell'istituzione della facilitazione consistente nei diritti speciali di prelievo, essi non ritengono più necessario acquistare oro dal mercato. Si sono, infine, dichiarati d'accordo sul fatto di non cedere oro alle autorità monetarie

per sostituire l'oro venduto su mercati privati." Nel comunicato essi invitano anche le altre banche centrali "a cooperare alla misure esposte più sopra".

L'accordo del Consorzio dell'oro per imporre un limite al prezzo di mercato è stato pertanto sospeso; mentre i trasferimenti ufficiali di oro continueranno ad essere effettuati al prezzo di \$35 l'oncia, il mercato sarà lasciato libero di trovare il prezzo d'incontro fra domanda e offerta. La Banca d'Inghilterra decise di tenere chiuso il mercato di Londra per due settimane; quando esso è stato riaperto, il 1° aprile, il prezzo era di \$38 l'oncia. Nel frattempo, su altri mercati, l'oro era stato quotato fra \$37 e 40. Sebbene gli acquisti di natura speculativa siano forse ammontati a circa \$1,5 miliardi, nella seconda metà di maggio il prezzo del mercato aveva superato \$42.

Nel 1967, prima che venissero effettuati gli acquisti speculativi, che hanno portato alle decisioni di Washington, il rapporto fra domanda e offerta di oro è sempre stato sfavorevole. Per quanto riguarda l'offerta, la produzione dei paesi del mondo occidentale si è lievemente ridotta (per la prima volta dal 1953) da \$1.440 a 1.410 milioni; inoltre, per il secondo anno consecutivo, non si sono avute vendite di oro russo. L'offerta globale di oro nuovo è stata perciò la più bassa dal 1960. Nella seconda metà dell'anno, il volume di oro giunto sul mercato è stato poi inferiore alla produzione corrente, in conseguenza del fatto che la bilancia dei pagamenti del Sud Africa aveva realizzato un saldo attivo. In termini quantitativi, la flessione nella produzione dei paesi del mondo occidentale rispetto al 1966 è ammontata a circa un milione di onces; in ciascuno dei tre principali paesi produttori - Sud Africa, Canada e Stati Uniti - la riduzione ha superato 300.000 onces.

Offerta e usi dell'oro.

Voci	1965	1966	1967
	milioni di dollari S.U.		
Produzione di oro . . . . .	1.440	1.440	1.410
Vendite dell'URSS . . . . .	550	—	—
<b>Totale . . . . .</b>	<b>1.990</b>	<b>1.440</b>	<b>1.410</b>
Variazione nelle riserve auree ufficiali dei paesi del mondo occidentale . . . . .	215	— 50	— 1.600
Altri usi . . . . .	1.775 <sup>1</sup>	1.490 <sup>2</sup>	3.010 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Compresi gli acquisti della Cina stimati a \$150 milioni.    <sup>2</sup> Compresi gli acquisti della Cina stimati a \$75 milioni.  
<sup>3</sup> Compresi gli acquisti dei paesi non appartenenti al mondo occidentale stimati a \$200 milioni.

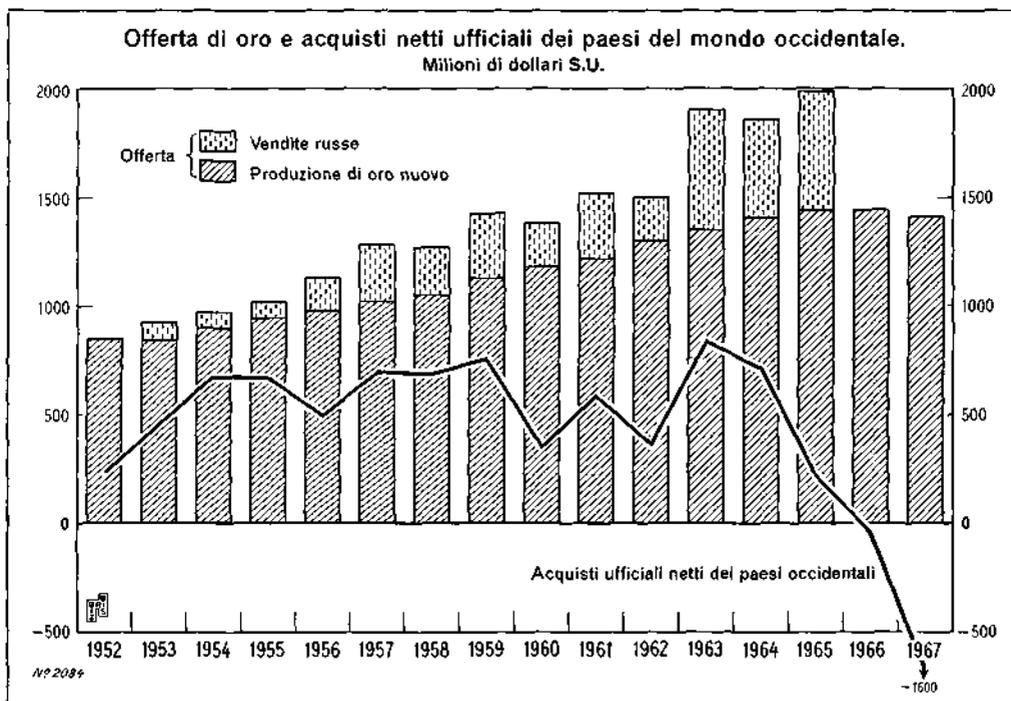
L'assorbimento di oro da parte di coloro che lo utilizzano e lo detengono (escluse le autorità monetarie dei paesi del mondo occidentale) ha superato l'offerta di oro nuovo in ciascun trimestre del 1967. Alla fine di settembre, le riserve auree ufficiali dei paesi del mondo occidentale erano inferiori di \$225 milioni al livello del dicembre 1966 e la contrazione di \$1,4 miliardi, registrata nell'ultimo trimestre, ha portato l'eccedenza di ciò che può essere denominato la domanda del "mercato" sull'offerta a \$1,6 miliardi per tutto l'anno. Durante l'anno, la domanda totale di oro del mercato è stata di \$3 miliardi, cioè approssimativa-

mente il doppio dell'importo per il 1966. Tenuto conto degli acquisti di oro effettuati da parte dei paesi del blocco orientale in entrambi gli anni, si può ritenere che dal 1966 al 1967 la domanda non monetaria dei paesi del mondo occidentale sia raddoppiata, sia cioè passata da \$1,4 a 2,8 miliardi.

Mentre la crisi del mercato dell'oro è maturata nel marzo 1968, e non in un altro momento, essendo legata alla svalutazione della sterlina e al deterioramento della bilancia dei pagamenti americana, resta il fatto che il rapporto di fondo fra offerta di oro nuovo e domanda globale era andato cambiando durante tutto il corso degli anni sessanta. Era pertanto probabile che, prima o poi, la posizione del Consorzio dell'oro sarebbe diventata insostenibile. Le origini del Consorzio risalgono alla crisi dell'oro dell'ottobre 1960, quando la vigorosa domanda di oro fu provocata da acquirenti privati e ufficiali. Siccome, a quel tempo, non esisteva alcun meccanismo per eliminare uno squilibrio temporaneo fra offerta e domanda di mercato, si ebbe come conseguenza che il prezzo del mercato di Londra non poté mantenere l'allineamento col prezzo ufficiale, sicchè alcune transazioni ebbero luogo ad un prezzo di \$40 l'oncia. La causa immediata della crisi fu il cospicuo saldo passivo che la bilancia dei pagamenti americana era andata accumulando dal 1958, accompagnato dall'incertezza circa la futura politica dell'oro degli Stati Uniti. Ma, a quel tempo, la posizione di fondo era costituita dal fatto che ogni anno una parte dell'oro nuovo era disponibile per l'incremento delle riserve monetarie. Lo dimostra la circostanza che, nel 1960, nonostante la crisi di ottobre, le riserve auree ufficiali dei paesi del mondo occidentale si accrebbero di \$310 milioni. L'idea fondamentale del Consorzio dell'oro era quindi quella di agire sulle perturbazioni temporanee che si sarebbero verificate sul mercato, presumendo che, nel corso degli anni, gli acquisti e le vendite avrebbero dato un risultato netto attivo. Nel 1967, la base di questo presupposto aveva perduto molto della sua consistenza, a prescindere dalla situazione particolare che sorse in quell'anno.

La crisi del 1960 si verificò dopo numerosi anni durante i quali il margine di oro nuovo disponibile per scopi monetari non era stato trascurabile. Dal 1954 al 1959, gli incrementi annuali delle riserve auree mondiali ammontarono, in media, a \$650 milioni, cioè a quasi due volte l'importo dei precedenti sei anni. Questa evoluzione fu resa possibile dall'apertura delle miniere aurifere nello Stato libero di Orange e dall'Unione sovietica, la quale si presentò sul mercato come venditrice regolare di oro. Entrambi questi fattori cominciarono a farsi sentire nel 1953, con il risultato che, nel 1959, l'offerta globale di oro nuovo era salita a \$1.425 milioni contro \$925 milioni sei anni prima. In termini di percento ciò rappresenta un incremento del 55%. Nello stesso tempo all'incirca, la domanda non monetaria era, tuttavia, cresciuta del 125%. Si registrò un cospicuo incremento nel 1956, l'anno della crisi di Suez: da \$350 a 640 milioni; ma ancora più importante fu il fatto che, nei tre anni successivi, quando non si verificarono importanti perturbazioni politiche, la domanda non monetaria raggiunse, in media, un livello di poco superiore a \$600 milioni all'anno. Questo fenomeno poneva in rilievo che il movimento di fondo era vigorosamente in ascesa e suggeriva anche che la maggior parte dell'oro acquistato durante la crisi di Suez veniva conservato saldamente.

La crisi dell'oro del 1960 fece nuovamente compiere un balzo all'insù alla domanda non monetaria, che toccò l'importo di \$1.070 milioni. E, come nel periodo posteriore alla crisi di Suez, anche questa volta, passata la crisi, non vi fu alcuna riduzione notevole nella domanda: la media per il quadriennio 1961-64 ammontò a \$1.065 milioni. Questo periodo include il 1962, l'anno della crisi di Cuba; l'importo più basso registrato in questi quattro anni fu quello di \$910 milioni, ossia ancora una volta superiore di oltre un terzo all'ammontare massimo toccato negli anni precedenti il 1960.



Nonostante il livello assai più elevato che la domanda non monetaria raggiunse a partire dal 1960, da quest'anno al 1964 le riserve di oro monetario aumentarono, in media, di \$550 milioni all'anno; esse furono, cioè, soltanto di \$100 milioni al disotto della media per il periodo 1953-59. La produzione dei paesi del mondo occidentale continuò ad espandersi senza interruzione in seguito all'apertura di nuove miniere nel Sud Africa; le vendite russe salirono inoltre a circa \$500 milioni tanto nel 1963 che nel 1964, quando vennero acquistate quantità eccezionali di grano estero. Nel 1964, il totale dell'offerta ammontò a \$1.855 milioni; esso superò, cioè, del 30% il livello del 1959; nello stesso periodo la domanda non monetaria era cresciuta del 70% e il 1964 fu un anno in cui non si ebbero acquisti di natura speculativa sul mercato.

Nel 1965, l'offerta toccò una nuova punta di poco meno di \$2 miliardi; questo importo comprendeva vendite russe per un ammontare senza precedenti di \$550 milioni. Questo risultato fu però offuscato da un incremento di oltre \$600 milioni nella domanda non monetaria, che raggiunse il livello di \$1.775 milioni (compresi acquisti della Cina per \$150 milioni), sicchè rimasero soltanto \$215

milioni disponibili per le riserve monetarie. Poichè le bilance dei pagamenti dei due paesi a moneta di riserva erano contemporaneamente in deficit, all'inizio dell'anno la domanda privata fu stimolata dall'annuncio che per l'avvenire i saldi attivi accumulati dalla Francia sarebbero stati regolati in oro, nonchè dal fatto che il governo francese auspicava il ritorno alla base aurea. Più avanti nell'anno, il conflitto fra India e Pakistan e la guerra nel Vietnam fornirono nuova esca agli acquisti privati.

Nel 1966, la situazione, per quanto riguarda l'offerta, mutò completamente. Per la prima volta dal 1952 non vi furono vendite russe e la produzione dei paesi del mondo occidentale, il cui movimento ascendente si era rallentato già da un anno o due, cessò di crescere del tutto. Perciò, il totale dell'offerta di oro nuovo si ridusse da \$1.990 a 1.440 milioni. Sebbene anche la domanda monetaria fosse inferiore a quella del 1965, essa fu peraltro abbastanza cospicua da provocare una lieve flessione, di \$50 milioni, nelle riserve auree dei paesi del mondo occidentale.

Perciò, nel 1967, la situazione, per quanto riguarda l'oro, era divenuta precaria. In confronto con la posizione di uno o due anni prima, la differenza stava interamente nell'offerta: l'arresto nel movimento ascendente della produzione dei paesi del mondo occidentale e l'assenza delle vendite russe. Considerata in una prospettiva a più lungo respiro, però, la ragione principale della mutata situazione era che la domanda non monetaria di oro era cresciuta in misura imponente: dal 1956 era infatti più che raddoppiata, superando di quasi il 50% il livello del 1960.

Dal punto di vista concettuale, la domanda privata può venire suddivisa in tre categorie: consumi per uso industriale, risparmi o investimenti sotto forma di oro che, insieme al risparmio nella forma tradizionale, possono includere cospicui tesoreggiamenti di metallo per proteggersi contro particolari rischi valutari, nonchè speculazione a più breve termine per approfittare di possibili aumenti del prezzo del metallo o di limitate disponibilità di oro nuovo o anche per proteggersi contro queste eventualità. La sola distinzione di natura statistica che in alcuni paesi è possibile fare è quella fra consumi dichiarati per uso industriale, da una parte, e il resto della domanda non monetaria, dall'altra. I dati meno insoddisfacenti concernenti i consumi per uso industriale sono quelli noti per dodici paesi a redditi elevati. Da essi si può rilevare che dal 1956 al 1966 tali consumi sono aumentati, approssimativamente, di tre volte: da circa \$170 milioni all'anno a poco più di \$500 milioni. Questo andamento può essere spiegato, in parte, in termini di redditi crescenti, soprattutto per quanto concerne i gioielli e, in parte, con i nuovi impieghi di oro nell'industria elettronica e in quella del volo spaziale. Ma l'entità dell'incremento suggerisce che il prezzo fisso dell'oro, in contrasto con la generale tendenza ascendente dei prezzi, ha pure svolto una funzione nella domanda crescente. Si può valutare che, in questo periodo, il totale dei consumi per uso industriale nei paesi del mondo occidentale sia passato da \$250 a 750 milioni.

Se si presume che, dal 1956 al 1966, i consumi per uso industriale sono approssimativamente triplicati, la domanda privata non industriale è cresciuta di cinque volte dal 1955 al 1966, passando da \$150 a 750 milioni. La maggior parte dell'incremento si è verificato in quattro momenti di forte tensione: il primo si

ebbe nel 1956, al tempo della crisi di Suez, il secondo nel 1960, quando il prezzo di mercato spezzò tutte le barriere, il terzo nel 1962, l'anno della crisi di Cuba e il quarto nel 1965. Tutti questi movimenti ascendenti furono causati da importanti avvenimenti politici o finanziari. E benchè siano stati tutti seguiti da qualche reazione, in ciascun caso la domanda è rimasta ad un livello sensibilmente superiore a quello di prima. Ciò significa non soltanto che buona parte dell'oro acquistato durante ognuna delle crisi è stata conservata sotto forma di risparmio, ma anche che ciascuna crisi successiva ha spinto il risparmio sotto forma di oro o la tendenza a proteggersi con gli acquisti di metallo ad un livello permanentemente più elevato.

Riassumendo si può dire che, dalla metà degli anni cinquanta alla metà degli anni sessanta, gli acquisti speculativi a breve non hanno svolto un'importante funzione nella domanda non monetaria di oro; si trattò, in ampia misura, di incrementi determinati dalla domanda di metallo per uso industriale e per scopi di risparmio. E nel 1966 questa domanda, che non era rimasta insensibile alla stabilità del prezzo dell'oro e alla persistente contrazione delle riserve auree americane, è giunta ad assorbire quasi tutta la produzione corrente dei paesi del mondo occidentale. Perciò, quando, verso la fine del 1967 e nel primo trimestre del 1968, la domanda di natura speculativa è diventata assai intensa, essa ha dovuto essere fronteggiata interamente con oro prelevato dalle riserve dei paesi aderenti al Consorzio dell'oro. Siccome non esistevano mezzi pratici per mantenere il prezzo di mercato, conservando il libero accesso al mercato in perpetuo, mancava anche la possibilità di ridurre la domanda del mercato al suo livello pre-crisi. Non è, quindi, affatto sorprendente che il Consorzio dell'oro abbia deciso di sospendere le sue operazioni.

\* \* \*

Da quando, sul piano monetario e dei pagamenti internazionali, si sono verificati questi drammatici avvenimenti, il tempo trascorso è stato troppo breve perchè si possano vedere con chiarezza le prospettive dei prossimi anni. Tanto più che l'importante innovazione rappresentata dai diritti speciali di prelievo in seno al F. M. I. è stata recentemente perfezionata e sottoposta all'approvazione dei governi. Questo nuovo strumento di liquidità, descritto nel capitolo IV della presente Relazione, offre notevoli promesse di maggiore flessibilità per il sistema monetario internazionale. Per un successo più duraturo i diritti speciali di prelievo dovranno tuttavia essere utilizzati in modo che sia assicurata la loro generale accettabilità.

## II. GLI SVILUPPI NELL'EUROPA CONTINENTALE, NEL CANADA E NEL GIAPPONE.

Nel 1967, per il terzo anno consecutivo, è diminuito nei paesi occidentali dell'Europa continentale il ritmo di sviluppo della produzione reale. Come negli Stati Uniti, il rallentamento va attribuito all'azione deliberata svolta nell'anno precedente per contenere le pressioni inflazionistiche a mezzo, principalmente, di misure restrittive di politica monetaria. Tranne che in pochi paesi quali la Svezia, la Danimarca e forse, in certa misura, la Germania ed i Paesi Bassi, le preoccupazioni relative alla bilancia dei pagamenti non hanno assunto molta importanza. In genere, il problema dell'inflazione è stato avvertito piuttosto acutamente in ogni paese all'infuori dell'Italia e della Francia. La Germania che, fra tutti, ha adottato le più decise misure antinflazionistiche, ha dovuto subire lo scorso anno, per la prima volta dalla fine della guerra, un serio periodo di recessione.

Nel corso del 1967 una situazione monetaria meno tesa è stata ristabilita in tutti i paesi occidentali del Continente europeo ed un certo numero di essi ha anche cercato di ravvivare l'attività economica mediante provvedimenti di politica fiscale. A tale riguardo, un posto preminente spetta alla Germania dove, in autunno, si è avuta una rapida ripresa. Dalla fine dell'anno l'attività economica — incoraggiata in larga misura dal persistere di politiche monetarie intese ad agevolare — si è andata sviluppando ad un ritmo abbastanza soddisfacente in quasi tutti i paesi.

Nei paesi dell'Europa orientale, esaminati nelle pagine 86-88, è stata ormai arrestata la tendenza del saggio di sviluppo dell'economia a decrescere, che si era manifestata all'inizio degli anni sessanta, ed i risultati dell'attività industriale sono stati particolarmente buoni. In Jugoslavia, peraltro, il processo di espansione economica è stato interrotto dalle restrizioni monetarie introdotte per contenere l'aumento inflazionistico dei redditi.

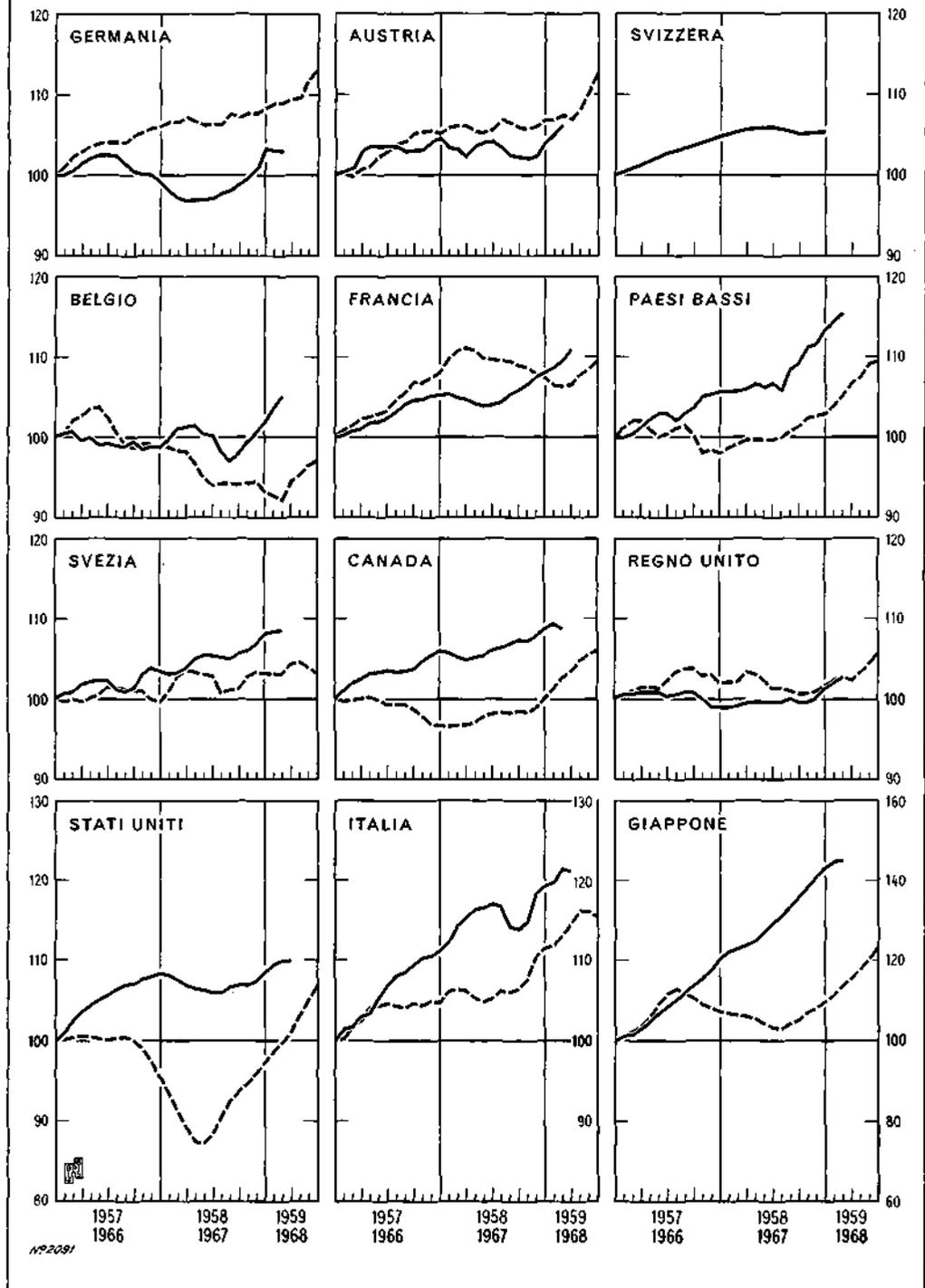
In Canada, dall'inizio del 1967, il saggio d'incremento della produzione non è stato sufficiente ad assorbire le crescenti forze di lavoro. Poichè, tuttavia, i salari ed i prezzi hanno continuato a lievitare in misura eccessiva, si è reso necessario un inasprimento della politica monetaria e fiscale. Un analogo orientamento si è altresì reso indispensabile in Giappone, dove l'espansione economica interna, pervenuta ad uno stadio avanzato, ha determinato il formarsi di un considerevole saldo passivo nei conti con l'estero.

### **Produzione, salari e prezzi.**

Gli avvenimenti che, lo scorso anno, hanno caratterizzato la produzione e l'occupazione nei paesi dell'Europa continentale si sono svolti attraverso due fasi distinte: un rallentamento, o anche addirittura una flessione, sino all'estate, seguiti poi da una graduale ripresa che ha acquistato slancio intorno al volgere dell'anno.

**Produzione industriale.**  
Medie mobili non centrate di dati mensili rettificati.

----- 1957-59      ——— 1966-68



La prima fase ha fatto segnare il più pronunciato rallentamento che si sia verificato dalla recessione del 1957-58. E' pertanto utile confrontare le tendenze manifestatesi nella produzione dei vari paesi nel corso dei due periodi: il grafico alla pagina precedente pone a raffronto l'andamento della produzione industriale del 1966-68 con quello del 1957-59.

Il regresso nella produzione del 1966-67 non è stato, in genere, acuto ed ampio come quello verificatosi nel precedente periodo considerato. La più vistosa eccezione è costituita dalla Germania, la quale aveva accusato soltanto un modesto peggioramento nel saggio di espansione nel 1957-58; anche in Austria, e probabilmente in Svizzera, il ritmo meno rapido è stato più pronunciato che non nel primo periodo.

Per contro, il rallentamento produttivo francese è stato molto più limitato che nel 1958, quando la recessione si era presentata come reazione alla forte espansione inflazionistica del precedente biennio. Così pure in Belgio, la crisi che ha colpito la produzione dall'inizio del 1966 all'estate del 1967 è stata decisamente meno acuta che non nel 1957-58. In Italia, dove nel precedente periodo lo sviluppo della produzione industriale si era arrestato, e nei Paesi Bassi, dove si era addirittura ridotto nel corso del 1957, l'espansione economica si è mantenuta molto vivace nel biennio 1966-67. In Svezia, in ciascuno dei due periodi considerati, il ritmo produttivo si è invece appena scostato dal suo andamento espansionistico.

La produzione del Canada, dopo una leggera flessione intervenuta nel corso dell'inverno, ha ripreso ad aumentare dall'aprile del 1967 in poi, mentre quella giapponese si è rapidamente sviluppata per tutto il periodo.

Per quanto riguarda i paesi dell'Europa continentale, la svolta si è verificata nell'estate del 1967. In quel momento, in cui anche negli Stati Uniti e nel Canada l'attività economica aveva iniziato il suo movimento ascendente, si è messa in moto la ripresa dell'economia tedesca. La produzione ha assunto un ritmo ascendente in Francia e fortemente accelerato nei Paesi Bassi: con un certo intervallo, anche altri paesi hanno registrato incrementi produttivi. Tra la fine del 1967 e l'inizio del 1968, la produzione industriale della maggior parte dei paesi aveva ormai raggiunto livelli ben superiori a quelli conseguiti un anno prima.

Il diverso andamento della produzione del 1967 si è anche generalmente rispecchiato nel movimento dei salari e dei prezzi. Sebbene la mancanza di dati confrontabili renda difficile un giudizio definitivo, nei paesi dove più forte è stato il rallentamento produttivo pare si siano sensibilmente attenuate le pressioni inflazionistiche sui prezzi e sui salari. A partire dal periodo che sta tra la fine del 1966 e l'inizio del 1967, l'aumento dei guadagni orari in Germania e in Austria è stato manifestamente meno rapido che per il passato: altrettanto si può dire nel caso del Belgio e della Svezia. Per quanto riguarda gli altri paesi, sono disponibili in modo regolare i soli dati relativi ai saggi salariali, peraltro meno indicativi dei guadagni in merito alle variazioni della domanda e della produzione. In Svizzera, i saggi suddetti sono cresciuti alquanto più lentamente nel 1967, mentre in Francia, nonostante l'arresto dell'attività produttiva, essi hanno continuato regolarmente a salire. In Italia e nei Paesi Bassi, dove lo sviluppo della produzione si è mante-

Mercato del lavoro, salari e prezzi.

Paesi	Disoccupazione <sup>1</sup>			Salari <sup>2</sup>			Prezzi al consumo		
	Giugno 1966	Giugno 1967	Dicembre 1967	Giugno 1966	Giugno 1967	Dicembre 1967	Giugno 1966	Giugno 1967	Marzo 1968
	migliaia			saggio di variazione riferito a 12 mesi, in percento					
Austria . . . . .	71	73	72	6,2	7,1	3,8	- 1,1	1,3	3,1
Belgio . . . . .	61	88	96	10,3	6,3	6,1	5,0	2,1	2,9
Danimarca . . . . .	19	32	26	12,0	8,6	8,9	5,9	4,9	10,4
Finlandia . . . . .	43	48	54	7,3	8,5	.	3,6	4,8	7,3 <sup>4</sup>
Francia . . . . .	145	198	226	5,9	5,9	6,1	1,2	2,4	3,8
Germania . . . . .	157	624	408	6,6	2,1	2,4 <sup>3</sup>	3,4	1,5	1,2
Italia . . . . .	790	631	654	2,8	4,3	3,4	2,0	2,0	1,7
Norvegia . . . . .	10	13	12	4,7	8,3	7,1	2,4	5,4	4,4
Paesi Bassi . . . . .	40	98	80	11,0	5,5	7,1	5,7	3,8	4,6
Portogallo . . . . .	.	.	.	6,4	10,0	14,8	3,6	3,3	6,7
Regno Unito . . . . .	341	627	584	5,1	2,7	5,1	3,9	2,4	3,4
Spagna . . . . .	103	128	178	15,3	13,2	.	7,4	5,0	6,4 <sup>4</sup>
Svezia . . . . .	23	40	40	5,8	12,8	7,3	7,7	4,2	2,1
Svizzera . . . . .	—	—	—	6,1	5,4	5,2	4,8	4,3	3,4
Canada . . . . .	259	326	363	5,7	7,2	8,2	3,4	3,5	4,6
Giappone . . . . .	410	450	640	10,3	12,2	12,2	5,3	2,4	5,2
Stati Uniti . . . . .	2.938	3.090	2.901	3,8	4,1	5,1	2,5	2,7	3,9

<sup>1</sup> Dati rettificati su base stagionale, eccetto che per la Finlandia e la Spagna. <sup>2</sup> Guadagni. Saggi salariali nel caso di Francia, Italia, Paesi Bassi, Svizzera e Regno Unito. <sup>3</sup> Ottobre. <sup>4</sup> Febbraio.

nuto elevato durante la maggior parte dell'anno, la tendenza all'aumento dei saggi salariali è rimasta praticamente invariata. In Canada ed in Giappone, l'incremento dei guadagni si è invece sviluppato, per l'intero anno, ad un saggio troppo elevato.

All'incirca durante tutto lo scorso anno, in alcuni paesi dell'Europa continentale i prezzi al consumo sono aumentati quasi con lo stesso ritmo o persino più rapidamente che nei dodici mesi precedenti il giugno 1966. Fa nettamente eccezione la Germania, dove l'indice dei prezzi nel dicembre 1967 è risultato superiore di meno di un punto al livello di un anno prima. Anche in Svizzera e Svezia l'aumento verificatosi nei dodici mesi precedenti il marzo 1968 è stato inferiore rispetto al passato. In Francia, la lievitazione dei prezzi al consumo si è accelerata nella seconda metà del 1967 in conseguenza dei maggiori oneri per la sicurezza sociale e dell'aumento dei prezzi dei servizi pubblici. Inoltre, l'estensione al commercio al dettaglio dell'imposta sul valore aggiunto ha determinato l'aumento dell'indice intorno al volgere del 1967: analogo è stato il caso della Germania, quando, all'inizio del 1968, il sistema dell'imposta sul valore aggiunto è stato sostituito all'imposta sugli scambi. In Danimarca, circa metà dell'aumento del 10% accusato dai prezzi nei dodici mesi fino al marzo 1968 va ascritta alla più elevata incidenza dell'imposizione indiretta.

In Giappone, in presenza di un'economia approssimatasi al pieno impiego, il saggio di incremento dei prezzi è rapidamente salito ad oltre il 5%. Anche in Canada l'aumento dei prezzi è stato alquanto superiore a quello del 1966, nonostante il rallentato saggio dell'attività economica.

### **Le variazioni della domanda.**

Nel 1967, l'aumento in termini reali del prodotto nazionale lordo dei principali paesi dell'Europa continentale è stimato pari al 2,9 % rispetto al 3,7 % del 1966 ed al 4,5 % del 1965. Contemporaneamente a questa diminuzione del saggio di sviluppo dell'economia, il miglioramento del saldo della bilancia commerciale e dei servizi indica inoltre come le pressioni della domanda siano state minori che altrove. Per quanto riguarda la domanda interna, la contrazione maggiore si è verificata nel saggio d'incremento degli investimenti fissi e particolarmente di quelli in impianti ed attrezzature. Anche l'espansione dei consumi privati è decisamente diminuita in misura ancor maggiore, in effetti, di quanto non sia avvenuto per i consumi pubblici i quali, in alcuni paesi, sono stati utilizzati come volano per sostenere o riattivare la domanda globale.

Alla recessione tedesca è in gran parte dovuto, come prima si è accennato, il rallentato ritmo espansivo registrato nel 1967 dall'economia dei paesi dell'Europa continentale. In tre dei paesi minori confinanti con la Germania — Austria, Belgio e Svizzera — la produzione è cresciuta, in termini reali, di non più dell'1,5-2,5 %. Caratteristica comune a tutti e quattro i paesi è stata l'evoluzione degli investimenti fissi: questi si sono bruscamente ridotti in Germania, mentre negli altri tre hanno accusato modeste variazioni positive o negative. In Francia, per contro, grazie ai più cospicui investimenti fissi e consumi pubblici che hanno compensato la diminuzione delle esportazioni e dei consumi privati, il saggio globale di sviluppo dell'economia, pari al 4,2 %, è stato appena inferiore a quello del 1966.

La produzione, in termini reali, dell'Italia, dei Paesi Bassi e dei paesi scandinavi è stata lo scorso anno effettivamente — ed in alcuni casi considerevolmente — maggiore che nel 1966. Una delle principali ragioni di tale sviluppo va ricercata nel forte saggio di incremento dell'edilizia residenziale: fanno eccezione l'Italia e la Finlandia, dove i crescenti investimenti in impianti ed attrezzature ed il sensibile aumento delle esportazioni hanno costituito, rispettivamente, i fattori preminenti. Un altro elemento propulsore della domanda, sempre con l'eccezione dell'Italia, è stata l'accelerazione impressa ai consumi pubblici, mentre praticamente nullo è stato invece l'apporto di quelli privati: nel caso di Paesi Bassi, Norvegia e Svezia questi ultimi si sono mantenuti al disotto dello sviluppo del prodotto reale.

In Canada, la minor espansione del prodotto nazionale reale, passata dal 6,5 % del 1966 al 2,8 % del 1967, è stata praticamente uguale a quella degli Stati Uniti. Peraltro, diversamente che in quest'ultimo paese, è cresciuta solo moderatamente la spesa relativa ai consumi delle autorità pubbliche e sono diminuiti gli investimenti in impianti ed attrezzature. Il livello della domanda è stato, comunque, sostenuto tanto dall'aumento delle esportazioni quanto da un incremento abbastanza cospicuo dei consumi privati.

In Giappone, il prodotto reale si è, nel 1967, rapidamente ed ulteriormente sviluppato sotto la spinta della forte espansione degli investimenti. La conseguente accelerazione delle importazioni, verificatasi in coincidenza con una recessione sui mercati esteri, ha pertanto provocato il brusco deterioramento del saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

**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	Impianti e attrezzature	Abitazioni			
percentuali									
Austria . . . . .	1965	5,0	— 1,2	5,0	5,8	1,0	6,4	11,6	2,3
	1966	4,7	3,6	7,1	8,3	0,7	6,6	10,6	4,6
	1967	3,3	3,3	0,4	0,7	— 1,5	5,7	2,7	2,5
Belgio . . . . .	1965	4,1	6,9	3,3	4,6	0,6	8,2	7,5	3,5
	1966	2,9	6,7	5,6	10,4	— 7,8	3,8	7,9	2,7
	1967	1,8	6,0	1,2	.	.	5,5	2,5	2,7
Danimarca* . . . . .	1965	4,0	4,1	4,9	4,2	7,6	8,1	7,3	4,5
	1966	2,9	5,4	3,0	3,3	1,8	3,5	5,5	1,9
	1967	3,4	5,8	7,1	5,9	13,0	5,6	6,6	3,4
Finlandia . . . . .	1965	5,4	5,3	10,7	11,2	8,9	4,4	8,2	5,2
	1966	4,2	3,9	1,0	— 0,2	5,1	7,4	4,6	2,4
	1967	4,0	4,0	— 2,0	— 2,3	— 1,5	5,0	— 2,0	3,0
Franca . . . . .	1965	4,0	3,7	6,8	4,1	9,9	11,3	3,6	4,2
	1966	4,7	3,5	5,8	8,6	0,1	7,0	11,1	4,9
	1967	4,0	4,5	6,9	.	.	3,4	5,4	4,2
Germania . . . . .	1965	6,4	6,9	6,6	7,7	0,1	7,7	15,2	5,6
	1966	3,5	1,0	0,2	— 0,1	2,5	10,8	2,7	2,3
	1967	0,6	3,2	— 7,7	— 7,2	— 10,0	9,2	— 0,4	— 0,1
Italia . . . . .	1965	2,2	3,6	— 8,4	— 9,5	— 6,2	20,8	1,9	3,5
	1966	5,9	3,5	3,4	5,9	— 1,3	13,2	13,7	5,7
	1967	6,1	2,7	10,1	13,1	4,1	6,0	10,5	5,9
Norvegia* . . . . .	1965	3,5	8,0	10,3	11,1	5,5	7,1	9,4	6,2
	1966	4,2	3,0	5,9	6,1	4,5	7,7	8,9	3,9
	1967	4,1	4,9	8,6	8,4	9,9	11,1	12,0	4,3
Paesi Bassi . . . . .	1965	7,2	— 0,1	5,1	3,6	11,5	7,7	6,6	4,7
	1966	2,7	2,8	6,8	6,6	7,3	5,8	7,7	2,5
	1967	4,3	5,0	6,8	5,3	12,8	6,5	4,2	4,8
Svezia* . . . . .	1965	4,5	6,4	3,5	3,6	3,2	4,0	11,5	3,7
	1966	1,7	5,9	5,9	8,5	— 2,0	5,4	2,9	2,9
	1967	2,8	6,5	6,7	4,1	15,6	6,4	4,6	3,6
Svizzera . . . . .	1965	3,7	0,8	— 1,6	— 1,4	— 4,5	12,0	3,1	4,3
	1966	2,3	5,4	— 0,4	— 0,2	— 4,8	6,2	3,5	2,8
	1967	2,0	2,5	— 1,4	— 1,2	— 2,0	3,3	2,2	1,6
<b>Totale . . . . .</b>	1965	4,5	5,3	3,5	3,8	2,6	9,8	8,2	4,5
	1966	4,0	3,2	3,2	4,0	0,6	8,4	6,9	3,7
	1967	3,0	4,0	1,4	1,8	0,0	6,6	3,9	2,9
Regno Unito . . . . .	1965	1,7	3,4	4,0	4,4	2,1	6,0	2,8	2,3
	1966	1,9	3,7	1,5	2,5	— 3,2	3,0	2,6	1,6
	1967	2,0	4,4	5,4	4,5	8,9	— 2,0	4,1	1,0
Stati Uniti . . . . .	1965	6,6	1,8	8,7	13,2	— 4,8	2,7	11,7	6,1
	1966	4,9	9,8	4,4	9,2	— 12,7	8,8	15,6	5,8
	1967	2,9	13,3	— 0,6	0,3	— 4,8	4,2	6,9	2,6
Canada . . . . .	1965	6,0	3,4	12,2	14,7	0,3	5,7	13,0	6,9
	1966	5,1	10,4	13,0	16,1	— 3,9	12,3	12,9	6,5
	1967	4,8	2,3	— 1,7	— 2,0	0,5	9,9	4,9	2,8
Giappone . . . . .	1965	6,2	1,6	2,2	— 0,5	17,1	23,6	7,1	3,7
	1966	8,4	7,8	9,5	9,9	7,2	16,0	12,1	10,7
	1967	9,4	10,1	21,7	22,6	17,3	7,8	23,6	13,7

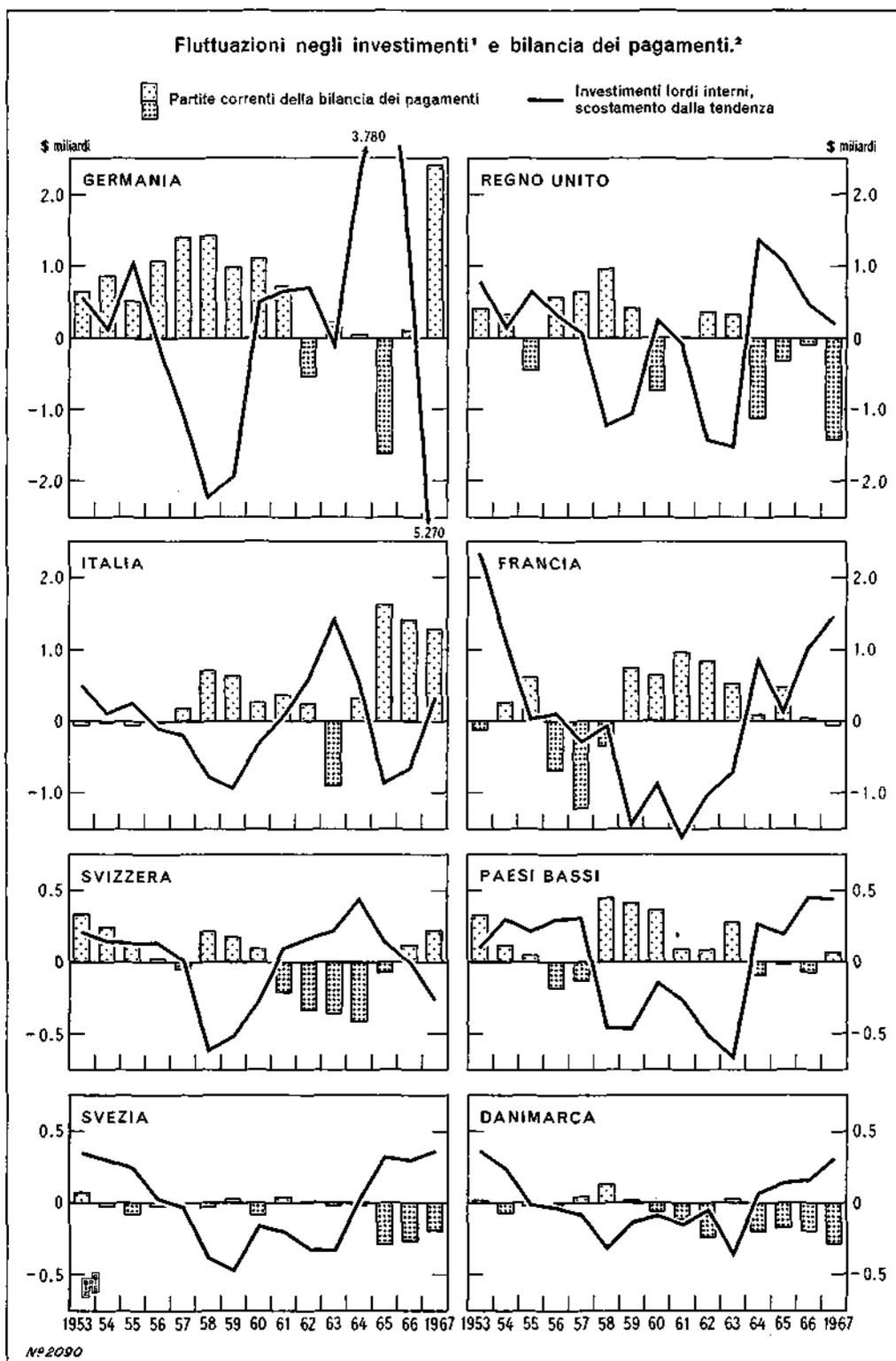
\* Nel caso di Danimarca, Norvegia e Svezia, i dati ufficiali relativi agli investimenti interni comprendono le spese di manutenzione e riparazione, escluse dai dati sopra riportati.

Nel 1967, il più importante fattore, all'origine delle variazioni prodottesi nelle partite correnti dei vari paesi dell'Europa occidentale, sembrerebbe essere stato il diverso saggio registrato dai rispettivi investimenti interni. Non deve sorprendere che analoga considerazione sembri applicarsi all'andamento degli ultimi quindici anni. La ragione sta, in primo luogo, nel comportamento incostante degli investimenti, tanto in capitali fissi quanto in scorte, che tendono a fluttuare più di ogni altra componente della domanda interna e quindi anche più del risparmio nazionale. Un incremento degli investimenti interni tende perciò di solito ad essere accompagnato da maggiori importazioni e minori esportazioni. Naturalmente, la questione non è sempre così semplice, in quanto l'andamento della bilancia dei pagamenti può talvolta dipendere in maggior misura da altri fattori, quali il livello e la composizione della domanda estera, le condizioni di bilancio del settore pubblico, gli spostamenti nella distribuzione del reddito interno e la maggiore o minore adeguatezza del cambio.

Come si può vedere dal grafico alla pagina seguente, in Germania le variazioni nel saggio degli investimenti sono state del tutto simili a quelle del Regno Unito per durata, ma non per ampiezza. Durante il triennio 1956-58, quando il suddetto saggio è rallentato in entrambi i paesi, le rispettive partite correnti hanno registrato avanzi considerevoli. Nel 1959-60, mentre gli investimenti sono aumentati in entrambi i paesi, la Germania ha conservato la propria eccedenza, ma il Regno Unito è passato ad un cospicuo disavanzo. Successivamente comunque, la rivalutazione del 1961 in Germania e la netta riduzione che, nel periodo 1961-63, il Regno Unito ha apportato al saggio degli investimenti hanno condotto entrambi i paesi, intorno al 1963, ad avere posizioni simili nelle rispettive partite correnti. Dal 1963 al 1964, la progressiva formazione di un ampio disavanzo è stata accompagnata, nel Regno Unito, da una forte ripresa degli investimenti mentre, in Germania, tale ripresa si è distribuita nel corso di due anni, dando luogo ad un disavanzo solamente nel 1965. A partire da quest'ultimo anno, il saggio si è ridotto in Germania molto più che nel Regno Unito e l'ampio saldo attivo verso l'estero accumulato dalla Germania è certamente connesso a questo fatto. Nonostante le generali misure restrittive adottate in precedenza, nel 1967 gli investimenti effettuati dal settore pubblico hanno determinato nel Regno Unito un livello relativamente elevato di spese in conto capitali.

Gli avvenimenti verificatisi in Italia ed in Svizzera hanno presentato un andamento sostanzialmente analogo a quello tedesco. Nel triennio 1958-60, quando il saggio degli investimenti era inferiore alla tendenza di lungo periodo, gli avanzi verso l'estero si sono mantenuti. Tuttavia, quando tale saggio è cresciuto essi sono proporzionalmente diminuiti per dare infine luogo a considerevoli deficit. All'incirca dal 1964 in poi, il ritmo di sviluppo degli investimenti è notevolmente diminuito in entrambi i paesi, determinando il rapido ritorno a posizioni creditorie verso l'estero. La situazione ha cominciato di nuovo a invertirsi in Italia nel 1965 e nel 1967 gli investimenti sono tornati alla loro tendenza di lungo periodo.

La serie dei cospicui avanzi, registrati dalla Francia nelle partite correnti dal 1959 al 1963, si è manifestata in concomitanza con un livello degli investimenti ben al disotto del loro andamento di lungo periodo. A partire dal 1964 in poi, eccezion fatta per un temporaneo capovolgimento intervenuto nel 1965, la Francia



<sup>1</sup> Investimenti lordi interni a prezzi correnti, espressi sotto forma di scostamenti dalla tendenza del periodo 1953-67, rappresentata dalla linea zero. <sup>2</sup> Partite correnti della bilancia dei pagamenti in valori assoluti.

ha mantenuto un più alto saggio di espansione degli investimenti, accompagnato dal ritorno ad un quasi equilibrio nei conti con l'estero. Durante questo periodo gli investimenti pubblici sono stati incoraggiati al fine di compensare l'insufficienza di quelli privati, mentre il sottostante saggio di risparmio è stato stimolato mediante il consolidamento della situazione del bilancio pubblico. Analogamente, i Paesi Bassi hanno conseguito avanzi verso l'estero in tutti gli anni che vanno dal 1958 al 1963, quando gli investimenti erano inferiori alla tendenza. Dal 1964, sebbene le misure di politica economica si siano ispirate all'obbiettivo di mantenere un saldo attivo, il più elevato saggio di sviluppo degli investimenti è stato di solito accompagnato da un disavanzo.

In Svezia ed in Danimarca, come in Francia e nei Paesi Bassi, dal 1964 il livello degli investimenti si è mantenuto al disopra della tendenza di lungo periodo. In Danimarca, l'avvio ad un più elevato saggio degli investimenti sembra risalire, lasciando da parte il 1963, al 1958. In sette degli otto anni trascorsi dal 1960, le partite correnti hanno registrato disavanzi. Per quanto riguarda la Svezia, la serie di cospicui disavanzi ha avuto inizio nel 1965, in connessione con la rapida espansione degli investimenti cominciata nel 1964.

Se, peraltro, gli investimenti interni e la bilancia dei pagamenti sembrano essere spesso strettamente correlati, meno ovvie sono le conseguenze che la politica economica potrebbe trarne. In primo luogo, gli investimenti comprendono non solo la spesa per i capitali fissi, ma anche le scorte, le quali sono più strettamente collegate alle variazioni del livello della domanda globale. Secondariamente, la correlazione non implica di necessità che la soluzione di un saldo passivo della bilancia dei pagamenti possa essere senz'altro trovata nel ridurre il saggio degli investimenti fissi. La Francia, per esempio, con il rafforzare la propria situazione di bilancio dagli ultimi mesi del 1963 al 1965, ha potuto aumentare il risparmio interno e gli investimenti senza creare squilibri nella bilancia dei pagamenti. Inoltre, uno sviluppo degli investimenti eccessivamente rapido non comporta l'inasprimento delle restrizioni monetarie piuttosto che fiscali. Queste ultime, comprimendo la domanda finale ed aumentando, inoltre, il risparmio nazionale, possono, a lungo periodo, contribuire a mantenere un più elevato saggio d'incremento degli investimenti. Ciò che invece la suddetta correlazione suggerisce è che i paesi devono sforzarsi di contenere il più possibile le variazioni del saggio di espansione degli investimenti entro i limiti del risparmio disponibile.

#### **Saggi d'interesse e flussi di fondi.**

Fino a che la Germania non ha dato l'avvio ad una politica monetaria meno restrittiva, a partire dall'inizio del 1967, gli altri paesi dell'Europa continentale hanno esitato ad adottare analoghe misure. Da gennaio a maggio, la Bundesbank, incoraggiata dalle riduzioni effettuate dagli Stati Uniti, dal Canada e dal Regno Unito, ha diminuito, in fasi successive, complessivamente del 2% il saggio ufficiale di sconto. Da gennaio fino all'autunno anche il Belgio (1,25%), la Svezia (1%), l'Austria (0,75%), i Paesi Bassi e la Svizzera (0,50%), hanno ribassato i rispettivi saggi ufficiali. In Francia ed in Italia, come già in precedenza, la politica monetaria è rimasta orientata ad agevolare.

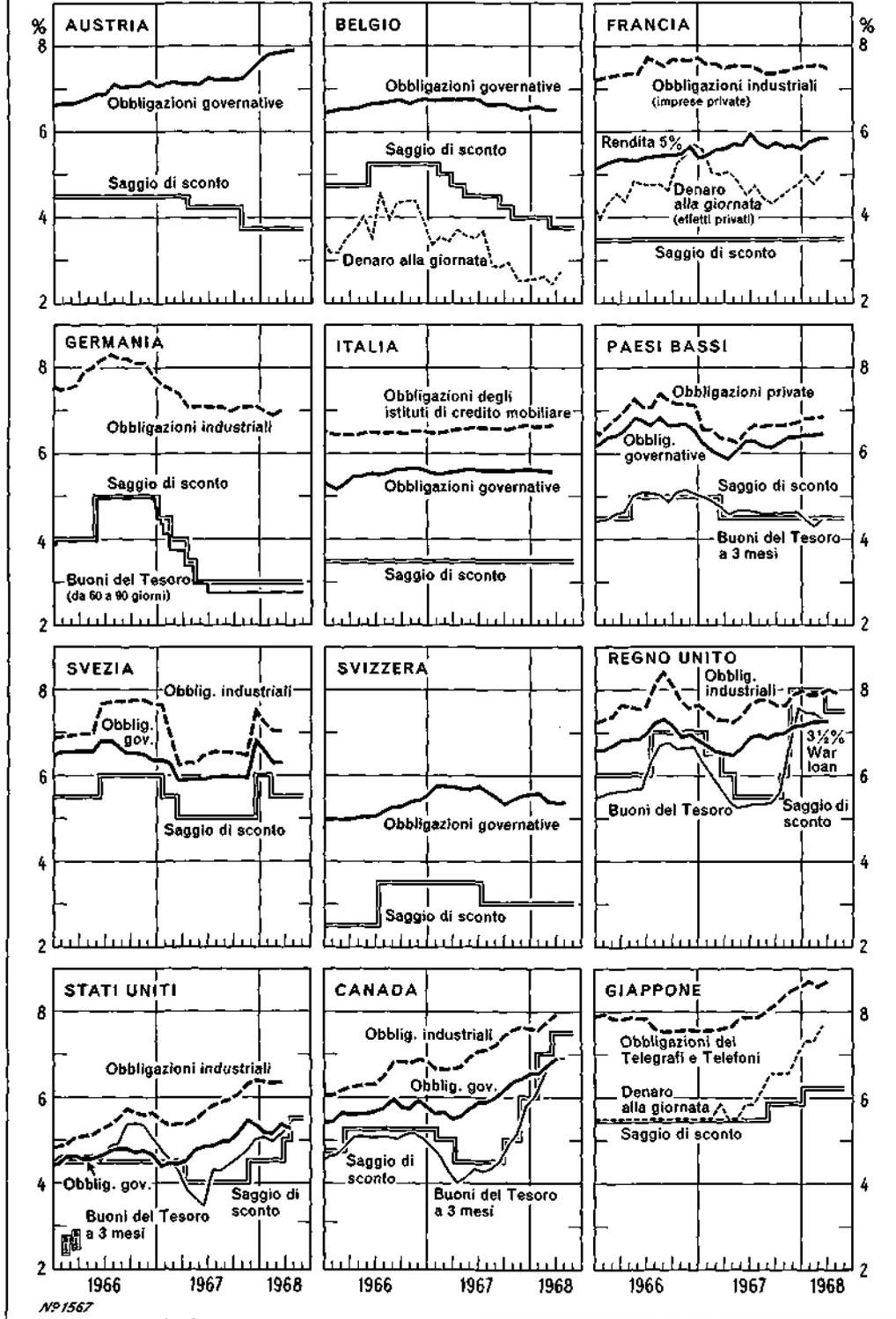
Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1965.

Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto %	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto %	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto %
<b>Austria</b>		<b>Germania</b>		<b>Regno Unito</b>	
27 giugno 1963 . . . . .	4 ½	5 maggio 1961 . . . . .	3	23 novembre 1964 . . . . .	7
18 aprile 1967 . . . . .	4 ¼	22 gennaio 1965 . . . . .	3 ½	3 giugno 1965 . . . . .	6
26 ottobre 1967 . . . . .	3 ¾	13 agosto 1965 . . . . .	4	14 luglio 1966 . . . . .	7
		27 maggio 1966 . . . . .	5	26 gennaio 1967 . . . . .	6 ½
<b>Belgio</b>		6 gennaio 1967 . . . . .	4 ½	16 marzo 1967 . . . . .	6
3 luglio 1964 . . . . .	4 ¾	17 febbraio 1967 . . . . .	4	4 maggio 1967 . . . . .	5 ½
2 giugno 1966 . . . . .	5 ½	14 aprile 1967 . . . . .	3 ¾	19 ottobre 1967 . . . . .	6
2 febbraio 1967 . . . . .	5	12 maggio 1967 . . . . .	3	9 novembre 1967 . . . . .	6 ½
23 marzo 1967 . . . . .	4 ¾			20 novembre 1967 . . . . .	8
11 maggio 1967 . . . . .	4 ¾	<b>Giappone</b>		21 marzo 1968 . . . . .	7 ½
14 settembre 1967 . . . . .	4 ¾	18 marzo 1964 . . . . .	6,57		
26 ottobre 1967 . . . . .	4	9 gennaio 1965 . . . . .	6,205	<b>Spagna</b>	
7 marzo 1968 . . . . .	3 ¾	3 aprile 1965 . . . . .	5,84	9 giugno 1961 . . . . .	5
		26 giugno 1965 . . . . .	5,475	27 novembre 1967 . . . . .	5 ½
<b>Canada</b>		1° settembre 1967 . . . . .	5,84		
24 novembre 1964 . . . . .	4 ¾	6 gennaio 1968 . . . . .	6,205	<b>Stati Uniti</b>	
6 dicembre 1965 . . . . .	4 ¾			24 novembre 1964 . . . . .	4
14 marzo 1966 . . . . .	5 ½	<b>Grecia</b>		6 dicembre 1965 . . . . .	4 ½
30 gennaio 1967 . . . . .	5	17 gennaio 1963 . . . . .	5 ½	7 aprile 1967 . . . . .	4
7 aprile 1967 . . . . .	4 ¾	25 luglio 1967 . . . . .	4 ¾	20 novembre 1967 . . . . .	4 ½
27 settembre 1967 . . . . .	5			22 marzo 1968 . . . . .	5
20 novembre 1967 . . . . .	6	<b>Islanda</b>		19 aprile 1968 . . . . .	5 ½
22 gennaio 1968 . . . . .	7	29 dicembre 1960 . . . . .	9		
15 marzo 1968 . . . . .	7 ½	1° gennaio 1965 . . . . .	8	<b>Svezia</b>	
		1° gennaio 1968 . . . . .	9	6 novembre 1964 . . . . .	5
<b>Danimarca</b>				9 aprile 1965 . . . . .	5 ½
11 giugno 1964 . . . . .	6 ½	<b>Paesi Bassi</b>		10 giugno 1966 . . . . .	6
19 dicembre 1967 . . . . .	7 ½	4 giugno 1964 . . . . .	4 ½	3 febbraio 1967 . . . . .	5 ½
19 marzo 1968 . . . . .	7	2 maggio 1968 . . . . .	5	10 marzo 1967 . . . . .	5
		15 marzo 1967 . . . . .	4 ¾	15 dicembre 1967 . . . . .	6
<b>Francia</b>				9 febbraio 1968 . . . . .	5 ½
14 novembre 1963 . . . . .	4	<b>Portogallo</b>			
8 aprile 1965 . . . . .	3 ¾	12 gennaio 1944 . . . . .	2 ½	<b>Svizzera</b>	
		1° settembre 1965 . . . . .	3	3 luglio 1964 . . . . .	2 ½
				6 luglio 1966 . . . . .	3 ½
				10 luglio 1967 . . . . .	3

Queste variazioni, unitamente ad altri provvedimenti intesi ad aumentare la liquidità, hanno ripristinato un clima generale di agevolazioni monetarie nei paesi dell'Europa continentale. Successivamente, tra la fine del 1967 e l'inizio del 1968, principalmente in conseguenza della svalutazione della sterlina e delle relative ripercussioni sui mercati dell'oro e dei cambi, il Regno Unito, gli Stati Uniti, il Canada ed il Giappone hanno bruscamente rialzato i rispettivi saggi ufficiali. Ma, anche durante questo periodo, tranne la Svezia, nessuno dei paesi dell'Europa continentale che avevano conservato la precedente parità della rispettiva valuta, ha ritenuto necessario aumentare il saggio di sconto: nel marzo del 1968 il Belgio ha anzi proceduto ad un'ulteriore riduzione.

D'altro canto, sebbene nei paesi dell'Europa continentale la domanda globale si sia mantenuta poco tesa per la maggior parte del 1967, i saggi d'interesse a lungo termine non hanno reagito energicamente alla migliorata situazione monetaria. In Germania, il ribasso dei rendimenti delle obbligazioni governative dal livello insolitamente elevato raggiunto nell'estate del 1966 si è arrestato, nella primavera del 1967, appena al disotto del 7%: successivamente si è anzi reso

Saggi d'interesse.



necessario un intervento ufficiale per impedire loro di aumentare di nuovo. Nei Paesi Bassi, un tempo caratterizzati da modesti saggi d'interesse, il rendimento delle obbligazioni governative, dopo essere temporaneamente diminuito al disotto del 6% in primavera, si è poi mantenuto fra il 6,25 ed il 6,5%. In Belgio, nonostante la serie di riduzioni del saggio ufficiale di sconto, il rendimento delle obbligazioni governative ha cominciato a flettersi, con qualche esitazione, dall'estate in avanti. In Svizzera, ancor più che in Belgio, i rendimenti a lungo termine erano, nell'estate del 1967, più elevati che non un anno prima e su di essi, ma solo temporaneamente, ha influito la riduzione, apportata in luglio, al saggio ufficiale di sconto. In Italia ed in Francia il livello dei rendimenti è rimasto abbastanza stabile per tutto il 1967 e per i primi mesi del 1968.

Tre sono i fattori che spiegano la viscosità presentata nel 1967 dal movimento discendente dei saggi d'interesse a lungo termine: 1) la forte preferenza per la liquidità, 2) la domanda, particolarmente da parte delle autorità, di fondi a lunga scadenza, e, 3) in alcuni paesi, il flusso di fondi verso il mercato delle obbligazioni internazionali.

Attività liquide interne.

Paesi	Anno	Variazioni annuali nella moneta e quasi moneta <sup>1</sup>	Moneta e quasi moneta <sup>2</sup> in percento del P.N.L.	Paesi	Anno	Variazioni annuali nella moneta e quasi moneta <sup>1</sup>	Moneta e quasi moneta <sup>2</sup> in percento del P.N.L.
Austria . . .	1965	14,53	53,5	Paesi Bassi .	1965	4,20	59,1
	1966	13,72	54,7		1966	3,61	58,9
	1967	14,03	56,4		1967	5,83	60,1
Belgio. . . .	1965	32,70	45,4	Regno Unito.	1965	896	34,0
	1966	33,90	45,9		1966	528	34,1
	1967	33,20	47,0		1967	1.410	35,0
Danimarca .	1965	3,02	47,1	Spagna . . .	1965	144,70	66,4
	1966	4,16	48,1		1966	130,70	66,9
	1967	3,63	48,8		1967	174,50	68,7
Finlandia . .	1965	1,060	40,7	Svezia . . .	1965	3,02	66,7
	1966	1,352	42,1		1966	5,95	65,9
	1967	1,020	42,6		1967	8,94	67,1
Francia . . .	1965	18,04	37,4	Svizzera . .	1965	6,01	129,3
	1966	18,86	38,6		1966	5,47	128,9
	1967	24,48	39,7		1967	8,51	132,3
Germania . .	1965	22,40	40,0	Stati Uniti .	1965	28,00	43,1
	1966	21,20	42,0		1966	16,70	42,7
	1967	29,40	46,8		1967	35,30	44,0
Italia . . . .	1965	3.490	65,0	Canada . . .	1965	1,98	35,8
	1966	3.658	69,6		1966	1,24	34,6
	1967	4.129	73,1		1967	3,10	36,6
Norvegia . .	1965	2,54	51,1	Giappone . .	1965	3.872	76,1
	1966	2,32	51,4		1966	4.129	77,7
	1967	2,81	51,9		1967	4.575	75,7

<sup>1</sup> In miliardi di unità monetarie nazionali (in milioni per Finlandia e Regno Unito). <sup>2</sup> Medie annue.  
Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

1) *Formazione di attività liquide.* In quasi tutti i paesi, la moneta e la quasi moneta, soprattutto quest'ultima, hanno subito un'espansione più rapida nel 1967 che nell'anno precedente. Il fenomeno, che ha, in parte, rispecchiato il normale processo di formazione di liquidità che accompagna ogni rallentamento dell'atti-

vità economica, è stato facilitato dall'adozione di politiche monetarie intese ad agevolare, collegate quasi sempre con saldi attivi delle bilance dei pagamenti. Ma un'ulteriore ragione va ricercata nel fatto che le prospettive di un nuovo periodo di espansione economica, unitamente all'esempio costituito dalle restrizioni monetarie del 1966, hanno alimentato la speranza in un nuovo possibile balzo all'insù dei saggi d'interesse.

Queste condizioni, insieme al costo relativamente alto dei capitali a lungo termine, hanno stimolato la domanda di credito bancario. I prestiti concessi al settore privato sono aumentati più rapidamente in Belgio, Finlandia, Francia, Paesi Bassi e Svezia: in Germania l'incremento è stato minore che nel passato, mentre in Italia ed in Svizzera non vi sono stati scostamenti dalla tendenza precedente. Il credito al settore pubblico si è rapidamente dilatato in Austria, Danimarca, Francia e Germania. In ogni caso, l'espansione del credito concesso all'economia interna, unita alla spiccata preferenza per la liquidità, ha dato luogo ad un considerevole aumento delle attività liquide detenute dal sistema bancario.

In Canada, la considerevole espansione dei depositi bancari, nel 1967, è stata determinata, da un lato, dalla più elevata domanda di credito e, dall'altro, anche dalla maggiore competitività di cui le banche hanno potuto giovare grazie alla nuova legge bancaria, emanata nella primavera dello stesso anno. In Giappone, l'incremento dei depositi bancari ha subito un certo rallentamento per effetto del disavanzo esterno e del ritorno ad una politica monetaria restrittiva.

2) *Emissioni interne sul mercato dei capitali.* Nel 1967, nonostante le migliorate condizioni monetarie, la continua e spiccata preferenza per la liquidità dimostrata dal settore privato ha in qualche modo circoscritto il volume delle nuove emissioni sul mercato dei capitali. Sebbene, nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, tali emissioni abbiano registrato un aumento, questo appare di modeste dimensioni se considerato in relazione agli incrementi verificatisi nel prodotto nazionale lordo e nelle attività liquide detenute presso il sistema bancario.

E' vero che lo scorso anno in Germania, dove le emissioni nette, dopo la forte contrazione del 1966, sono risalite circa al livello del 1965, il mercato dei capitali ha presentato una certa ripresa. Comunque, a prescindere dal maggior indebitamento delle autorità pubbliche, la più parte dell'aumento va ascritta alle emissioni di obbligazioni bancarie sottoscritte da altri istituti di credito: limitate sono invece rimaste le sottoscrizioni del settore privato. In Francia ed in Italia, in parte in seguito al minor ricorso dei rispettivi governi all'indebitamento a lungo termine, le emissioni nette sono diminuite. In Danimarca, nonostante il modesto aumento, il volume dei nuovi titoli è stato ancora inferiore al livello registrato due anni prima. Nei Paesi Bassi, le autorità centrali e locali hanno aumentato il loro ricorso al mercato ma gli altri operatori hanno ridotto i rispettivi interventi. In Svizzera, il limitato incremento delle emissioni è stato principalmente determinato dal più ampio volume dei titoli emessi da non residenti, che sono stati collocati in larga misura presso investitori esteri.

**Mercati dei capitali: Emissioni (al netto).**

Paesi	Anni	Settore pubblico		Settore privato <sup>1</sup>		Emis- sioni estere	Totale	Emis- sioni private ed estere	Totale
		Governo	Auto- rità locali e organi pub- blici	Azioni	Obbli- gazioni				
		miliardi di unità monetarie nazionali							
Belgio . . . . .	1965	17,21	12,09	11,46	15,30	0,26	56,32	3,2	6,6
	1966	12,97	12,24	13,95	14,12	0,46	53,74	3,7	5,9
	1967	12,17	24,09	11,96	22,10	.	70,32	3,5	7,2
Danimarca . . . . .	1965	- 0,14	—	0,30	4,82	—	4,99	7,3	7,1
	1966	- 0,16	—	0,23	4,20	—	4,27	5,6	5,6
	1967	- 0,16	—	0,28	4,37	—	4,50	5,5	5,4
Francia . . . . .	1965	0,11	0,69	5,02	6,27	0,12	12,16	2,4	2,6
	1966	0,56	0,84	3,66	7,13	0,20	12,39	2,2	2,5
	1967	0,30	0,85	3,35	6,92	0,20	11,62	2,0	2,2
Germania . . . . .	1965	1,15 <sup>2</sup>	1,96	3,96	9,36	1,36 <sup>2</sup>	17,79	3,2	3,9
	1966	0,36 <sup>2</sup>	0,06	2,71	5,10	1,34 <sup>2</sup>	9,58	1,9	2,0
	1967	2,11 <sup>2</sup>	2,98	1,91	10,23	0,82 <sup>2</sup>	18,05	2,7	3,7
Italia . . . . .	1965	161	501 <sup>4</sup>	406	1.295	14	2.377	4,6	6,7
	1966	719	832 <sup>4</sup>	470	1.198	72	3.291	4,5	8,5
	1967	1.006 <sup>4</sup>		396	1.389	20	2.811	4,3	6,7
Paesi Bassi . . . . .	1965	- 0,03	0,59	0,11	0,71	0,04	1,41	1,2	2,0
	1966	- 0,02	0,66	0,06	0,80	- 0,07	1,43	1,1	1,9
	1967	0,32	0,76	0,06	0,26	- 0,04	1,37	0,4	1,7
Regno Unito . . . . .	1965	0,22 <sup>5</sup>	0,21	0,07	0,37	0,02	0,90	1,3	2,5
	1966	0,23 <sup>5</sup>	0,19	0,19	0,51	- 0,02	1,11	1,8	2,9
	1967	0,53 <sup>5</sup>	0,22	0,07	0,41	0,11	1,33	1,5	3,4
Spagna . . . . .	1965	26,51	8,91	34,76	25,93	—	96,11	4,7	7,5
	1966	24,44	6,75	40,08	26,19	—	97,46	4,5	6,6
	1967	27,60	10,09	46,55	28,71	—	113,16	4,5	6,8
Svezia . . . . .	1965	- 0,29	0,29	0,93	2,73	—	3,66	3,7	3,7
	1966	- 0,14	0,37	0,72	4,60	—	5,55	4,9	5,1
	1967	1,20	0,52	0,56	5,62	—	7,89	5,2	6,6
Svizzera <sup>6</sup> . . . . .	1965	- 0,22	0,75	1,54	1,81	0,26	4,15	6,0	6,9
	1966	0,00	0,90	1,21	1,59	0,42	4,11	5,0	6,4
	1967	0,06	0,89	1,20	1,60	0,71	4,46	5,1	6,5
Stati Uniti <sup>7</sup> . . . . .	1965	3,60 <sup>8</sup>	6,10	3,00	8,10	1,60 <sup>8</sup>	22,40	1,9	3,3
	1966	6,30 <sup>8</sup>	5,50	5,00	11,10	1,50 <sup>8</sup>	29,40	2,4	4,0
	1967	12,70 <sup>8</sup>	9,40	5,00	15,80	1,90 <sup>8</sup>	44,80	2,9	5,7
Canada . . . . .	1965	- 0,06	0,73	0,46	0,99	0,02 <sup>9</sup>	2,15	2,8	4,1
	1966	0,42	1,41	0,58	0,53	0,04 <sup>9</sup>	2,98	2,0	5,1
	1967	0,82	1,57	0,47	0,68	—	3,54	1,8	5,7
Giappone . . . . .	1965	— 10	151	277	1.391 <sup>10</sup>	—	1.809	5,5	5,9
	1966	797	205	433	1.576 <sup>10</sup>	—	3.011	5,7	8,6
	1967	645	177	398	1.699 <sup>10</sup>	—	2.919	5,0	7,0

<sup>1</sup> Compreso le emissioni degli istituti di credito semipubblici e delle industrie nazionalizzate. <sup>2</sup> Variazioni negli averi del mercato in prestiti obbligazionari e titoli a medio termine. <sup>3</sup> Inclusive le emissioni collocate presso non residenti. <sup>4</sup> Incluso il ricorso indiretto al credito da parte del Tesoro. <sup>5</sup> Variazioni nel debito negoziabile (esclusi i buoni del Tesoro) detenuto dal pubblico. <sup>6</sup> Compreso le emissioni collocate privatamente. <sup>7</sup> Basati sui dati relativi ai flussi di fondi pubblicati dalla Riserva federale, esclusi i prestiti ipotecari. <sup>8</sup> Emissioni dirette comprese quelle degli organi pubblici e certificati di partecipazione. <sup>9</sup> Al lordo. <sup>10</sup> Compreso le obbligazioni delle imprese pubbliche.

Per contro, nel 1967 l'incremento delle nuove emissioni è stato in Belgio e in Svezia veramente considerevole. Nel primo paese, dato il saldo attivo della bilancia dei pagamenti e le più agevoli condizioni monetarie, il settore pubblico ha coperto una più ampia quota del proprio fabbisogno finanziario ricorrendo all'indebitamento a lungo termine. In Svezia l'aumento delle emissioni è stato, invece, determinato dal più ampio ricorso al mercato dei capitali da parte dei settori pubblico e privato.

Lo scorso anno, il volume dei nuovi titoli si è altresì dilatato nel Canada, negli Stati Uniti e, in minor misura, nel Regno Unito. Mentre in quest'ultimo paese e nel Canada l'incremento è stato originato principalmente dall'indebitamento del settore pubblico, negli Stati Uniti anche le emissioni delle società hanno avuto una considerevole espansione. In Giappone le misure restrittive di politica monetaria hanno provocato una leggera contrazione nel volume globale delle emissioni.

3) *Il mercato delle obbligazioni internazionali.* L'attrazione esercitata sui fondi a lungo termine dal mercato delle obbligazioni internazionali è stato il terzo fattore che ha contribuito a sostenere il corso dei saggi d'interesse in alcuni paesi dell'Europa continentale, sebbene altri paesi ne abbiano beneficiato come prenditori netti di fondi. Nella maggior parte di essi, eccettuati i paesi scandinavi, i residenti sono liberi di acquistare le obbligazioni emesse sul mercato internazionale (le cosiddette euro-obbligazioni), le quali offrono sovente rendimenti netti ben superiori a quelli correnti sui mercati nazionali. Sebbene manchino dati precisi, sembra che lo scorso anno il flusso netto di fondi riversatisi su tale mercato da paesi quali la Germania, i Paesi Bassi, il Belgio, l'Italia e la Svizzera sia stato considerevole. Il mercato è inoltre alimentato da fondi provenienti da altre parti del mondo, quali il Medio Oriente e l'America latina. D'altro canto, gli acquisti da parte di residenti del Regno Unito sono limitati dalle possibilità di convertire, a premio, sterline in "dollari investimento", mentre i residenti degli Stati Uniti sono al riguardo soggetti al pagamento dell'imposta di conguaglio degli interessi.

Secondo le stime della Banca dei Regolamenti Internazionali, il volume globale delle emissioni estere ed internazionali è salito da circa \$1.940 milioni nel 1963 a \$4.210 milioni nel 1967. La maggior parte di tale aumento ha rispecchiato la rapida espansione delle emissioni internazionali di obbligazioni e precisamente di quelle emesse sotto l'egida di consorzi internazionali che garantiscono il collocamento in numerosi paesi. Le emissioni internazionali si sono, quindi, ragguagliate al 44 % del totale delle emissioni all'estero, mentre nel 1963, quando fu introdotta negli Stati Uniti l'imposta di conguaglio degli interessi, ne costituivano solamente il 7 %; circa il 90 % di tali emissioni è stato stilato in dollari S. U. contro pressochè il 60 % di quattro anni prima. D'altra parte, le emissioni estere, cioè le emissioni "classiche" in un determinato mercato nazionale stilate nella valuta di quel mercato stesso, hanno registrato, fra il 1963 e il 1967, un incremento relativamente modesto che, per quattro quinti circa, era costituito dalle emissioni effettuate sul mercato dei capitali americano dal Canada, che è esente dalla predetta imposta.

**Emissioni estere e internazionali di obbligazioni.<sup>1</sup>**

Debitori (paesi o aree)	Anni	Emissioni estere su mercati nazionali					Emis- sioni internazionali <sup>2</sup>	Totale emis- sioni all'estero
		Europa con- tinentale <sup>3</sup>	Regno Unito	Canada	Stati Uniti	Totale		
milioni di dollari S.U.								
Europa continentale . . . . .	1963	159	—	—	307	466	88	553
	1964	81	4	—	35	120	408	528
	1965	75	4	—	25	104	456	559
	1966	90	14	—	—	104	426	531
	1967	58	—	—	15	73	859	931
Regno Unito . . . . .	1963	16	—	—	40	56	—	56
	1964	15	—	—	6	20	—	20
	1965	23	—	—	80	103	26	128
	1966	12	—	—	—	12	40	52
	1967	23	—	—	—	23	51	74
Canada . . . . .	1963	—	—	—	748	748	—	748
	1964	—	—	—	777	777	—	777
	1965	—	—	—	1.034	1.034	—	1.034
	1966	—	—	—	1.070	1.070	—	1.070
	1967	—	—	—	1.172	1.172	—	1.172
Stati Uniti . . . . .	1963	9	—	—	—	9	—	9
	1964	—	—	—	—	—	—	—
	1965	10	—	—	—	10	331	341
	1966	190 <sup>3</sup>	—	—	—	190	439	629
	1967	71	—	—	—	71	527	598
Giappone . . . . .	1963	25	14	—	138	177	20	197
	1964	37	—	—	—	37	162	199
	1965	10	—	—	63	73	25	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—
	1967	—	—	—	15	15	—	15
Resto del mondo . . . . .	1963	28	129	—	123	280	25	305
	1964	45	55	—	216	316	5	321
	1965	—	59	—	215	275	83	357
	1966	—	42	—	204	246	101	347
	1967	31	102	—	237	370	305	675
Istituzioni internazionali . . .	1963	68	—	—	—	68	5	73
	1964	95	8	—	150	253	121	373
	1965	70	—	23	200	293	128	421
	1966	182	—	37	175	394	101	495
	1967	114	—	—	510	624	120	744
Totale emissioni collocate . . .	1963	306	143	—	1.356	1.805	137	1.942
	1964	272	68	—	1.184	1.523	696	2.219
	1965	188	63	23	1.617	1.892	1.046	2.938
	1966	474	56	37	1.448	2.015	1.107	3.123
	1967	296	102	—	1.948	2.347	1.861	4.208

<sup>1</sup> Con scadenza di cinque o più anni, comprese le sottoscrizioni private di cui si è a conoscenza. Il credito ottenuto dalle società attraverso le filiali all'estero è normalmente considerato come credito ricevuto dal paese in cui la società madre è situata. <sup>2</sup> Le emissioni estere in Germania tra il marzo 1964 e la fine del 1967 sono generalmente considerate come emissioni internazionali. Nel marzo 1964 fu introdotta una imposta di trattenuta (imposta cedolare) del 25% sul pagamento degli interessi sulle obbligazioni tedesche detenute da non residenti. Di conseguenza, le emissioni estere, le quali non sono soggette a tale imposta, sono state fino ad epoca recente offerte in vendita principalmente a non residenti, a saggi d'interesse inferiori a quelli prevalenti sul mercato nazionale. <sup>3</sup> Trattasi principalmente dell'emissione di una società americana in cambio di azioni di una società tedesca (Texaco/Deutsche Erdöl).

Le emissioni internazionali sono considerevolmente aumentate, passando da \$1.105 milioni nel 1966 a \$1.860 milioni nel 1967. Uno dei motivi di tale fenomeno sta nella più pronta disponibilità di fondi investibili, derivante dal ritorno a più agevoli condizioni monetarie nei paesi dell'Europa continentale, accompagnate in alcuni casi da una flessione dei saggi d'interesse a lungo termine rispetto alle



Durante gli ultimi tre anni il rendimento dei nuovi titoli internazionali emessi dalle società ha oscillato entro limiti meno ampi che non quello dei titoli emessi dai governi o dagli enti pubblici. Una ragione di questo andamento sta nel fatto che le società, ogni qualvolta i saggi di rendimento superano un certo livello, preferiscono rivolgersi ad emissioni convertibili. E' stato questo il caso verificatosi all'inizio del 1966 ed ancora del 1968. Inoltre, ad ogni dato momento, i rendimenti delle emissioni societarie hanno mostrato la tendenza a variare entro limiti più ristretti e ad un più basso livello che non i rendimenti dei titoli governativi. E' questa soprattutto una conseguenza del fatto che le società in questione hanno generalmente costituito un gruppo omogeneo di mutuanti di alto prestigio internazionale.

Nel primo quadrimestre del 1968, il volume totale delle obbligazioni estere ed internazionali offerte al pubblico (escludendo, cioè, le emissioni collocate privatamente) si è ragguagliato a \$1.630 milioni rispetto a \$1.145 milioni del corrispondente periodo del 1967. La più importante variazione è data dalle emissioni internazionali delle società americane e delle loro filiali che, nei primi quattro mesi del 1968, sono salite a circa \$740 milioni da \$165 milioni del precedente periodo: è stata questa una diretta conseguenza del programma maggiormente restrittivo deciso negli Stati Uniti all'inizio del 1968 in materia di bilancia dei pagamenti. Su questo importo, circa l'85 % ha assunto la veste di emissioni convertibili.

Nel 1967 il paradosso di un alto livello dei saggi d'interesse a lungo termine, in presenza di politiche monetarie intese ad agevolare, ha costituito un nuovo problema per gli organi responsabili dei paesi dell'Europa continentale. Un mercato dei capitali caratterizzato da un livello dei rendimenti più accessibile avrebbe infatti potuto non solamente contribuire ad un rilancio degli investimenti industriali, ma anche facilitare il deflusso dei capitali e il processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti. Al fine di conseguire tali obiettivi, le autorità dei vari paesi hanno introdotto nei loro programmi di politica economica gli adattamenti intesi a ridurre le pressioni al rialzo sui saggi d'interesse a lungo termine: le misure adottate al riguardo sono esaminate qui di seguito in connessione con gli avvenimenti svoltisi nei singoli paesi.

#### **Paesi continentali dell'Europa occidentale.**

*Germania.* Sebbene gli investimenti e la produzione fossero andati scemando dall'estate precedente, un deciso orientamento della politica monetaria verso maggiori agevolazioni non si è verificato se non tra la fine del 1966 e l'inizio del 1967, quando la finanza pubblica era stata ristabilita su più solide basi e si era attenuata l'inflazione dei prezzi. Ma, una volta iniziato, il processo di ritorno a più agevoli condizioni monetarie ha proceduto rapidamente. Fra gennaio e maggio, il saggio di sconto è stato ridotto in quattro fasi dal 5 al 3 %, e in agosto è stato diminuito di un ulteriore mezzo punto il saggio d'interesse sulle anticipazioni garantite da titoli. Inoltre, il limite minimo delle riserve obbligatorie è stato progressivamente ridotto fino al mese di settembre, restituendo così forma liquida a DM 6 miliardi di tali riserve. Tuttavia, poichè la domanda privata di credito si è mantenuta debole sino all'estate, ed attesa la convenienza dei margini di arbi-

traggio, gli istituti di credito hanno in gran parte utilizzato l'eccedenza di liquidità per investire a breve all'estero. Questo deflusso di fondi, sebbene tendesse a limitare la flessione dei saggi d'interesse nazionali, è servito a compensare il cospicuo avanzo della bilancia di base.

La politica fiscale è stata anch'essa adoperata per ravvivare l'attività economica. Sebbene certi tagli nella spesa e alcuni aumenti del carico fiscale fossero stati reputati necessari in sede di bilancio preventivo per il 1967, si è deciso in gennaio di consentire che la contrazione ciclica delle entrate esplicasse pienamente i suoi effetti sul deficit. E' stato anche approntato un "bilancio di contingenza", che prevedeva spese in conto investimenti per DM 2,5 miliardi da finanziarsi mediante il ricorso al mercato del credito. La Bundesbank ha fatto fronte al finanziamento del disavanzo ampliando le dimensioni dei propri interventi sul mercato monetario ed iniettando liquidità con criteri di notevole larghezza. Inoltre, si è provveduto a stimolare le spese private in conto capitali concedendo, fino ad ottobre, speciali facilitazioni per l'ammortamento dei nuovi investimenti.

Verso l'estate il punto inferiore del ciclo è stato raggiunto e si è lentamente avviato il processo di ripresa. Sotto il forte impulso delle ordinazioni interne ed estere, il miglioramento è stato principalmente avvertito nel settore dei beni strumentali. Oltre che dagli effetti dei provvedimenti espansionistici, il mutamento di tendenza degli investimenti è stato favorito dall'ampliarsi del margine dei profitti, dovuto agli aumenti di produttività. Gli investimenti del settore pubblico, al pari dei consumi e dell'accumulazione delle scorte, si sono tuttavia mantenuti deboli. In luglio, per accelerare la ripresa economica, è stato varato un secondo bilancio suppletivo, che prevedeva DM 5,3 miliardi di investimenti pubblici, da finanziarsi in massima parte dal governo e da attuarsi principalmente a cura delle autorità locali.

In primavera ed all'inizio dell'estate, il mercato dei capitali ha cominciato a dar segni di rinnovata tensione. Poichè all'estero, principalmente negli Stati Uniti e sul mercato delle obbligazioni internazionali, andavano aumentando i rendimenti a lungo termine, i non residenti hanno incominciato a ridurre la consistenza dei loro averi di titoli tedeschi, per i quali essi sono soggetti ad un'imposta cedolare del 25%. La tensione del mercato è stata inoltre aggravata dalla necessità in cui si sono trovati gli istituti preposti alla sicurezza sociale di cedere parte del loro portafoglio. Ancora, attesi l'espansione delle nuove emissioni e l'avvio della ripresa produttiva, le banche si sono dimostrate più restie ad acquistare nuovi titoli. In tali circostanze, per assicurare piena efficacia alla politica monetaria intesa ad agevolare, la Bundesbank ha intrapreso in agosto un nuovo programma di acquisti sul mercato aperto di obbligazioni governative a lungo termine. Verso la fine dell'anno il valore dei titoli così acquistati ammontava a circa DM 1,3 miliardi ed il rendimento delle suddette obbligazioni era sceso, tra la scorsa estate e l'inizio del 1968, dal 6,9 al 6,7%; è invece aumentato, ma solo lievemente, il rendimento di altri titoli.

Durante l'anno, a seguito della politica monetaria suindicata e del costante avanzo della bilancia di base, le attività liquide disponibili del sistema bancario sono salite da circa DM 15 miliardi a quasi DM 35 miliardi. Agevolate anche dal

forte aumento delle risorse a lungo termine, le banche si sono trovate in condizione di far fronte senza difficoltà alla domanda interna di credito. L'indebitamento del settore privato non si è comunque sviluppato sino all'estate ed il volume globale del credito ricevuto nel corso dell'anno, pari a DM 15,4 miliardi, è stato assai inferiore a quello di DM 19,1 miliardi del 1966. D'altro canto, per effetto del deficit di bilancio, i debiti del settore pubblico sono aumentati sino a raggiungere DM 11,7 miliardi rispetto a DM 6,4 miliardi nel 1966. Inoltre, mediante un più ampio volume di prestiti concessi a non residenti, le banche hanno contribuito in larga parte al forte aumento delle esportazioni nette di capitali a lungo termine.

Principalmente a causa della ripresa intervenuta nelle emissioni del settore pubblico, il ricorso netto di residenti al mercato obbligazionario è salito nel 1967 a DM 15 miliardi. L'espansione è stata resa possibile dall'ampiezza senza precedenti (DM 11,6 miliardi) degli acquisti effettuati dagli istituti di credito; quelli del settore personale, pari a DM 2,6 miliardi, si sono invece solamente raggugliati alla metà dell'importo sottoscritto negli anni precedenti alla crisi del mercato dei titoli a reddito fisso nel 1966.

L'utilizzo, per la prima volta, di una politica di bilancio flessibile quale strumento di stabilizzazione economica costituisce l'elemento nuovo ed incoraggiante emerso dalla recente esperienza. Nel quadro della legge per la promozione della stabilità economica e dello sviluppo, entrata in vigore nel giugno 1967, la politica fiscale deve adeguarsi alla situazione ciclica. Le autorità hanno non soltanto la facoltà di adottare le misure necessarie, ma sono tenute, altresì, ad impostare un programma quinquennale di bilancio allo scopo di promuovere la stabilità dell'economia. Un'altra norma prevede un' "azione concertata" da parte dei lavoratori e datori di lavoro ove la stabilità dovesse essere minacciata dagli sviluppi dei redditi e dei prezzi. Impostato su basi a più lunga scadenza, il bilancio federale per il 1968 porta iscritto l'aumento di alcuni oneri fiscali, nonché minori spese di consumo e maggiori investimenti; nel complesso, esso rimane, tuttavia, espansionistico e si prevede che il disavanzo globale debba aggirarsi su DM 8 miliardi, ovvero sullo stesso livello circa del 1967.

Nella primavera del 1968 la domanda globale è andata crescendo ad un ritmo abbastanza sostenuto, rafforzata dal processo, a lungo rimandato, di ricostituzione delle scorte.

*Francia.* Il rallentamento dell'espansione economica palesato dal secondo semestre del 1966 ha assunto nella prima metà del 1967 l'aspetto di una leggera recessione. Le principali ragioni risiedono nelle esportazioni meno attive e nel più ridotto sviluppo dei consumi, nonché nella flessione dell'edilizia privata ed in un certo alleggerimento delle scorte, cui ha dato luogo la temuta prospettiva dell'estensione al settore del commercio al dettaglio dell'imposta sul valore aggiunto a partire dal 1° gennaio 1968. L'aumento degli investimenti, sebbene lo scorso anno sia risultato maggiore di quello preventivato dal quinto piano economico, non è stato sufficiente ad annullare le influenze di natura recessiva. Poiché, d'altronde, siffatte influenze derivavano in parte da motivi di ordine esterno o temporaneo, le autorità si sono mantenute prudenti nell'adottare misure maggiormente espansionistiche.

Il bilancio era passato al deficit già nel 1966, a seguito anche dei provvedimenti intesi ad incoraggiare gli investimenti pubblici e, in minor misura, quelli privati. Dal giugno 1967 in poi, l'azione stimolante del bilancio è stata accentuata ed estesa a più vasti settori. Durante l'estate si è così provveduto ad accelerare la spesa delle industrie nazionalizzate e ad ampliare il volume del credito destinato all'edilizia ed ai pubblici investimenti, mentre, per accrescere i consumi, sono stati elevati i minimi salariali industriali ed agricoli e migliorati gli assegni familiari ed i sussidi di disoccupazione, i termini di pagamento dei crediti al consumo sono stati mitigati e l'imposta sul reddito è stata ridotta a favore degli imponibili più bassi. Gli effetti di questi provvedimenti sono stati tuttavia ampiamente compensati tra il giugno e l'ottobre 1967 dall'aumento dei prezzi dei servizi pubblici e dalla riforma del sistema di assicurazioni sociali che ha dato luogo all'aumento dei contributi a carico dei lavoratori e ad una riduzione delle prestazioni.

La politica monetaria meno restrittiva, unitamente al rinnovato slancio delle esportazioni, ha dato vita in autunno al risveglio dell'attività economica: tuttavia, poichè la ripresa si è dimostrata poco vigorosa e non si è estesa a tutti i settori, la disoccupazione ha continuato ad aumentare. Nella presunzione che la situazione sarebbe migliorata in seguito, il bilancio per il 1968 ha previsto un deficit di soli fr. fr. 1,9 miliardi, contemplando peraltro provvedimenti di emergenza da adottare nel caso in cui le aspettative si dovessero rivelare infondate.

Nel corso dell'intero 1967 il deficit del bilancio pubblico è salito a fr. fr. 7,2 miliardi contro fr. fr. 2 miliardi nel 1966 ed è stato nuovamente in parte finanziato con un prestito nazionale (emesso per fr. fr. 1,25 miliardi contro fr. fr. 1,5 miliardi nel 1966) e, in parte, con i depositi postali ed i fondi forniti dai conti di corrispondenza con il Tesoro. Peraltro, mentre nel 1966 le operazioni di quest'ultimo avevano assorbito liquidità per circa fr. fr. 1,7 miliardi, lo scorso anno ne hanno creata di nuova per fr. fr. 2,7 miliardi.

I crediti erogati al settore privato dal sistema bancario (compresa la banca centrale), che nel 1966 erano aumentati di fr. fr. 17,4 miliardi, si sono accresciuti nel 1967 di fr. fr. 24,1 miliardi; l'alto saggio di espansione è soprattutto dovuto alla compressione dei profitti d'impresa, manifestatasi parallelamente alle maggiori spese sostenute per l'acquisto di attrezzature. D'altro canto, con la bilancia dei pagamenti in passivo a partire dal secondo semestre, il contributo delle operazioni con l'estero alla creazione di liquidità, che nel 1966 era stato di fr. fr. 2,35 miliardi, si è uguagliato a fr. fr. 1,4 miliardi; questa liquidità addizionale si è inoltre formata in concomitanza con il forte peggioramento delle posizioni nette delle banche sull'estero. In complesso, il volume della moneta e della quasi moneta fornite dal sistema bancario si è dilatato di fr. fr. 25,3 miliardi, ovvero dell'11,7% rispetto al 9,6% del 1966.

L'incremento dei mezzi di pagamento è caduto, fra il 1966 e il 1967, dal 7,6 al 4,7%. Contemporaneamente, le risorse di quasi moneta amministrate dalle banche si sono accresciute di quasi due terzi, mentre l'aumento dei depositi a risparmio a breve costituiti presso le casse di risparmio, il Tesoro e la Banca nazionale di credito agricolo è salito dal 10,8 al 13%. Questo spostamento nel flusso di fondi è stato principalmente determinato dalle misure che, prese nel mese di giugno per

favorire il risparmio, hanno vietato il pagamento di interessi sui depositi a vista, sbloccato i saggi passivi corrisposti sui depositi eccedenti fr.fr. 250.000 o con scadenza superiore a due anni ed abolito i limiti d'importo per quasi tutti i tipi di libretti di risparmio. La conseguente maggior espansione delle risorse, unitamente al notevole aumento del ricorso al credito dell'istituto di emissione, ha consentito alle banche di accrescere il volume dei prestiti accordati all'economia di fr.fr. 24,4 miliardi, cioè del 19,3% contro il 15,3% nell'anno precedente, nonchè di ridiventare fornitori netti di fondi al Tesoro.

La forte espansione del credito bancario aiuta a comprendere le ragioni dell'incremento lievemente meno rapido dei mutui concessi all'economia dagli istituti di credito speciale, dalle società finanziarie e dal Tesoro; il loro aumento è diminuito dal 16,3 al 14,7% fra il 1966 ed il 1967.

Le emissioni nette di titoli hanno accusato fra il 1966 ed il 1967 una modesta flessione, passando da fr.fr. 12,4 a 11,6 miliardi. Dato l'andamento ancora sfavorevole del mercato, le emissioni azionarie si sono ragguagliate solamente al 21,4% del volume globale lordo dei titoli collocati nel 1967, mentre nel 1964 l'aliquota era stata pari al 35%. I rendimenti delle nuove emissioni si sono mantenuti generalmente stabili.

Sul mercato monetario, nonostante l'aumento di fine anno, i saggi d'interesse per il denaro alla giornata sono scesi di circa un punto nel corso dell'anno fino a raggiungere in dicembre una media del 4,76%. I saggi correnti sul mercato suddetto sono stati largamente influenzati dalla Banca di Francia che è intervenuta sia per fornire che per assorbire fondi. Scopo delle operazioni è stato più quello di minimizzare gli afflussi o i deflussi netti di fondi che di attenuare la tensione, peraltro non grave dato l'elevato livello della liquidità bancaria.

Come previsto, nel 1967 è entrato in vigore il sistema di riserve obbligatorie. Il 21 ottobre, il rapporto per i depositi a vista è stato aumentato al 4,5% e quello per i depositi vincolati fino a tre anni al 2%. L'aliquota minima per gli averi di titoli a medio termine, fissata nella misura del 20% nel mese di gennaio 1967, è stata progressivamente portata al 16% alla fine dell'anno e sarà gradualmente ridotta a zero nel volgere di pochi anni. Inoltre, l'aliquota minima da costituire in buoni del Tesoro, che concorreva a formare il vecchio "coefficiente di liquidità" e che nel gennaio 1967 era pari al 5%, è stata diminuita poco alla volta sino ad essere eliminata nel mese di settembre. Infine, a partire dal 21 dicembre, la Banca di Francia non ha più accordato anticipazioni garantite da carta governativa a breve, sino ad allora concesse al saggio ufficiale di sconto, ed ha assoggettato i risconti eccedenti i limiti prescritti ad un saggio uniformemente stabilito nella misura del 2,5% in più di quello ufficiale.

All'inizio del 1968, poichè l'andamento dell'economia si è rivelato meno favorevole del previsto, le autorità hanno dato avvio ad un nuovo programma espansionistico, al fine di conseguire l'obiettivo di uno sviluppo del 5% all'anno. Poichè il costo di tale programma si colloca intorno a fr.fr. 3,4 miliardi, si stima che il deficit di bilancio per l'anno corrente raggiungerà il livello di fr.fr. 5,3 miliardi. Mentre si è previsto di stimolare i consumi con la riduzione dell'imposta personale

sul reddito e il miglioramento degli assegni familiari e delle pensioni, si è provveduto a incoraggiare gli investimenti mediante alcune esenzioni fiscali e l'ampliamento dei mutui destinati all'edilizia residenziale, alle industrie nazionalizzate ed allo sviluppo regionale. All'inizio della primavera del 1968 sembrava che l'economia si trovasse ormai sulla via di una espansione più sostenuta.

*Italia.* In un clima stabile di agevolazioni monetarie, gli investimenti lordi in Italia si sono progressivamente sviluppati per il secondo anno consecutivo, dando luogo ad un aumento del 14,3%, a prezzi correnti. Rispetto al prodotto nazionale lordo, la loro quota è salita dal 19,6 al 20,6%, mantenendosi peraltro ancora parecchio inferiore alla media del 24,8%, registrata nel triennio 1961-63. Tuttavia, a seguito di uno spostamento nella distribuzione del reddito, il risparmio si è ancor più concentrato nel settore personale, dove il suo saggio di formazione è, di solito, relativamente poco elevato. Ne risulta quindi che l'economia si sta muovendo verso il proprio equilibrio con un saggio di investimenti inferiore a quello registrato all'inizio degli anni sessanta.

La politica di bilancio ha favorito l'ulteriore impulso espansivo degli investimenti sia direttamente, attraverso l'aumento selettivo dei fondi da destinare agli investimenti pubblici, sia indirettamente a mezzo delle restrizioni cui è stata gradualmente sottoposta la spesa per i consumi. Gli effetti sulle entrate della crescente attività produttiva, unitamente alle imposte addizionali decretate nel novembre 1966 a causa dei danni prodotti dalle alluvioni, hanno considerevolmente rafforzato la situazione globale di bilancio. Un fattore tendente a migliorare quest'ultimo, ma a comprimere gli investimenti, è stato il ripristino, a carico dei datori di lavoro, di oneri sociali che il governo si era temporaneamente assunto per contribuire al miglioramento dei margini di profitto. L'avanzo ordinario del bilancio pubblico, in termini di reddito nazionale, è salito da lire 445 miliardi nel 1966 a lire 1.430 miliardi nel 1967. Nello stesso periodo, tenendo presenti le spese per investimenti ed i trasferimenti di capitali, il disavanzo complessivo di lire 785 miliardi è stato sostituito da un'eccedenza di lire 195 miliardi. Il fabbisogno netto di credito del Tesoro, che comprende anche i prestiti governativi per scopi di investimento, è diminuito da circa lire 1.850 miliardi nel 1966 a lire 1.280 miliardi nel 1967.

Il Tesoro, in considerazione del minor fabbisogno di credito, ha ridotto principalmente le proprie emissioni nette di titoli a medio e lungo termine che, nel 1967, sono ammontate a lire 1.010 miliardi contro lire 1.565 miliardi nel 1966, e, in concomitanza, il sistema creditizio ha diminuito per circa lo stesso importo i propri acquisti di titoli dello stato che sono scesi da lire 800 miliardi a circa lire 300 miliardi.

I prestiti degli istituti di credito all'economia sono aumentati nel 1967 di circa il 16% contro il 14% nel 1966 ed il 7% nel 1965; e poichè, sempre nel 1967, l'incremento dei depositi è stato del 15%, cioè uguale a quello dell'anno precedente, l'accelerazione degli impieghi bancari è stata agevolata dalla sopra menzionata riduzione negli acquisti di titoli dello stato. Gli acquisti netti di titoli da

parte del sistema bancario, compresi quelli emessi da enti pubblici o a partecipazione statale, ma esclusi quelli governativi, sono saliti l'anno scorso a lire 700 miliardi contro lire 630 miliardi nel 1966.

Lo scorso anno la liquidità bancaria è stata compressa tanto dalla riduzione del disavanzo di cassa del Tesoro quanto dall'ulteriore flessione del saldo attivo della bilancia dei pagamenti. L'incremento complessivo di liquidità derivante da queste due fonti è stato insufficiente a compensare il drenaggio operato dagli aumenti della circolazione monetaria e delle riserve obbligatorie delle banche. La tensione è stata attenuata dalle minori emissioni nette del Tesoro, nonché dalla modesta riduzione nelle vendite di titoli sul mercato aperto. Ciò nonostante, per poter accelerare il ritmo di espansione dei propri impieghi, le aziende di credito hanno dovuto ricorrere in misura considerevole alle facilitazioni della banca centrale: il volume dei risconti e delle anticipazioni, che già nel 1966 aveva registrato un forte aumento di lire 570 miliardi, è cresciuto nel 1967 di lire 850 miliardi.

Nel 1967, i mutui degli istituti di credito speciale al settore privato, concessi prevalentemente a più lungo termine per investimenti nell'industria, nell'edilizia e nell'agricoltura, sono aumentati di circa il 16%, ossia ad un saggio lievemente superiore a quello dell'anno precedente.

Durante quasi tutto lo scorso biennio, uno dei principali obiettivi della politica monetaria è stato quello di stabilizzare il rendimento delle obbligazioni dello stato a lungo termine e, di conseguenza, la situazione del mercato dei capitali. L'anno scorso, le emissioni nette di titoli sono diminuite a lire 2.810 miliardi contro lire 3.300 miliardi nel 1966, ma, poichè la flessione ha essenzialmente rispecchiato il minor fabbisogno finanziario del Tesoro, il sostegno indiretto delle autorità monetarie al mercato tramite il sistema bancario ha potuto essere ridotto in misura corrispondente. Nel frattempo, data la stabilità dei prezzi delle obbligazioni, gli acquisti del pubblico si sono mantenuti allo stesso alto livello del passato. A prescindere dal ricorso del Tesoro, il mercato è stato ampiamente dominato dalle emissioni degli istituti di credito speciale e dei gruppi industriali a partecipazione statale; molto limitata è rimasta l'emissione di obbligazioni ed azioni da parte delle società private.

*Paesi Bassi.* Nella prima metà del 1967 la domanda ha subito una pausa ad un livello elevato, dove le minori spese per attrezzature ed il contenimento dei consumi sono stati compensati, fino ad un certo limite, dall'espansione dell'edilizia residenziale. Per tali motivi, ed in considerazione del miglioramento della bilancia commerciale, la politica monetaria si è orientata ad agevolare: il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato dal 5 al 4,5% in marzo, quando si è anche stabilito che le banche non avrebbero più dovuto costituire, a titolo di penalizzazione, depositi obbligatori presso la banca centrale nei casi in cui il volume del credito a breve da loro concesso al settore privato avesse superato il limite massimo prescritto. In giugno, le restrizioni quantitative del credito bancario a breve e lungo termine al settore privato sono state completamente abolite.

Il fatto che la disoccupazione sia emersa solo in alcuni settori dell'economia ha indotto il governo ad astenersi dall'adottare indiscriminatamente misure di

bilancio di tipo espansionistico. Non di meno, poichè le entrate si sono andate sviluppando più lentamente del previsto, il deficit si è dilatato ed è stato in misura limitata finanziato dal governo mediante il ricorso al mercato monetario. Per combattere la disoccupazione settoriale, sono stati varati nel corso dell'anno sei programmi speciali comportanti una spesa globale di fiorini 613 milioni, in parte soltanto finanziata mediante nuovo indebitamento e per il resto coperta mediante la riduzione di spese nelle aree ad alto livello di occupazione. Il governo ha inoltre mitigato le restrizioni imposte alle licenze di costruzione ed ha concesso garanzie creditizie, contributi in conto interessi e speciali agevolazioni per gli investimenti in determinate industrie o regioni.

Dalla metà del 1967 in poi l'attività economica ha ripreso rapidamente quota. Con il soddisfacente aumento delle esportazioni ed il rinnovato vigore degli investimenti pubblici e dell'edilizia residenziale, il processo di recupero si è presto esteso anche ad altri settori, dando luogo alla ripresa dei consumi ed a ricostituzioni di scorte. In dicembre la produzione industriale superava del 9,5% il livello di un anno prima.

I prestiti bancari a breve e medio termine al settore privato, bruscamente dilatatisi a partire dalla primavera, sono cresciuti nel corso dell'intero anno di fiorini 2,1 miliardi ed il relativo saggio di incremento, prossimo al 23%, è stato quasi doppio di quello registrato nel 1966. Nello stesso tempo, l'accelerazione dei mutui a lungo termine e delle aperture di credito al settore pubblico hanno portato il volume totale dei nuovi impieghi delle banche commerciali a fiorini 2,9 miliardi contro fiorini 1,5 miliardi nel 1966. Alquanto inferiore, ma comunque sostenuto, si è rivelato l'aumento dei depositi che, pari nel 1966 a fiorini 0,6 miliardi, è stato di fiorini 2,5 miliardi nel 1967. In tali circostanze, le banche si sono nuovamente astenute dagli investimenti di portafoglio ed hanno ulteriormente ridotto le loro attività nette sull'estero nel corso dell'anno da fiorini 630 a 300 milioni.

Specialmente a seguito del maggior indebitamento del settore pubblico, i fondi ottenuti da residenti sul mercato dei capitali, in genere sotto la consueta forma di prestiti diretti, sono aumentati fra il 1966 ed il 1967 da fiorini 7,1 a 7,9 miliardi. Il governo ha provveduto a coprire, mediante il ricorso al mercato, oltre tre quarti del proprio disavanzo di cassa, che è salito nello stesso periodo da fiorini 1,6 a 2,1 miliardi. Contrariamente all'anno precedente, il fabbisogno finanziario delle autorità locali, che, superiore a fiorini 1,7 miliardi, si è all'incirca mantenuto uguale a quello del 1966, è stato quasi interamente soddisfatto con mezzi finanziari raccolti a lungo termine: spiegano il fenomeno tanto il limite del 105% cui è stato assoggettato, rispetto al livello di fine luglio 1966, il ricorso al credito bancario da parte delle autorità locali, quanto l'obbligo loro imposto di accedere al mercato dei capitali soltanto per il tramite di istituti di credito ufficiali. La richiesta di fondi da parte del settore privato si è, lo scorso anno, parzialmente spostata dal mercato dei capitali al sistema bancario. Dal lato dell'offerta sono stati principalmente gli istituti finanziari, agevolati dall'aumento del risparmio, ad alimentare il maggior flusso dei mezzi a lungo termine.

L'aumentato volume di fondi sul mercato dei capitali non ha potuto evitare, il ritorno a più elevati saggi d'interesse, al quale era infatti in parte collegato.

Il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine, dopo essere caduto al disotto del 6% nella primavera del 1967, ha ricominciato a crescere assestandosi intorno al 6,5% alla fine dell'anno. Gli alti rendimenti del mercato obbligazionario internazionale hanno contribuito a mantenere elevati quelli in vigore all'interno del paese.

Sebbene nella primavera del 1968 la disoccupazione non fosse ancora assorbita ed il consolidamento dei conti con l'estero non fosse ancora quello desiderato, la domanda e la produzione hanno continuato ad espandersi con ritmo soddisfacente. I salari, che nel 1967 hanno persistito ad aumentare notevolmente sono stati liberati da qualsiasi controllo nel gennaio 1968. In tale situazione la politica fiscale è stata ispirata a criteri di maggiore cautela: qualche aumento dei carichi fiscali, specialmente sui consumi, varrà a contenere il deficit del bilancio 1968 quasi negli stessi limiti dell'anno precedente, anche se una parte maggiore del disavanzo dovrà essere coperta da debiti a breve; inoltre, sono stati prorogati i programmi per far fronte al fenomeno della disoccupazione regionale.

*Belgio.* La produzione industriale, dopo essersi mantenuta stazionaria nel corso di tutto il 1966, si è portata ad un livello alquanto più elevato nei primi mesi del 1967. Questa fase di espansione, che ha rispecchiato un maggior vigore delle esportazioni e degli investimenti, si è dimostrata però di breve durata. Un nuovo rallentamento delle esportazioni, congiunto a una domanda interna generalmente in declino, ha determinato la contrazione dell'attività produttiva nella tarda primavera ed all'inizio dell'estate. La disoccupazione, che si era leggermente estesa durante il 1966, è considerevolmente aumentata sino all'ottobre 1967 e si è mantenuta elevata nel corso dell'ultimo trimestre, sebbene le esportazioni abbiano ripreso slancio e la produzione sia salita ad un livello superiore a quello dell'anno precedente.

Nel secondo semestre del 1966 la persistente pressione inflazionistica sui costi e sui prezzi aveva indotto le autorità a procedere con cautela sulla via di una meno restrittiva politica monetaria. Il bilancio per il 1967, presentato all'inizio dell'autunno, era stato congegnato in modo da ridurre il deficit in misura considerevole, lasciando però la porta aperta a maggiori uscite di carattere straordinario nel caso in cui la situazione lo dovesse giustificare. Inoltre, alla fine del 1966, i limiti quantitativi all'erogazione del credito bancario erano stati prorogati per un periodo di sei mesi, estendendo però ai crediti all'esportazione l'esenzione prevista per quelli accordati a scopo di investimento.

Tuttavia, dall'inizio del 1967 in poi, poichè il livello della disoccupazione è andato aumentando ed il saldo della bilancia dei pagamenti è diventato attivo, le autorità hanno posto mano ad un più efficace programma di espansione economica.

Nel campo monetario, misure intese ad agevolare sono state applicate gradualmente durante tutto l'anno. Tra febbraio ed ottobre, in cinque momenti e ad un quarto di punto alla volta, la Banca nazionale ha ridotto il saggio ufficiale di sconto dal 5,25 al 4%; peraltro, in vista della tendenza al rialzo della remunera-

zione del denaro manifestatasi all'estero a partire dalla primavera, i saggi corrisposti sui depositi vincolati a meno di un anno sono stati ridotti in misura più limitata. Alla metà dell'anno i limiti quantitativi ai prestiti bancari sono stati completamente sospesi; le banche hanno tuttavia ricevuto l'invito ad osservare una certa cautela nell'erogazione del credito. In luglio sono state mitigate le condizioni in vigore per gli acquisti rateali.

Negli altri campi l'azione delle autorità è principalmente consistita in misure di ordine congiunturale e strutturale assunte nel quadro della legge 31 marzo 1967, che ha attribuito al governo speciali poteri per il rilancio dell'economia. La prima serie di provvedimenti, adottati in aprile, ha inteso incoraggiare la ripresa degli investimenti mediante la costituzione di un "Fondo per l'espansione economica e la riorganizzazione regionale" dotato di fr.belgi 5 miliardi, la concessione di alcune esenzioni fiscali ed il trattamento di favore degli investimenti esteri. Al tempo stesso è stata ritoccata l'imposizione, principalmente quella indiretta, in modo da poter ottenere un maggiore gettito di fr.belgi 1,5 miliardi nel 1967. In maggio, una seconda serie di misure ha consentito ad alcuni istituti pubblici di credito una più ampia libertà d'azione nelle operazioni in titoli e di investimento, ha ampliato il campo di erogazione dei crediti agli investimenti fruenti di garanzia statale, ed ha introdotto più favorevoli possibilità di ammortamento. In autunno si sono avuti ulteriori provvedimenti riguardanti l'adozione da parte del "Fondo per la costruzione di strade" di nuovi sistemi di finanziamento a breve, la concessione di incentivi fiscali alle società relativamente agli aumenti di capitale e la riduzione di imposte in favore delle borse valori.

Come conseguenza della politica di bilancio espansionistica, nonché del ritmo più sostenuto assunto dalle erogazioni del "Fondo per la costruzione di strade", il fabbisogno finanziario netto del Tesoro è salito fra il 1966 ed il 1967 da fr.belgi 17 a 22 miliardi circa. Atteso il più elevato saggio di risparmio finanziario interno, il Tesoro ha potuto raccogliere sul mercato nazionale oltre fr.belgi 25 miliardi, principalmente a lungo termine, ed è stato perciò in grado di rimborsare circa fr.belgi 3 miliardi di debiti verso l'estero. D'altro canto, il massiccio volume dei nuovi titoli emessi dal Tesoro e dalle istituzioni a partecipazione statale ha sortito l'effetto di mantenere elevati i saggi d'interesse a lungo termine. La media dei rendimenti sui titoli governativi a lunga scadenza, dopo essere progressivamente salita tra la fine del 1965 e la primavera del 1967 dal 6,45 al 6,77 %, ha terminato l'anno sul livello del 6,58 %.

Il volume della moneta e della quasi moneta detenuto presso il sistema bancario si è accresciuto nel 1967 di oltre fr.belgi 33 miliardi, pari al 7,7 % contro l'8,5 % del 1966; nell'ambito dell'incremento totale si è assistito ad un deciso capovolgimento di tendenza in favore delle attività costituite da quasi moneta. I prestiti accordati al settore privato, che nell'anno precedente erano ammontati a fr.belgi 20 miliardi, sono saliti nel 1967 a fr.belgi 26 miliardi, mentre le attività nette delle banche sull'estero, dopo la flessione di fr.belgi 4 miliardi accusata nel 1966, sono aumentate di fr.belgi 18 miliardi. Il ricorso al mercato monetario del settore pubblico, che l'anno precedente si era uguagliato a fr.belgi 15 miliardi, si è ridotto nel 1967 a trascurabili proporzioni.

Nei mesi di gennaio e febbraio 1968 il governo ha adottato ulteriori misure intese a stimolare la ripresa economica, comprendenti l'attenuazione della disciplina in materia di acquisti rateali, un programma di lavori pubblici e di costruzioni per abitazione, e la concessione di crediti più cospicui e più a buon mercato per il finanziamento degli investimenti, particolarmente di quelli riguardanti le imprese minori e le aree depresse. Successivamente, nel mese di marzo, il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato dal 4 al 3,75%. In primavera l'attività economica stava espandendosi ad un ritmo ben sostenuto, sotto l'impulso della domanda sia estera che interna.

*Svizzera.* Soprattutto a seguito del rallentamento degli investimenti, l'espansione della domanda globale e della produzione ha subito nel 1967 un'ulteriore modesta decelerazione. Il mercato del lavoro ha tuttavia continuato a manifestare segni di tensione e la lievitazione dei prezzi al consumo è stata di non molto inferiore a quella del 1966. Il sostanziale pareggio del bilancio federale è stato sostituito da un disavanzo che è risultato comunque minore del previsto. Le misure delle autorità sono state peraltro dirette prevalentemente a rimuovere le pressioni al rialzo sui saggi d'interesse e quindi anche, indirettamente, su affitti, salari, e costi e prezzi dei prodotti agricoli.

In certa misura, la tensione sul mercato monetario si è attenuata all'inizio del 1967, essendo giunte a scadenza le misure restrittive di emergenza adottate nel 1964. I controlli obbligatori sugli impieghi bancari erano peraltro già stati sostituiti da direttive emanate dalla banca centrale verso la fine del 1966, mentre nel marzo del 1967 sono cessati il divieto di corrispondere interessi sui depositi in franchi svizzeri di non residenti e l'obbligo per le banche di investire all'estero tutti gli incrementi netti di tali fondi. Hanno infine avuto termine i controlli obbligatori sulle emissioni nazionali del mercato dei capitali, cui è stato sostituito un accordo volontario stipulato al riguardo fra le banche e l'istituto di emissione.

Nei primi mesi del 1967 la liquidità bancaria si è mantenuta piuttosto tesa ed i saggi d'interesse sono rimasti elevati, nonostante le flessioni sui mercati esteri. Per sbloccare la situazione, la Banca nazionale ha liberato in aprile un terzo (fr.sv. 345 milioni) dei depositi delle banche commerciali che erano stati congelati nel 1961 a seguito di un vasto afflusso di fondi esteri. Le condizioni di liquidità sono migliorate all'inizio dell'estate, quando la guerra nel Medio Oriente ha provocato massicci afflussi di capitali, soprattutto sotto forma di fondi rimpatriati. In luglio, dopo che i saggi di mercato erano diminuiti, la Banca nazionale ha ridotto il saggio ufficiale di sconto dal 3,5 al 3% mentre, tra maggio e settembre, il saggio del denaro a brevissima scadenza è caduto da oltre il 4% a meno dell'1%. Poichè in autunno, a causa dell'aumento dei saggi d'interesse verificatosi in altri paesi, la situazione monetaria si è fatta di nuovo tesa, le autorità, in considerazione anche del prestito di fr.sv. 450 milioni concesso al Regno Unito da un gruppo di banche svizzere, hanno liberato in dicembre un ammontare di fr.sv. 690 milioni rimasti congelati nei conti bloccati presso la banca centrale. All'incirca in questo periodo, lo stato di irrequietezza sui mercati dell'oro e dei cambi ha inoltre dato luogo ad un nuovo afflusso di fondi dall'estero.

Nel corso dell'anno la liquidità bancaria ha altresì tratto vantaggio dall'aumentata eccedenza delle partite correnti e dall'alto saggio di espansione dei depositi bancari, specialmente di quelli a lungo termine. A seguito, in parte, dei più favorevoli saggi corrisposti sulle obbligazioni di cassa, le passività di 75 banche rappresentative sono salite di fr.sv. 10,9 miliardi, ossia del 13 % contro l'8 % nel 1966. Il volume dei loro impieghi si è tuttavia accresciuto soltanto di fr.sv. 5,2 miliardi, cioè del 9,1 %, aumento all'incirca pari a quello dell'anno prima, ma comprendente una quota maggiore di prestiti concessi a non residenti. Le banche hanno utilizzato, in notevole misura, l'incremento della loro liquidità per dilatare le attività sull'estero, che, su base netta, sono passate fra il settembre 1966 ed il settembre 1967 da fr.sv. 0,9 a 2,1 miliardi. La persistente debolezza della domanda interna di credito ha indotto la Banca nazionale in settembre ad abrogare le direttive che ponevano un limite massimo all'espansione dei prestiti.

Sottoposto a disciplina volontaria, il mercato delle nuove emissioni ha conseguito nel 1967 circa gli stessi risultati dell'anno precedente. Le emissioni nette di obbligazioni da parte di residenti, che nel 1966 erano ammontate a fr.sv. 2.485 milioni, sono salite a fr.sv. 2.545 milioni, mentre quelle di non residenti, tuttora soggette ad autorizzazione, sono passate da fr.sv. 425 milioni nel 1966 a fr.sv. 710 milioni nel 1967 (di cui fr.sv. 300 milioni rappresentano quote di emissioni internazionali sottoscritte da un consorzio di banche svizzere); circa metà di tale importo è stata comunque collocata presso non residenti e non ha quindi comportato esportazioni di capitali svizzeri. In conseguenza della maggior quota di risparmio, nonché della persistente limitazione posta alle nuove emissioni, nel 1967 le condizioni del mercato obbligazionario sono lievemente migliorate per la prima volta in diversi anni; diminuendo di circa un quarto di punto, il saggio nominale delle obbligazioni cantonali si è ridotto al 5 %, mentre quello dei titoli delle centrali elettriche è sceso a circa il 5,25-5,5 %.

All'inizio del 1968, le prospettive create dalla ridotta espansione economica e dalla persistente carenza di mano d'opera hanno dato luogo all'adozione di nuove misure concernenti l'offerta di lavoro, intese a conferire una maggiore mobilità a parte dei lavoratori stranieri, conservandone tuttavia immutata l'entità globale.

*Austria.* La produzione industriale, mantenutasi pressochè stazionaria nel 1966, è leggermente diminuita nel corso del 1967. Verso la fine del 1966 le esportazioni, dopo un ristagno di molti mesi, avevano ricominciato a crescere; gli investimenti industriali e l'edilizia residenziale erano invece andati rallentando, mentre si era affievolita l'espansione dei consumi.

In queste circostanze, il ritmo dell'attività economica è stato in qualche modo sostenuto dall'adozione di una politica di bilancio in crescente misura espansionistica. La stesura originale del bilancio per il 1967 aveva in ogni caso preventivato un aumento dell'11 % nelle uscite ed una modesta riduzione delle imposte sul reddito. Tuttavia, l'avversa fase ciclica ha fatto scendere le entrate ad un livello inferiore a quello previsto e, in aggiunta a ciò, le autorità hanno deciso di attuare in ottobre una seconda riduzione delle suddette imposte. Inoltre, a seguito in parte

degli aumenti concessi ai dipendenti statali, le uscite hanno superato le previsioni. In conclusione, l'anno scorso il deficit effettivo (escludendo il rimborso di debiti e le operazioni con l'estero) è salito a scellini 4,3 miliardi da scellini 0,9 miliardi l'anno prima.

La situazione di liquidità è molto migliorata nel 1967. A prescindere dagli effetti che su tale liquidità hanno potuto esercitare il disavanzo di bilancio e il miglioramento delle partite correnti, si è verificata una forte espansione dell'indebitamento a lungo termine verso l'estero, da parte sia del settore pubblico che di quello privato. In aprile il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dal 4,5 al 4,25%, mentre quello sulle anticipazioni garantite da titoli governativi è stato portato dal 5,5 al 4,75%. La Banca nazionale ha inoltre diminuito di un punto le percentuali delle riserve legali minime, rendendo così disponibili circa scellini 1,5 miliardi, e si è anche offerta di riacquistare titoli del mercato monetario fino a scellini 0,5 miliardi. Quest'ultimo importo è stato portato a scellini 1 miliardo in giugno, quando contemporaneamente è stato innalzato il limite di risconto per tratte accettate sull'estero ed è stato agevolato l'accesso alle anticipazioni della banca centrale. Ulteriori provvedimenti sono stati presi in ottobre, dettati in parte dall'intento di incoraggiare i prenditori di prestiti a rivolgersi in maggior misura ai mercati interni del credito; il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 3,75% e gli altri saggi applicati dalla banca centrale sono stati proporzionalmente diminuiti; le percentuali delle riserve legali sono state ribassate di nuovo, rendendo disponibile un ulteriore importo di scellini 1,5 miliardi.

A seguito tanto del ritmo meno intenso dell'attività economica quanto del ricorso degli operatori al credito estero, gli impieghi bancari (esclusi gli acquisti di titoli) sono aumentati nel 1967 soltanto di scellini 9,9 miliardi contro scellini 14,7 miliardi nel 1966. I depositi degli istituti di credito si sono invece accresciuti di scellini 12,2 miliardi, ossia con un saggio di poco superiore a quello dell'anno precedente: i fondi raccolti sono stati così sufficienti a rimborsare i debiti verso la banca centrale, a ricostituire le disponibilità di cassa ed a ridurre, verso la fine del 1967, le passività nette a breve verso l'estero da circa scellini 3,8 a 2,4 miliardi.

Poichè il rallentamento dell'attività produttiva ha proseguito per tutto il 1967, il bilancio del 1968 è stato diretto a stimolare la domanda, soprattutto gli investimenti. Il disavanzo che verrà ancora una volta finanziato per la maggior parte mediante l'indebitamento verso l'estero, sarà appena inferiore a quello del 1967. E' stato inoltre compilato un bilancio di contingenza per scellini 2,4 miliardi (da reperirsi sul mercato del credito) che per metà ha avuto esecuzione all'inizio del 1968.

*Spagna.* All'inizio del 1967 la situazione economica ha risentito gli effetti dei vari provvedimenti di stabilizzazione adottati nel precedente autunno, allorché l'inflazione dei prezzi ed il saldo passivo dei conti con l'estero avevano raggiunto proporzioni preoccupanti. Nel programma di stabilizzazione erano incluse misure per contenere i consumi del settore pubblico ed per mantenere in via provvisoria gli investimenti pubblici al livello del 1966. Il controllo sui prezzi e sui margini di profitto era stato esteso a tutti i beni ed a tutti i servizi. Le condizioni rela-

tive alle vendite rateali erano state inasprite. Inoltre, l'espansione dei crediti accordati dalle banche al settore privato è rimasta soggetta al limite annuo del 17 %, in vigore dall'inizio del 1966.

Tra la fine del 1966 e l'inizio del 1967 la produzione industriale si è prima stabilizzata e poi contratta, rispecchiando principalmente la flessione degli investimenti. Nel medesimo periodo le importazioni, che si erano sensibilmente ridotte nella primavera e nell'estate del 1966, si sono stabilizzate ad un livello elevato. Le esportazioni sono state più sostenute dell'anno precedente, ma il saldo passivo globale della bilancia dei pagamenti si è mantenuto di proporzioni considerevoli e le riserve hanno continuato a diminuire.

La produzione industriale, dopo una certa ripresa manifestata in primavera ed all'inizio dell'estate, si è nuovamente affievolita in autunno terminando l'anno al medesimo livello registrato verso la fine del 1966. Nel corso del 1967 i prezzi al consumo sono saliti del 6,5 %, contro il 5,3 % dell'anno precedente, mentre quelli ingrosso si sono mantenuti stabili. I salari sono considerevolmente aumentati durante l'anno: in ottobre il salario giornaliero minimo, che nel 1966 era passato da pesetas 60 a 84, è stato portato a pesetas 96, con un miglioramento del 14,3 %.

Il governo è riuscito a ridurre il saggio di espansione delle spese di bilancio da oltre il 21 % del 1966 a circa il 13 %; tuttavia, in parte a seguito dei più ampi esborsi nei confronti delle autorità locali, il suo fabbisogno finanziario netto è solo diminuito da pesetas 33,2 a 31 miliardi. Nel medesimo tempo, avendo venduto un volume di titoli più cospicuo che nel 1966, esso ha potuto ridurre a proporzioni trascurabili il suo ricorso netto al credito della banca centrale.

I prestiti al settore pubblico degli istituti di credito (compresa la banca centrale), erogati in larga misura sotto la forma di acquisti di titoli, sono aumentati nel 1967 al saggio del 19,4 %, uguale a quello del 1966. Analogamente, il saggio di espansione del credito concesso al settore privato si è mantenuto vicino al limite massimo consentito del 17 %. In parte per riflesso dell'assorbimento di liquidità determinato dalla situazione dei conti con l'estero, inferiore a quello registrato nel 1966, l'offerta di moneta e di quasi moneta si è accresciuta del 16 % contro il 14 % dell'anno precedente. Nel 1967 la percentuale dei depositi che le banche debbono investire in obbligazioni dello stato è stata elevata in due tempi dal 17 al 19 %, mentre nel 1966 era stata portata dal 15 al 17 %. Le banche sono ulteriormente ricorse al credito della banca centrale, sebbene in minor misura che nell'anno precedente.

In novembre la peseta è stata svalutata in misura proporzionale alla sterlina. Subito è stata annunciata una serie di provvedimenti di stabilizzazione intesi a contenere l'inflazione dei prezzi mediante principalmente la contrazione dei consumi. Vanno annoverate tra siffatte misure la riduzione del personale statale, il blocco dei prezzi e dei salari sino alla fine del 1968, una sovrimposta del 10 % sui profitti della maggior parte delle società private ed un aumento del 5 % sugli accenti di pagamento degli acquisti rateali. Pochi giorni più tardi, il 27 novembre, la Banca di Spagna ha innalzato il saggio ufficiale di sconto dal 5 al  $5\frac{5}{8}$  %; contemporaneamente sono stati aumentati di mezzo punto i saggi bancari attivi e di un punto gli interessi sui depositi a risparmio.

Nel 1967, il saggio di aumento del prodotto nazionale reale è risultato soltanto del 3,5 % contro quasi l'8 % nel 1966. Tuttavia, all'inizio del 1968 la produzione industriale è risultata in aumento, mentre la svalutazione, unitamente al miglioramento dei conti con l'estero, dovrebbe favorirne l'ulteriore sviluppo. Che ciò si verifichi o meno dipenderà in larga misura dal successo dell'azione governativa volta a tenere sotto controllo l'espansione della spesa pubblica ed il corso inflazionistico dei prezzi.

*Portogallo.* Nel 1967, grazie al notevole slancio della produzione agricola ed al continuo sviluppo del settore dei servizi, il saggio di aumento del prodotto nazionale reale è salito al 5,5 %, mentre tra il 1965 ed il 1966 era sceso dal 7 ad appena il 3 %. Il saggio della produzione industriale ha d'altro canto accusato una flessione; sebbene l'attività edilizia sia stata abbastanza sostenuta, gli investimenti fissi lordi, che si erano considerevolmente accresciuti nel corso degli ultimi anni, hanno subito una contrazione del 10 %. Sembra che il fenomeno sia in parte collegato ai più elevati costi derivanti dagli aumenti dei salari, particolarmente nel settore industriale. La continua lievitazione dei prezzi al consumo è stata in qualche modo mitigata dalla ripresa della produzione agricola.

Fra gennaio e novembre del 1967 la spesa pubblica ordinaria e straordinaria è salita di quasi il 18 % contro l'8 % circa del corrispondente periodo del 1966. Nel medesimo tempo peraltro, le entrate tributarie si sono notevolmente ampliate con il miglioramento dei sistemi di esazione e l'entrata in vigore del nuovo schedario fiscale. L'avanzo globale si è pertanto mantenuto ancora sul livello del 1966.

In relazione al rallentamento della produzione industriale, i prestiti accordati al settore privato dal sistema bancario, in larga parte consistenti di effetti commerciali scontati, sono aumentati nel 1967 soltanto del 7,5 % contro il 13 % del 1966. D'altro canto, in connessione col più ampio saldo attivo della bilancia dei pagamenti, l'incremento della moneta e della quasi moneta, pari all'11 %, è stato pressochè uguale a quello dell'anno precedente. In conseguenza, le banche hanno dilatato il portafoglio titoli e le disponibilità contanti, mentre hanno ridotto il ricorso al credito della banca centrale.

Nell'estate del 1967 sono state adottate parecchie misure nell'intento di migliorare l'efficienza del sistema creditizio e di aumentare le possibilità di far ricorso al credito all'interno del paese. Poichè, a quel che risulta, la recessione era stata aggravata da improvvise revoche di crediti a breve, i quali sono di vitale importanza per le aziende industriali, è stata annunciata la costituzione di organi centrali per assicurare i crediti all'esportazione e per raccogliere informazioni sui rischi bancari. Nel medesimo tempo è stata notevolmente ampliata la disponibilità di fondi pubblici per il finanziamento delle esportazioni. Si è deciso di innalzare i saggi d'interesse di tutto il sistema creditizio a livelli più elevati, anche se ancora generalmente al disotto di quelli in vigore sui mercati esteri. La norma per cui il 51 % del capitale di ogni società nazionale deve essere di proprietà portoghese è stata abrogata. Le aliquote percentuali minime di liquidità delle banche commerciali a fronte dei depositi a vista e di quelli vincolati fino a 90 giorni sono state

ridotte di un punto e portate rispettivamente al 14 ed al 9%, mentre è stata aumentata dal 5 al 6% l'aliquota di liquidità riguardante i depositi a più lunga scadenza.

Nell'ultimo trimestre si è manifestata in modo evidente una certa ripresa delle esportazioni e della produzione industriale. Per quanto riguarda gli investimenti, un po' di strada ancora deve essere percorsa prima che essi si mettano in linea con i piani di sviluppo. In vista di questo obiettivo, all'inizio del 1968 il governo ha ridotto i diritti doganali sulle importazioni di materie prime e beni strumentali ed ha introdotto incentivi fiscali intesi a stimolare gli investimenti industriali.

*Danimarca.* Nel primo semestre del 1967, nonostante l'indebolimento delle esportazioni, la produzione ed i guadagni hanno continuato in modo molto rapido la loro espansione alla quale si sono accompagnati incrementi dell'edilizia residenziale, dei consumi personali e della spesa pubblica. Entro certi limiti, i consumi sono aumentati in vista della sostituzione, avvenuta nel mese di luglio, dell'imposta sugli scambi con un'imposta del 10% sul valore aggiunto che, ampliando la base imponibile dal 40 all'80% dei consumi, avrebbe raddoppiato in un anno il gettito di tale entrata. Con il saggio ufficiale di sconto al livello del 6,5%, la politica creditizia è rimasta improntata a criteri restrittivi. Le banche commerciali e le casse di risparmio hanno continuato, in base alle norme del 1965, a versare il 20% degli incrementi dei depositi in un conto speciale presso la Banca nazionale, oppure ad utilizzarlo per migliorare la loro posizione netta sull'estero. A partire dal dicembre 1966 si è consentito di soddisfare a tale obbligo anche mediante il deposito presso la banca centrale di obbligazioni quotate, cui mancano meno di dieci anni per giungere a scadenza.

Dopo la metà dell'anno i consumi sono rallentati e gli investimenti hanno presentato sintomi di flessione. I profitti hanno subito una crescente compressione, mentre le anticipazioni bancarie, che erano fortemente aumentate nel primo semestre, si sono accresciute molto più lentamente, a seguito, in parte, del fatto che le banche si sono adoperate attivamente per ricostituire la loro liquidità. La rimozione dei controlli quantitativi sulle costruzioni non ha evitato che l'edilizia residenziale si sviluppasse ad un ritmo meno sostenuto. D'altro canto, le esportazioni hanno ripreso ad aumentare e la spesa pubblica ha continuato ad espandersi allo stesso ritmo di prima. Nei mesi precedenti la svalutazione della sterlina, si è comunque assistito ad una contrazione nella produzione globale che si è rispecchiata nell'aumento della disoccupazione.

In novembre la Danimarca ha seguito, ma solo a mezza strada, la sterlina sulla via della svalutazione, deprezzando del 7,9% la propria parità rispetto al dollaro. Il mutamento, in parte dovuto all'importanza che il mercato britannico ha per le esportazioni di prodotti agricoli danesi, non è stato inopportuno per altre ragioni. Negli anni recenti l'inflazione dei costi era diventata un problema serio. Nel quinquennio anteriore al 1966 i salari orari erano cresciuti di circa il 10% all'anno, superando così notevolmente l'incremento della produttività, mentre l'indice dei prezzi al consumo era salito di circa il 6% all'anno. In parte a causa delle

prospettive d'inflazione, i rendimenti a lungo termine erano saliti, già da parecchi anni prima della svalutazione, all'8-10%. Per questa ragione, la svalutazione sembra quindi essere stata una misura realistica dal punto di vista delle relazioni commerciali in generale.

A seguito del saggio d'espansione più lento dopo la metà dell'anno, i crediti delle banche commerciali all'economia interna si sono accresciuti nel 1967 soltanto del 9% rispetto al 15% dell'anno precedente. Per contro, nonostante il saldo passivo dei conti con l'estero e la flessione delle riserve ufficiali, i depositi sono aumentati dell'11%. Il motivo va soprattutto ricercato nel bilancio di cassa del governo, il cui avanzo è stato sostituito da un disavanzo che si è rispecchiato in parte nei suoi conti con la banca centrale. Inoltre, al fine di attenuare le pressioni sui saggi d'interesse, la Banca nazionale ha proseguito i suoi acquisti di obbligazioni governative che, unitamente al rimborso di titoli del debito pubblico, sono ammontati a cor.dan. 1,5 miliardi contro cor.dan. 1 miliardo nel 1966. Le banche commerciali, dopo aver depositato cor.dan. 275 milioni su conti di riserva bloccati ed aver mantenuto pressochè invariati gli investimenti globali, hanno migliorato di oltre cor.dan. 500 milioni la loro posizione di liquidità che nel 1966 era deteriorata di cor.dan. 650 milioni.

Un programma di restrizioni per il periodo successivo alla svalutazione è stato elaborato con una certa lentezza. Si è subito provveduto a bloccare, fino al giugno 1968, i margini di profitto commerciali. Il 19 dicembre la banca centrale ha alzato il saggio ufficiale di sconto dal 6,5 al 7,5% ed ha sospeso le operazioni di sostegno al mercato obbligazionario. Per l'anno nel suo complesso, i prezzi al consumo sono aumentati del 10%, ovvero del 5% se si escludono gli effetti della riforma fiscale, e il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine è passato da circa il 9 al 9,25%.

Verso la fine di febbraio il governo ha adottato alcune misure intese a conseguire, per l'anno fiscale iniziatosi nell'aprile 1968, un avanzo di cassa di cor.dan. 450 milioni in luogo del deficit di cor.dan. 360 milioni registrato nel precedente esercizio. Tali misure comprendono riduzioni nella spesa, un aumento dal 10 al 12,5% dell'imposta sul valore aggiunto a partire da aprile, maggiori contributi all'agricoltura per contenere l'aumento dei prezzi, e, infine, il blocco dei prezzi in molti settori fino al novembre 1968. In tale quadro, ed al fine di incoraggiare una certa ripresa degli investimenti industriali, nel marzo 1968 il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato dal 7,5 al 7%.

*Norvegia.* All'inizio del 1967, dopo parecchi anni di continuo e rapido sviluppo e mentre si profilava un considerevole aumento della spesa pubblica, era logico attendersi che le risorse dell'economia sarebbero state assoggettate a tensioni crescenti. La politica creditizia si proponeva come scopo dichiarato per il 1967 quello di contenere l'espansione dei prestiti delle banche commerciali e delle casse di risparmio nel limite di cor. norv. 1.250 milioni, corrispondenti ad un saggio del 6,5%; nel 1966 l'incremento si era uguagliato al 9,5% circa. Nel mese di marzo si è adottata una serie di misure blandamente restrittive, comprendenti il rinvio di progetti governativi, lo scaglionamento nel tempo degli interventi creditizi delle

banche di stato, la limitazione selettiva delle nuove costruzioni, maggiori incentivi al deposito di fondi in conti di investimento presso la Banca di Norvegia e l'inasprimento delle condizioni relative al credito rateale.

Nel secondo trimestre la produzione si è alquanto ridotta, in connessione con la meno sostenuta domanda interna per consumi e investimenti, e tale si è mantenuta nel terzo trimestre, in cui anche le esportazioni hanno perduto vigore. I maggiori introiti in conto capitali hanno comunque fatto sì che la bilancia dei pagamenti presentasse un saldo attivo. La situazione del mercato del lavoro non è molto migliorata ed i salari hanno mantenuto la loro tendenza al rialzo.

A partire dall'inizio dell'autunno la produzione è nuovamente aumentata. Il bilancio preventivo del 1968, presentato in ottobre, prevede una meno rapida espansione della spesa pubblica ed un aumento dell'avanzo (non tenendo conto dei prestiti). A seguito peraltro del considerevole incremento dei finanziamenti concessi alle banche di stato, il fabbisogno netto di credito delle autorità governative sarà alquanto più elevato che nel 1967. In novembre la percentuale minima di liquidità delle banche commerciali e delle casse di risparmio è stata innalzata di un punto al fine di contenere l'espansione del credito nei limiti prescritti per il 1967.

Dopo la svalutazione della sterlina, la corona norvegese ha subito pressioni di una certa entità sul mercato dei cambi, che hanno indotto la banca centrale ad intervenire per qualche tempo con operazioni a termine. Peraltro, le riserve hanno presto ripreso a crescere e gli impegni a termine sono stati gradualmente ridotti.

A scopi di riforma di struttura, la Banca di Norvegia ha concluso in dicembre con gli istituti di credito un accordo inteso a rendere i saggi d'interesse a lungo termine sul mercato interno maggiormente indipendenti dagli avvenimenti esterni. Le aziende di credito si sono impegnate a consultarsi con la banca centrale prima di variare i saggi passivi od attivi, a non stipulare accordi reciproci intesi a vincolare questi ultimi al livello del saggio ufficiale di sconto, a fissare i saggi d'interesse sui mutui ipotecari, prima variabili su semplice preavviso, per periodi ciascuna volta non inferiori a cinque anni e non superiori a dieci e, infine, a finanziare per quanto possibile gli investimenti a lungo termine mediante crediti a lunga scadenza.

Nell'intero anno 1967 le banche commerciali e le casse di risparmio hanno dilatato il volume dei loro prestiti al settore privato dell'8,5%, saggio questo sensibilmente superiore al limite massimo prescritto all'inizio dell'anno. Nel medesimo tempo, i crediti accordati dal sistema bancario al settore pubblico sono in effetti diminuiti, soprattutto per riflesso della migliorata posizione del governo centrale nei confronti della Banca di Norvegia. Peraltro, in relazione ad un avanzo esterno superiore a quello del 1966, l'offerta di moneta e di quasi moneta si è sviluppata al saggio del 9,5%, un po' più rapidamente cioè che non nel precedente anno. Il limite che le banche commerciali e le casse di risparmio, globalmente considerate, sono state invitate a non superare nell'erogazione dei loro crediti, è stato fissato per il 1968 in cor. norv. 1.750 milioni, corrispondenti ad un saggio pressochè uguale a quello prescritto per il 1967.

*Svezia.* La politica restrittiva in vigore da tempo e una flessione nel ritmo delle esportazioni avevano congiuntamente provocato un certo rallentamento nell'espansione della domanda intorno alla metà del 1966. All'inizio del 1967, mentre le esportazioni avevano mostrato sintomi di ripresa, gli investimenti si andavano invece contraendo. Il bilancio per l'anno finanziario 1967-68, che ha inizio il 1° luglio ed è stato presentato in gennaio, mirava a ridurre i consumi in modo selettivo attraverso aumenti dell'imposizione indiretta e dei contributi previdenziali, nonchè a frenare l'edilizia non avente carattere prioritario, mediante l'applicazione di un'imposta del 25 % sugli investimenti. D'altro canto, sono stati stanziati cor.sv. 500 milioni a favore di un nuovo Fondo per lo sviluppo industriale, creato per lo studio e l'attuazione dei progetti. Data questa situazione, la politica monetaria si è orientata verso maggiori agevolazioni ed il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato due volte in febbraio e in marzo, complessivamente dal 6 al 5 %.

A partire dalla tarda primavera, poichè la domanda interna continuava ad essere depressa e le esportazioni andavano nuovamente diminuendo, sono stati adottati nuovi provvedimenti diretti a mantenere sotto controllo la crescente disoccupazione. I fondi di investimento detenuti dall'industria su conti vincolati presso la Riksbank sono stati liberati in tre fasi: in maggio per i progetti di nuove costruzioni e l'acquisto di attrezzature, in ottobre per l'accumulazione di scorte ed in dicembre di nuovo per attrezzature industriali. Alcune ordinazioni del settore pubblico sono state anticipate, mentre quelle delle autorità locali hanno ricevuto un contributo governativo del 20 %. I programmi di costruzione di edifici pubblici sono stati accelerati e le facilitazioni all'edilizia residenziale sono state ampliate. Si è avuta inoltre la concessione di esenzioni dall'imposta sugli investimenti e le attività di riqualificazione del lavoro hanno ricevuto un notevole impulso. Il conseguente aumento della spesa pubblica, unitamente alla flessione ciclica delle entrate, ha dilatato per l'anno fiscale 1967-68 il deficit di bilancio, le cui stime rivedute sono pari a cor.sv. 3,3 miliardi a confronto del deficit di cor.sv. 1,6 miliardi nell'anno precedente.

Per effetto delle misure sopra descritte, la Svezia ha potuto conseguire nel 1967 un saggio di espansione abbastanza soddisfacente. La pronunciata ripresa dell'edilizia residenziale, la dilatazione della spesa pubblica e il modesto aumento dei consumi privati hanno più che compensato la insufficienza delle esportazioni e degli investimenti privati. La produzione reale si è accresciuta del 3,6 %, cioè ad un saggio che è superiore a quello del 1966 e pressochè uguale a quello del 1965. La disoccupazione è comunque salita ad un livello alquanto alto rispetto al passato.

L'aumento netto dei prestiti concessi dal sistema creditizio è stato nel 1967 di cor.sv. 17,3 miliardi a confronto di cor.sv. 12,7 miliardi nel 1966 e di cor.sv. 10,3 miliardi nel 1965. Dal 1966 al 1967 il ricorso al credito da parte del governo è notevolmente cresciuto da circa cor.sv. 1,3 a 3 miliardi; circa metà di questo importo è stata fornita dalle banche, per le quali tali crediti costituiscono una componente della liquidità. Il credito accordato al governo dalla banca centrale è aumentato meno che nel 1966 ed è principalmente consistito in acquisti di titoli a lungo termine. I nuovi prestiti all'edilizia residenziale, fondati soprattutto sul-

L'emissione di cartelle ipotecarie, sono passati da cor.sv. 5,5 miliardi nel 1966 a cor.sv. 6,9 miliardi nel 1967. Il fabbisogno di credito delle imprese, salito da cor.sv. 4,6 a 5,8 miliardi, è stato per due terzi coperto, come già nell'anno precedente, mediante il ricorso al mercato dei capitali. Dopo un aumento di cor.sv. 1,8 miliardi nel 1966, le attività liquide delle banche si sono dilatate nel 1967 di cor.sv. 3,1 miliardi, principalmente a seguito degli accresciuti averi di titoli governativi e cartelle ipotecarie e del miglioramento della posizione netta sull'estero.

In novembre, la politica monetaria è stata fortemente inasprita per fronteggiare le uscite di capitali seguite alla svalutazione della sterlina. Pertanto, dopo che le riserve della Riksbank avevano subito una perdita di quasi cor.sv. 1 miliardo in un mese, si è provveduto ad alzare il saggio ufficiale di sconto dal 5 al 6% e i debiti delle banche commerciali verso l'istituto di emissione, eccedenti il 50% dei loro fondi, sono stati assoggettati ad un saggio di penalizzazione del 9%. Inoltre, la metà dei saldi delle banche sull'estero è stata esclusa dal calcolo del rapporto di liquidità che le banche devono osservare, se vogliono evitare il pagamento del saggio di penalizzazione sui prestiti ottenuti dalla banca centrale in eccedenza del 25% dei propri fondi. Tali misure sono state rafforzate dall'obbligo temporaneamente imposto alle banche maggiori e minori di versare su conti bloccati presso la Riksbank rispettivamente il 2 e l'1% dei loro depositi. A queste restrizioni di fine d'anno è da attribuire l'aumento di cor.sv. 1 miliardo dei debiti delle banche commerciali verso la banca centrale durante il 1967. Nel febbraio 1968, grazie ad un certo riflusso di capitali, il saggio ufficiale di sconto ha potuto essere ridotto al 5,5% ed i depositi bloccati sono stati resi nuovamente disponibili.

Nella primavera del 1968 la politica monetaria è rimasta improntata a cautela. Anche se i programmi relativi all'occupazione saranno intensificati, il bilancio 1968-69 prevede la riduzione del deficit a cor.sv. 2,7 miliardi. Si ritiene che la riforma fiscale, consistente principalmente nell'applicazione a partire dal gennaio del 1969 dell'imposta sul valore aggiunto, avrà effetti grosso modo compensatori sulle entrate.

*Finlandia.* Nell'ottobre del 1967, neppure dieci anni dopo che la parità ufficiale era stata ridotta del 28%, il marco finlandese è stato nuovamente svalutato del 23,8%. Sebbene le difficoltà che hanno condotto a tale passo abbiano toccato il loro apice lo scorso anno, esse risalgono a molto tempo indietro e la loro causa risiede principalmente nella persistente inflazione di costi e prezzi, la cui intensità va in parte ascritta al diffuso impiego di indici in numerosi accordi. Il 1964 sembra essere stato l'anno cruciale, a partire dal quale le riserve sono diminuite praticamente senza interruzione, nonostante il notevole ricorso al credito estero.

Nel triennio 1964-66 i guadagni orari erano saliti in media del 10% all'anno; l'incremento più vistoso (13,2%) si ebbe nel 1964, quando venne concesso un aumento del 10% connesso al costo della vita. Nel corso del medesimo triennio i prezzi al consumo progredirono con il ritmo del 6,5% all'anno. Vero è che le esportazioni si erano accresciute nel biennio 1964-65 in misura del tutto soddisfacente, ma è anche possibile che tale sviluppo abbia accentuato la spirale infla-

zionistica. Inoltre, le importazioni, che nel solo 1964 erano cresciute di quasi il 25 %, hanno registrato un saggio d'incremento medio durante il triennio del 13 % all'anno. Dopo il 1965 le esportazioni si sono ampliate meno rapidamente e l'espansione registrata nei primi nove mesi del 1967 va interamente attribuita al più cospicuo volume di merci vendute all'Unione sovietica.

Nel primo semestre del 1967 la politica monetaria è rimasta improntata a criteri restrittivi e le banche sono state obbligate a ricondurre entro certi limiti i loro risconti; inoltre, al fine di compensare gli effetti di un prestito di MF 300 milioni concesso al Tesoro dalla banca centrale nel dicembre 1966, esse hanno dovuto costituire presso la Banca di Finlandia speciali depositi in rapporto all'aumento delle loro risorse. In giugno sono state impartite dettagliate istruzioni al sistema bancario in merito all'ordine di priorità da osservare nell'erogazione del credito. Nell'autunno precedente, inoltre, la politica fiscale era diventata più restrittiva, dato che il bilancio del 1967 prevedeva aumenti dell'imposta sugli acquisti, nonchè sul reddito personale e sulla proprietà immobiliare. Sotto l'influsso delle restrizioni monetarie e fiscali, gli investimenti produttivi e l'edilizia residenziale hanno perduto vigore, determinando in primavera una riduzione nella produzione. E nonostante che anche le importazioni si siano ridotte, l'insorgere della disoccupazione ed il ristagno delle esportazioni, unitamente al graduale esaurimento dei crediti concessi dal F.M.I. nel marzo precedente, hanno condotto in autunno alla svalutazione.

La svalutazione è stata accompagnata dall'introduzione di un'imposta sulle esportazioni, inizialmente fissata nel 14 % e gradualmente riducibile, il cui gettito deve essere bloccato presso la banca centrale, salvo ad essere svincolato per dichiarati scopi d'investimento. Fra le altre misure adottate figurano l'abolizione anticipata dei dazi sulle importazioni dai paesi EFTA, maggiori imposte sul tabacco e sulle sigarette ed il blocco dei prezzi di tutti i prodotti collegati all'indice del costo della vita. I prestiti degli istituti di credito, limitati dalla carenza di liquidità creata in parte dal saldo passivo dei conti con l'estero, sono aumentati durante il 1967 dell'8,4 % contro l'11,6 % in ciascuno dei due anni precedenti.

Il bilancio del 1968, presentato dopo la svalutazione, è apparso in pareggio, nonostante il cospicuo incremento dei prestiti pubblici e degli investimenti in esso previsti. Un passo più significativo è stato compiuto dal governo nell'aprile 1968 con l'introduzione di un esteso programma di stabilizzazione che prevede l'abolizione degli indici negli accordi riguardanti salari, depositi bancari, nuove emissioni di obbligazioni governative, nonchè nella maggior parte degli altri contratti. Il programma contempla ancora, oltre il contenimento entro limiti degli aumenti dei salari e dei prezzi dei prodotti agricoli, il blocco di altri prezzi, degli affitti e dei saggi attivi bancari sino alla fine del 1969. La spesa pubblica dovrà essere limitata ed i bilanci suppletivi aboliti, il carico fiscale resterà immutato sino alla fine del 1969 e le emissioni governative non potranno essenzialmente superare le necessità connesse al rimborso del debito pubblico. D'altro canto, date le migliori prospettive offerte dalla bilancia dei pagamenti, i crediti direttamente erogati dalla banca centrale in favore dell'economia privata sono stati accresciuti al fine di stimolare gli investimenti.

### **Paesi dell'Europa orientale.**

Un importante fattore del rapido sviluppo del prodotto materiale totale verificatosi nel 1966 nei paesi dell'Europa orientale è costituito dall'espansione eccezionale della produzione agricola, favorita dalle condizioni atmosferiche insolitamente favorevoli. Era da attendersi quindi che nel 1967 il saggio globale di sviluppo sarebbe rallentato ma, nonostante condizioni meno favorevoli, il livello della produzione agricola non ha subito variazioni e la produzione industriale dell'intera area, che in ciascuno dei due anni precedenti era aumentata dell'8,5 %, è salita del 9,5 %. In conclusione, la decelerazione del ritmo espansivo del prodotto materiale è stata sorprendentemente moderata. Il risultato conseguito acquista poi maggior valore se si considera che l'espansione industriale si è quasi ovunque accompagnata a rapidi incrementi di produttività e che la produzione di beni di consumo si è più intensamente sviluppata consentendo un ulteriore e considerevole miglioramento in termini reali del livello dei consumi.

Le caratteristiche del progresso compiuto dall'Europa orientale globalmente considerata sono state particolarmente accentuate nell'*Unione sovietica*, dove la produzione agricola complessiva, avendo la maggior produzione di carni compensato la flessione del 14 % nel raccolto dei cereali, ha registrato un ulteriore modesto incremento rispetto a quello, senza precedenti, conseguito nel 1966. Il risultato più spiccato dell'anno è tuttavia costituito dall'aumento del 10 % nella produzione industriale, il più elevato raggiunto negli anni sessanta; esso è stato reso possibile dal miglioramento della produttività che è salita del 7 % contro il 4,5 % nel 1966. Nel corso del 1967 sono stati riveduti i prezzi ingrosso, in modo che i profitti rispecchiassero più fedelmente la situazione delle imprese. E' stato così possibile estendere a più ampi settori industriali il principio dell'autonomia nella direzione delle aziende, permettendo che incentivi collegati ai profitti stimolino l'efficienza produttiva a livello di ciascuna fabbrica. Per essere efficaci, siffatti incentivi debbono tuttavia essere adeguati al reale tenore di vita, mentre l'offerta dei beni di consumo deve ricevere un impulso crescente: questa necessità è stata tenuta presente tanto nel tipo di produzioni realizzate lo scorso anno quanto in quelle contemplate nel piano elaborato per l'anno corrente che, rompendo con un principio tradizionale della pianificazione sovietica, prevede per il settore dei beni di consumo un'espansione più rapida che per le industrie produttrici di beni strumentali.

A causa del lento incremento della mano d'opera industriale, l'aumento più rapido della produttività riveste particolare importanza nella *Germania orientale* dove, nel 1967, la produzione industriale ha mantenuto lo stesso ritmo di sviluppo. Altrettanto dicasi per la *Cecoslovacchia* in cui, dopo le difficoltà all'inizio degli anni sessanta, il saggio d'incremento della produzione industriale è risultato superiore al 7 % per tre anni consecutivi. In quest'ultimo paese, in modo particolare, i futuri progressi dipendono dalla riuscita delle attuali riforme economiche, più lungimiranti di quelle introdotte nella maggior parte degli altri paesi dell'Europa orientale e tendenti a dar vita ad una forma di mercato socialista aperto all'influenza della concorrenza estera. In molti settori, la pianificazione è divenuta più indicativa che coercitiva ed i produttori godono ormai di un notevole grado di auto-

**Economie dell'Europa orientale:  
Reddito nazionale, produzione industriale ed agricola.**

Paesi	Prodotto materiale netto			Produzione industriale globale			Produzione agricola globale		
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	1965	1966	1967
aumenti annuali reali, in percento									
Albania . . . . .	3,0	9,0	7,5	6,4	12,0	12,8	-3,0	15,0	12,0
Bulgaria . . . . .	7,1	11,1	9,0	13,7	12,2	13,4	1,8	14,3	1,0
Cecoslovacchia . .	3,4	10,8	8,0	7,9	7,4	7,1	-3,9	10,5	3,5
Germania orientale	4,4	5,3	5,0	6,2 <sup>1</sup>	6,4 <sup>1</sup>	6,8 <sup>1</sup>	.	.	.
Polonia . . . . .	7,0	7,2	6,0	9,0	7,4	7,5	7,7	5,4	2,3
Romania . . . . .	9,7	9,8	7,5	13,1	11,7	13,5	6,7	14,0	1,0
Ungheria . . . . .	1,1	8,4	7,0	4,8	6,6	9,1	-5,3	7,9	1,0
URSS . . . . .	6,9	7,5	7,0	8,7	8,6	10,0	2,0	9,8	1,0
Jugoslavia . . . . .	3,4 <sup>2</sup>	8,6 <sup>2</sup>	0,3 <sup>2</sup>	8,0	4,0	0,0	-9,1	16,0	-2,0

<sup>1</sup> Produzione di beni (cioè, esclusi quelli in lavorazione). <sup>2</sup> Prodotto materiale lordo.  
Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1967*.

nomia nell'adozione delle decisioni. E' perciò inevitabile che il passaggio ad un nuovo sistema di formazione dei prezzi, avviato durante il 1967, debba creare difficoltà: si tratta però di un passo cruciale compiuto sulla via di una più efficiente distribuzione delle risorse nell'ambito dell'economia e di una più stretta integrazione economica con il resto del mondo.

In *Ungheria*, dove nel corrente anno si stanno verificando analoghi mutamenti nella gestione dell'economia, l'espansione industriale del 1967 è apparsa incoraggiante. Rispetto al 6,5% del 1966, la produzione è salita del 9%, si è accompagnata ad incrementi del livello di occupazione e della produttività superiori a quelli programmati ed è strutturalmente migliorata a seguito della chiusura delle miniere di carbone il cui sfruttamento era eccessivamente oneroso e del rapido sviluppo dell'industria alimentare e di quella leggera. In *Polonia* per contro, l'espansione industriale del 1967 è stata alquanto deludente e ha differito notevolmente da quella di altri paesi. Si è rallentato lo sviluppo della produzione di beni di consumo ed il saggio globale di espansione industriale è rimasto immutato, grazie quasi esclusivamente al più elevato impiego di forze di lavoro: l'incremento della produttività si è quindi ridotto al 3,5% che, escludendo la Jugoslavia, rappresenta il saggio più basso dell'area. Nel corso dell'anno entrambi i fenomeni ora accennati hanno aggravato la tensione esistente sul mercato dei beni di consumo.

Tra i paesi meno industrializzati del gruppo, la *Romania* e la *Bulgaria* hanno accresciuto le rispettive produzioni industriali di circa il 13,5% contro il 12% a un dipresso nel 1966. Mentre la Romania ha conseguito il maggior incremento del prodotto per unità di mano d'opera - 9,5% contro l'8% del 1966 - in Bulgaria il miglioramento della produttività è stato più accentuato, passando dal 3% nel 1966 ad oltre l'8% nel 1967. Il processo di industrializzazione ha compiuto rapidi progressi anche in *Albania* dove la produzione, cresciuta del 12,8%, sembra aver riacquisito slancio dopo i più modesti miglioramenti registrati nella prima metà del decennio: il fenomeno può essere in parte attribuito alla maggiore offerta di

prodotti agricoli che ha rispecchiato il cospicuo ulteriore aumento della produzione in questo settore nel 1967, superiore di oltre il 25 % a quella del 1965.

E' significativo il fatto che i risultati conseguiti nell'ultimo biennio dalle industrie dei paesi dell'Europa orientale siano risultati superiori alle previsioni dei rispettivi piani: può essere questo il riflesso del maggiore sviluppo dato al sistema degli incentivi materiali collegati al raggiungimento di determinati obiettivi, sistema che ha contribuito ad arrestare la tendenza di lungo periodo verso saggi decrescenti di espansione industriale. I piani approntati per il 1968 sono di tono generalmente modesto, nel senso che prevedono saggi di sviluppo inferiori a quelli registrati lo scorso anno; altrettanto dicasi per quanto riguarda i programmi agricoli. Gli obiettivi in essi indicati debbono peraltro essere considerati come i saggi di espansione minimi di cui è probabile il conseguimento.

L'aspetto presentato dall'economia della *Jugoslavia* nel corso del 1967 contrasta fortemente con i progressi compiuti dagli altri paesi dell'Europa orientale. Con la produzione agricola al disotto del livello senza precedenti raggiunto nel 1966 e la produzione industriale in fase di ristagno, il prodotto materiale lordo non ha registrato alcun aumento di qualche rilievo. Il ristagno del settore industriale è stata essenzialmente determinata da motivi di politica economica e più precisamente dalle rigorose restrizioni monetarie introdotte nel secondo semestre 1966 e rafforzate all'inizio del 1967, con le quali si è inteso ristabilire la normalità nel settore salariale, riducendo la liquidità delle imprese. Tali misure sono state attenuate nel 1967 dopo che la pressione sui salari era diminuita d'intensità ed un ulteriore stimolo è stato impresso nella primavera del 1968. Data la capacità disponibile dell'economia, si prevede che nel corrente anno il saggio dell'espansione industriale potrà ammontare al 3-4 % all'incirca.

Nel 1967, l'eccessivo incremento dei redditi monetari, l'ulteriore liberazione delle importazioni e la più ridotta attività sui mercati dei paesi dell'Europa occidentale hanno contribuito a portare a \$450 milioni il deficit commerciale della *Jugoslavia*. Grazie, tuttavia, a più cospicui introiti netti dalle partite invisibili, il disavanzo delle partite correnti è peggiorato soltanto di \$12 milioni, salendo a \$60 milioni e, poichè questo deficit è stato più che compensato da un afflusso netto di capitali, le riserve ufficiali sono aumentate di \$19 milioni.

#### **Canada.**

Sebbene le misure di politica monetaria fossero state alquanto mitigate nell'estate precedente, la persistente flessione nell'edilizia residenziale e nell'accumulazione delle scorte ha determinato il regresso dell'attività produttiva nel primo trimestre del 1967. Il risveglio nei settori indicati ha nuovamente accelerato il ritmo della produzione a partire dalla primavera, ma, poichè, a quel tempo gli investimenti delle aziende avevano cominciato a diminuire, ciò ha depresso il saggio complessivo di sviluppo.

Il rilancio dell'attività economica, iniziatosi in netto anticipo rispetto agli Stati Uniti, è stato incoraggiato in parte dal rapido progresso delle esportazioni

e, in parte, da un'azione tempestiva intesa a mitigare le restrizioni monetarie e fiscali. All'inizio di aprile la Banca del Canada ha ridotto, in due fasi, il saggio ufficiale di sconto dal 5,25 al 4,5 %, e ha provveduto a iniettare generosamente liquidità nel sistema bancario. Inoltre, poichè gli investimenti industriali stavano rallentando, il governo ha abolito alcune misure intese a scoraggiarli introdotte nel bilancio 1966-67, e cioè: l'imposta rimborsabile del 5 % sui profitti delle società, la riduzione delle aliquote di esenzione per ammortamenti e l'imposta speciale sulle nuove macchine ed attrezzature. Infine, sono stati temporaneamente aumentati i mutui ipotecari concessi dalle autorità e, in giugno, è stato presentato un bilancio moderatamente espansionistico.

Data la contrazione negli investimenti, l'espansione della produzione non si è rivelata sufficiente ad assorbire le forze di lavoro rapidamente crescenti e la disoccupazione è quindi salita dal 3,5 al 4,5 % nel corso dell'anno. D'altro canto, per effetto degli aumenti salariali, concordati generalmente nella misura dell'8-9 %, i guadagni hanno progredito più rapidamente del saggio d'incremento della produttività. I costi unitari del lavoro hanno raggiunto un livello del 10 % superiore a quello di tre anni prima ed i prezzi al consumo dei prodotti non alimentari sono saliti nel 1967 più velocemente che nel 1966.

In considerazione delle pressioni esercitate su costi e prezzi, nuove misure sono state adottate in autunno. A partire dalla fine di settembre, la politica monetaria si è orientata in senso restrittivo, rispecchiandosi in una flessione della liquidità bancaria. In due tempi, prima e dopo la svalutazione della sterlina, la Banca del Canada ha alzato il saggio ufficiale di sconto dal 4,5 al 6 %. Alla fine di novembre il governo ha presentato il bilancio d'autunno con il quale proponeva, mediante economie nella spesa e aumenti nelle entrate, di ridurre il suo fabbisogno di cassa da \$1.500 milioni nell'anno finanziario 1967-68 a metà di questo importo nell'esercizio fiscale successivo che avrà inizio il 1° luglio. Il progetto è stato tuttavia parzialmente respinto dal Parlamento all'inizio del 1968 ed il governo ha dovuto elaborare nuove proposte caratterizzate da una imposta addizionale temporanea del 3 % sul reddito personale e sulle società e da una più rapida riscossione dell'imposta sulle società.

Nel 1967 i depositi in dollari canadesi presso le banche autorizzate, unitamente alla circolazione monetaria, sono saliti del 14 % contro il 6,7 % nel 1966. L'accelerazione è stata determinata in sensibile misura dall'entrata in vigore nel mese di maggio della nuova legge bancaria che ha migliorato la posizione competitiva delle banche rispetto ad altre istituzioni nella raccolta di fondi. Il limite massimo dei saggi d'interesse sui prestiti bancari, elevato dal 6 al 7,25 % per il resto del 1967, è stato abolito all'inizio del 1968. Si è altresì concesso alle banche di erogare mutui ipotecari e di emettere obbligazioni non soggette agli obblighi di riserva. Con il crescere delle risorse, le banche hanno intensificato i loro impieghi, soprattutto i prestiti a termine alle aziende e hanno altresì notevolmente aumentato i loro averi in titoli governativi.

Dalla primavera del 1967, il mercato dei capitali è stato sottoposto a crescenti tensioni, in seguito sia agli avvenimenti negli Stati Uniti, sia al cospicuo volume dei titoli emessi dal governo per fare fronte all'aumento del deficit di bi-

lancio. Nel 1967, il totale delle nuove emissioni in dollari canadesi è risultato superiore del 20 % a quello del 1966. Dalla primavera alla fine dell'anno, il rendimento medio delle obbligazioni governative a lungo termine è salito di un intero punto ad oltre il 6,5 %.

Nel gennaio 1968 l'annuncio da parte degli Stati Uniti del programma in materia di bilancia dei pagamenti ha provocato un deflusso su vasta scala di capitali dal Canada, determinando nuove tensioni sui mercati finanziari. Il 22 gennaio, il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 6 al 7 %. Più tardi, come ulteriore misura intesa a ridurre indirettamente il deflusso di capitali a breve, le banche autorizzate sono state invitate a non stipulare o rinnovare accordi di riporto, coi quali si mettessero a disposizione della clientela depositi in valuta estera. Il 7 marzo, gli Stati Uniti hanno concesso al Canada la completa esenzione dalle restrizioni, annunciate in gennaio, riguardanti la bilancia dei pagamenti. Alla metà di marzo, facendo seguito all'aumento del saggio ufficiale di sconto deciso negli Stati Uniti, la Banca del Canada ha elevato il proprio saggio al 7,5 % e, dopo breve tempo, il rendimento delle obbligazioni governative a lungo termine è salito ad oltre il 6,9 %.

### **Giappone.**

Il processo espansivo dell'economia, avviatosi alla metà del 1965, si è notevolmente consolidato nel 1966 ed è continuato senza interruzioni nel corso del 1967. Nella prima metà dell'anno le esportazioni sono diminuite, ma la flessione è stata compensata dall'accelerazione della domanda interna indotta dagli investimenti. Durante questo periodo le pressioni sul mercato del lavoro si sono accentuate ed i guadagni sono andati rapidamente crescendo. Il bilancio preventivo dell'esercizio finanziario iniziatosi nell'aprile del 1967, sebbene di carattere meno espansionistico del precedente, ha continuato a stimolare vivacemente il volume della spesa. Fino all'estate non è stato adottato alcun nuovo provvedimento di carattere monetario, ma l'assorbimento di liquidità che si è accompagnato al saldo passivo dei conti con l'estero ha provocato l'insorgere di qualche tensione sul mercato.

A partire dalla fine di luglio, le misure di carattere fiscale e monetario si sono fatte progressivamente più restrittive. Le emissioni già programmate di obbligazioni governative o fruenti di garanzie governative sono state ridotte del 10 % tenendo conto che le entrate andavano sviluppandosi più velocemente. Inoltre, sono stati ristretti i margini entro i quali le grandi banche cittadine possono fare ricorso al credito della banca centrale. Il 1° settembre, il saggio ufficiale di sconto è stato elevato dal 5,475 al 5,84 %, e sono stati ripristinati i limiti quantitativi all'espansione dei prestiti bancari, che erano stati sospesi alla metà del 1965. L'incremento dei crediti erogati dalle grandi banche cittadine è stato limitato nel terzo e nell'ultimo trimestre rispettivamente al 95 ed all'85 % dei prestiti accordati nei corrispondenti periodi dell'anno precedente. All'inizio di settembre il governo ha annunciato il rinvio di spese pubbliche per un importo di yen 310 miliardi, pari al 7 % della spesa totale.

In conseguenza di queste misure, l'espansione monetaria si è sensibilmente rallentata negli ultimi mesi del 1967. Nel corso dell'intero anno le passività del sistema bancario costituite di moneta e di quasi moneta si sono accresciute del 15,5%, ad un saggio cioè leggermente inferiore a quello del 16,3% registrato nel 1966. Tali cifre sono quasi identiche a quelle riguardanti le corrispondenti variazioni intervenute nei prestiti accordati al settore privato. I crediti concessi dal sistema bancario al settore pubblico, sebbene modesti in valore assoluto, sono aumentati considerevolmente in termini percentuali. Sono invece diminuite le attività nette sull'estero.

Sul volgere del 1967, allorché la lievitazione dei prezzi al consumo si era fatta più accentuata e il disavanzo esterno aveva acquistato più ampie proporzioni, ulteriori difficoltà si sono profilate in conseguenza della svalutazione della sterlina e del programma annunciato dagli Stati Uniti per risanare la bilancia dei pagamenti. Al fine di porre rimedio alla situazione, la Banca del Giappone ha ridotto in dicembre il limite massimo di espansione del credito bancario per il primo trimestre del 1968 al 71% del volume da esso registrato nel corrispondente periodo del 1967. Inoltre, ai primi di gennaio, il saggio ufficiale di sconto è stato elevato al 6,205%. Il bilancio per il 1968-69, presentato all'incirca in tale periodo, porta iscritto un aumento delle uscite alquanto inferiore rispetto al preventivato incremento del prodotto nazionale lordo. L'espansione delle spese generali dovrà ridursi dal 16,2% dello scorso anno all'11,8%, mentre il programma di investimenti e prestiti dovrà aumentare soltanto del 7,3%, rispetto al 18,2% del 1967. Anche il limite alle emissioni di obbligazioni governative è stato ridotto in misura corrispondente.

La più tesa situazione monetaria subentrata all'inizio della primavera del 1968 si è rispecchiata nel livello dei saggi d'interesse. Il rendimento delle obbligazioni governative (dei "Telegrafi e Telefoni") si è attestato intorno all'8,7%, ovvero un punto ed un quarto in più di dodici mesi prima. Il saggio del denaro a brevissima scadenza è cresciuto nel periodo di un anno di 1,8 punti sino ad approssimarsi al 7,7%.

### III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel 1967, l'espansione del commercio mondiale è rallentata. Le esportazioni del mondo, calcolate in valori correnti, sono cresciute del 5% contro il 10% nell'anno precedente e una media del 10% durante gli anni 1963-66. Questo ritmo d'incremento meno rapido ha rispecchiato la decelerazione dell'attività economica in determinate aree industriali la cui importanza è preminente. Il massimo rallentamento si è verificato nei paesi sviluppati, le cui esportazioni sono cresciute soltanto di circa l'1,5% contro un progresso annuale, in media, del 7,5% nei quattro anni precedenti. Il saggio d'incremento delle esportazioni mondiali ha pure subito una sensibile flessione nel corso dell'anno: dal 7,5% nel primo trimestre (rispetto al periodo corrispondente del 1966) al 2,5% nel quarto trimestre.

Commercio mondiale.

Aree	Esportazioni			Importazioni			Variazioni nel volume di	
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	espor- tazioni	Impor- tazioni
	miliardi di dollari S.U.						percentuali	
<b>Aree sviluppate</b>								
Europa occidentale								
Paesi CEE . . . . .	47,9	52,7	56,2	49,2	53,7	54,9	+ 6,5	+ 3,0
Paesi EFTA . . . . .	26,6	28,5	29,1	32,2	33,9	35,8	—	+ 5,0
Altri paesi . . . . .	5,1	5,7	6,1	8,8	10,0	10,0	+ 9,0	—
Totale . . . . .	79,6	86,9	91,4	90,2	97,6	100,7	+ 5,0	+ 3,0
Stati Uniti . . . . .	27,5	30,4	31,6	23,2	27,7	29,1	+ 3,5	+ 5,0
Canada . . . . .	8,5	10,0	11,0	8,7	10,2	11,0	+ 7,5	+ 7,0
Giappone . . . . .	8,5	9,8	10,5	8,2	9,5	11,7	+ 5,0	+ 26,0
Altre aree <sup>1</sup> . . . . .	5,5	5,9	6,5	7,5	7,3	7,8	+ 13,5	+ 6,0
Totale aree sviluppate . . . . .	129,6	143,0	151,0	137,8	152,3	160,3	+ 5,5	+ 7,0
<b>Aree in via di sviluppo</b>								
America latina . . . . .	10,4	11,0	11,0	8,8	9,7	10,0	+ 3,5	+ 3,0
Altre aree . . . . .	25,4	27,4	28,2	28,5	30,5	31,1	+ 1,0	+ 2,0
Totale . . . . .	35,8	38,4	39,2	37,3	40,2	41,1	+ 1,5	+ 2,0
<b>Totale complessivo<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>165,4</b>	<b>181,4</b>	<b>190,2</b>	<b>175,1</b>	<b>192,5</b>	<b>201,4</b>	<b>+ 5,5</b>	<b>+ 6,0</b>

<sup>1</sup> Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa. <sup>2</sup> Rappresenta approssimativamente il 90% del commercio mondiale, non essendo inclusi gli scambi dei paesi a economia pianificata, tranne per la parte in cui essi si rispecchiano nelle importazioni ed esportazioni dei loro associati nel commercio nel mondo occidentale.

In termini di volume, tuttavia, il rallentamento nell'espansione delle esportazioni mondiali è stato inferiore a quello messo in rilievo dai dati relativi ai valori e, precisamente, dal 7,5% nel 1966 al 5,5%. E ciò perchè i prezzi all'esportazione, che erano cresciuti del 2% nel 1966, hanno subito lo scorso anno una flessione dell'1%. Mentre i prezzi dei manufatti sono rimasti stabili in complesso, quelli delle materie prime sono diminuiti del 3%. La riduzione è principalmente dovuta

ad una contrazione nei prezzi dei prodotti agricoli non alimentari, soprattutto di quelli esportati dai paesi sviluppati. I prezzi della lana sono scesi del 15 % e quelli di oli e grassi dell'8 %. I prezzi dei prodotti alimentari si sono mantenuti stabili tanto nelle aree sviluppate che in quelle in via di sviluppo. Per quanto riguarda la tendenza nel corso dell'anno, i prezzi delle merci sono rimasti invariati nelle aree in via di sviluppo, mentre in quelle sviluppate sono andati riducendosi senza interruzione, rispecchiando la caduta nei prezzi dei prodotti agricoli non alimentari. Nell'ultimo trimestre del 1967 essi erano del 6 % inferiori a quelli del periodo corrispondente del 1966. Questo movimento si è invertito nella primavera del 1968.

In contrasto con il 1966, quando le merci esportate dal Nord America e dal Giappone avevano registrato un'espansione più rapida, in termini di valore, di quelle provenienti dai paesi dell'Europa occidentale, lo scorso anno i saggi d'incremento in queste aree presentavano un divario minore. Le esportazioni del Canada hanno realizzato il maggiore progresso, del 10 %, soprattutto in seguito a vendite senza precedenti di autoveicoli agli Stati Uniti. Seguono il gruppo dei paesi CEE e il Giappone, ciascuno con aumenti di quasi il 7 %. Le vendite degli Stati Uniti e dei paesi EFTA sono cresciute, rispettivamente, del 4 e 2 %. Nella maggioranza delle aree industriali le importazioni hanno subito incrementi minori che nell'anno precedente. La maggiore decelerazione è stata registrata negli Stati Uniti, paese nel quale il saggio d'incremento è passato dal 20 al 5 %, soprattutto a causa delle condizioni di recessione prevalenti nella prima metà dell'anno. In Giappone, d'altro canto, una vigorosa espansione ha spinto all'insù le importazioni del 23 % contro il 16 % nel 1966.

Le esportazioni del gruppo di paesi che comprende Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa, sono aumentate del 12 % lo scorso anno. Mentre le vendite della Nuova Zelanda hanno subito una flessione del 7,5 % a causa di una brusca contrazione nel volume delle vendite e dei prezzi della lana, quelle dell'Australia sono cresciute del 10 %, dato che le cessioni di grano sono grosso modo raddoppiate. Le merci esportate dal Sud Africa, le quali sono più diversificate di quelle degli altri due paesi, hanno realizzato un'espansione di quasi il 15 %.

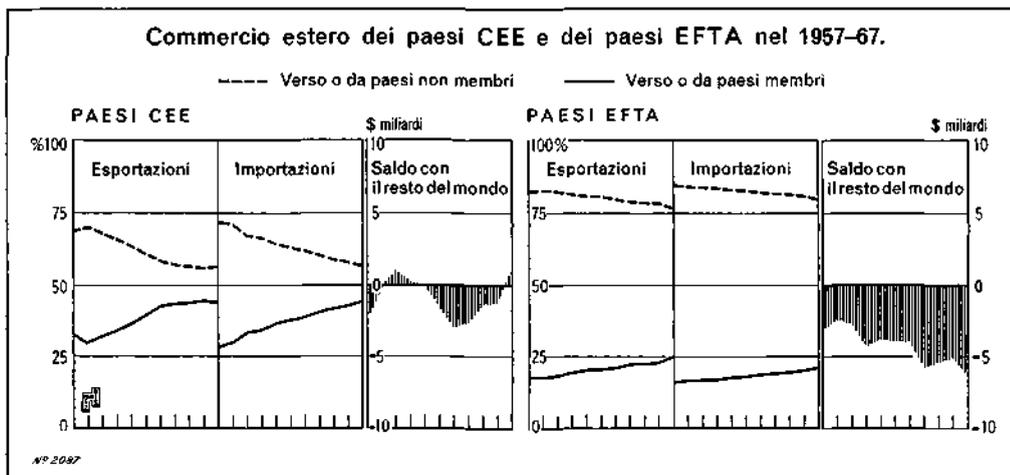
Gli scambi fra i paesi CEE che, nel 1966, erano saliti dell'11,5 %, lo scorso anno sono aumentati soltanto del 5,5 %, soprattutto a causa della recessione tedesca. (Le importazioni della Germania dai paesi suoi associati si sono ridotte di poco, mentre quelle globali sono calate del 3,5 %.) Le vendite dei paesi CEE verso paesi terzi sono cresciute dell'8 %, praticamente di altrettanto che nell'anno precedente. Le esportazioni globali di Germania, Italia e Paesi Bassi hanno subito un incremento dell'8 % e quelle dell'U.E.B.L. e della Francia, rispettivamente, del 3 e 4 %. Il rallentamento dal 7 al 2 % nel saggio d'espansione delle esportazioni dei paesi EFTA ha rispecchiato la contrazione del 2 % nelle vendite britanniche (in termini di dollari), sebbene siano rimaste invariate in termini di sterline. Le esportazioni degli altri sei paesi hanno registrato un incremento di circa il 7 %; fra questi paesi la Danimarca ha realizzato il progresso minore.

Sebbene gli scambi dei paesi OCSE con quelli a economia pianificata rimangono modesti in termini assoluti (nel 1967 le esportazioni verso questi ultimi sono ammontati a \$6,2 miliardi, ossia a meno del 4,5 % del totale delle esportazioni dei paesi OCSE), negli anni recenti essi sono aumentati rapidamente. Nel 1966, essi



rica è scesa dal 35 al 33% e quella dei paesi EFTA dal 27 al 23%. La tendenza all'espansione, basata su dati trimestrali rettificati rapportati ad anno, è aumentata più rapidamente in tutte e tre le aree a partire dal 1963. Nel 1967 essa ha tuttavia assunto un andamento in diminuzione nei paesi EFTA.

Nel 1957, l'anno prima dell'entrata in vigore del Trattato di Roma, il volume degli scambi all'interno dell'area dei paesi CEE era già assai superiore a quello dei paesi EFTA, con totali rispettivamente di \$7 e 3 miliardi. Per i paesi CEE l'importo citato rappresentava grosso modo un terzo del totale delle vendite del gruppo, per i paesi EFTA meno di un quinto. Dieci anni dopo, a causa del fatto che gli scambi all'interno dell'area dei paesi CEE avevano registrato un saggio di espansione più elevato che quelli dei paesi EFTA, i relativi importi ammontavano rispettivamente a \$25 e 7 miliardi. Nel 1967 il commercio inter-area ha contribuito con il 45% alle esportazioni dei paesi CEE e con il 25% a quelle dei paesi EFTA. Nel periodo sotto rassegna, le importazioni dei paesi CEE da paesi non membri sono cresciute da \$18 a 31 miliardi, ma la loro aliquota sul totale delle importazioni da parte dei paesi CEE è passata dal 70 al 55%. I paesi EFTA hanno continuato a dipendere in misura assai maggiore dagli altri paesi, come è illustrato dal fatto che, sebbene l'espansione delle loro importazioni da paesi non membri (da \$17 a 28 miliardi) sia stata, grosso modo, uguale a quella dei paesi CEE, l'aliquota con cui i paesi non membri hanno contribuito alle importazioni globali del gruppo è diminuita dall'85 all'80% soltanto.



Durante il periodo 1957-67 la bilancia commerciale dei paesi CEE rispetto ai paesi non membri ha attraversato tre fasi distinte: un miglioramento verso la fine degli anni cinquanta, quando vi fu una flessione nelle importazioni, un deterioramento fino al 1963 dovuto alla rapida espansione delle importazioni e ad un rallentamento dell'incremento delle esportazioni e, successivamente, un progresso senza interruzione. Nel 1967 la bilancia ha di nuovo registrato un avanzo. I paesi EFTA, invece, hanno un disavanzo strutturale verso i paesi non membri, che ha manifestato la tendenza a crescere.

**Paesi dell'Europa occidentale: Bilance dei pagamenti.**

Paesi	Anni	Saldo commerciale (f.o.b.)	Servizi <sup>1</sup>	Saldo delle partite correnti	Movimenti netti di capitali (entrata +) <sup>2</sup>		Saldo complessivo <sup>3</sup>
					A lungo termine	A breve termine	
milioni di dollari S.U.							
Belgio-Lussemburgo . .	1966	- 360	+ 265	- 95	- 75	+ 60	- 110
	1967	- 125	+ 340	+ 215	- 40	+ 175	+ 175
Francia . . . . .	1966	- 30	+ 70	+ 40	+ 10 <sup>4</sup>	+ 290 <sup>5</sup>	+ 340
	1967	+ 155	+ 200	- 45	+ 75	- 65 <sup>5</sup>	- 35
Germania . . . . .	1966	+ 2.885	- 2.780	+ 105	- 195 <sup>4</sup>	+ 540	+ 450
	1967	+ 5.195	- 2.780	+ 2.415	- 900	- 615	+ 900
Italia . . . . .	1966	- 995 <sup>6</sup>	+ 2.400	+ 1.405	- 825 <sup>4</sup>	- 20	+ 560
	1967	- 1.120 <sup>6</sup>	+ 2.405	+ 1.285	- 925	+ 15	+ 375
Paesi Bassi . . . . .	1966	- 605	+ 520	- 85	+ 50	- 5	- 40
	1967	- 485	+ 555	+ 70	- 165	+ 155	+ 60
Totale paesi CEE . . .	1966	+ 895	+ 475	+ 1.370	- 1.035	+ 865	+ 1.200
	1967	+ 3.620	+ 320	+ 3.940	- 2.465		+ 1.475
Austria . . . . .	1966	- 670 <sup>4</sup>	+ 480	- 190	+ 35	+ 90	- 65
	1967	- 545 <sup>4</sup>	+ 435	- 110	+ 265	+ 50	+ 205
Danimarca . . . . .	1966	- 265	+ 205	- 60	+ 90		+ 30
	1967	- 300	+ 140	- 160	+ 95		- 65
Norvegia . . . . .	1966	- 850 <sup>4</sup>	+ 690	- 160	+ 125	+ 40	+ 5
	1967	- 1.020 <sup>4</sup>	+ 830	- 190	+ 345	+ 10	+ 165
Portogallo . . . . .	1966	- 340	+ 300	- 40	+ 115	+ 40 <sup>7</sup>	+ 115
	1967	- 315	+ 365	+ 50	+ 120	+ 5 <sup>7</sup>	+ 175
Regno Unito . . . . .	1966	- 410	+ 325	- 85	- 285	- 40	- 410
	1967	- 1.715	+ 375	- 1.340	- 75	+ 550	- 865
Svezia . . . . .	1966	- 315 <sup>4</sup>	+ 50	- 265	+ 360		+ 95
	1967	- 175 <sup>4</sup>	- 5	- 180	+ 155		- 25
Svizzera . . . . .	1966	- 650 <sup>4</sup>	+ 770	+ 120	- 135		- 15 <sup>8</sup>
	1967	- 595 <sup>4</sup>	+ 815	+ 220	- 105		+ 115
Totale paesi EFTA . .	1966	- 3.500	+ 2.820	- 680	+ 435		- 245
	1967	- 4.665	+ 2.955	- 1.710	+ 1.415		- 295
Finlandia . . . . .	1966	- 240 <sup>4</sup>	+ 30	- 210	+ 50	+ 15	- 145
	1967	- 180 <sup>4</sup>	+ 15	- 165	+ 95	- 10	- 80
Grecia . . . . .	1966	- 725 <sup>4</sup>	+ 490	- 235	+ 220	+ 40	+ 25
	1967	- 675 <sup>4</sup>	+ 485	- 190	+ 170	+ 35	+ 15
Irlanda . . . . .	1966	- 360 <sup>4</sup>	+ 315	- 45	+ 120		+ 75
	1967	- 295 <sup>4</sup>	+ 325	+ 30	+ 10		+ 20
Islanda . . . . .	1966	- 5	- 5	- 10	+ 15	- 5	-
	1967	- 50	-	- 50	+ 20		- 30
Spagna . . . . .	1966	- 2.000	+ 1.420	- 580	+ 360	+ 15	- 205
	1967	- 1.900	+ 1.320	- 580	+ 460	- 35	- 155
Turchia . . . . .	1966	- 230 <sup>4</sup>	+ 70	- 160	+ 125		- 35
	1967	- 170 <sup>4</sup>	+ 70	- 100	+ 115		+ 15
Totale "Altri paesi" . .	1966	- 3.560	+ 2.320	- 1.240	+ 955		- 285
	1967	- 3.270	+ 2.215	- 1.055	+ 840		- 215
Totale complessivo . .	1966	- 6.165	+ 5.615	- 550	+ 1.220		+ 670
	1967	- 4.315	+ 5.490	+ 1.175	- 210		+ 965

<sup>1</sup> Compresi i trasferimenti unilaterali. <sup>2</sup> Differenza fra il saldo delle partite correnti e il saldo globale. Include errori e omissioni. <sup>3</sup> Pari alle variazioni nelle attività nette ufficiali e nella posizione netta sull'estero delle banche commerciali. <sup>4</sup> Compresi i pagamenti anticipati di debiti ufficiali. <sup>5</sup> Compresi regolamenti multilaterali e aggiustamenti. <sup>6</sup> Importazioni calcolate su base c.i.f. <sup>7</sup> Compreso il saldo dei territori portoghesi d'oltremare rispetto all'area non appartenente all'escudo. <sup>8</sup> Soltanto attività ufficiali nette.

Nota: Per la conversione in dollari degli importi espressi in moneta nazionale di Danimarca, Regno Unito, Finlandia, Irlanda, Islanda e Spagna si è tenuto conto degli effetti stimati dei mutamenti nelle parità di cambio.

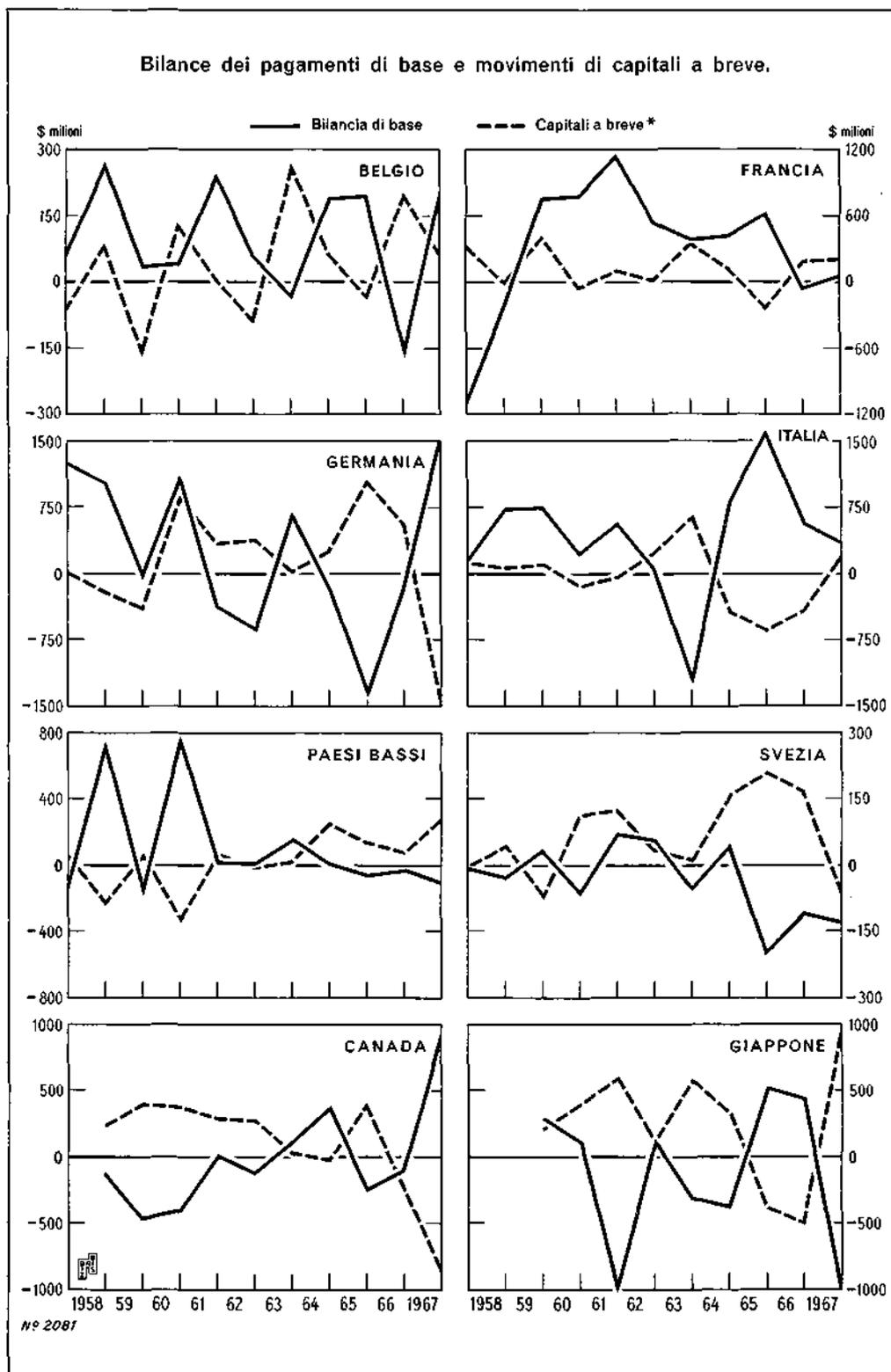
Lo scorso anno, le partite correnti globali dei paesi dell'Europa occidentale sono passate da un deficit di \$0,55 miliardi ad un avanzo di \$1,2 miliardi. L'eccedenza dei paesi CEE è cresciuta da \$1,4 a 3,9 miliardi, mentre il disavanzo dei paesi EFTA si è ampliato da \$0,7 a 1,7 miliardi.

L'incremento dell'eccedenza dei paesi CEE è soprattutto dovuto ad un aumento di \$2,3 miliardi nell'avanzo commerciale della Germania. In aggiunta, il disavanzo commerciale globale degli altri paesi membri ha subito una flessione di \$0,4 miliardi. D'altro canto, gli introiti netti da servizi dei paesi CEE sono diminuiti di \$0,2 miliardi. Nell'U.E.B.L. e nei Paesi Bassi il deficit delle partite correnti è stato sostituito da un'eccedenza che, in ciascun caso, è da attribuire soprattutto ad una riduzione del disavanzo commerciale. Le partite correnti di Francia e Italia sono deteriorate nei confronti del 1966. In Francia è peggiorato il conto servizi, mentre in Italia è aumentato il disavanzo commerciale. Nel primo trimestre del 1968 l'avanzo delle partite correnti dei paesi CEE è stato quasi interamente compensato da un deflusso di capitali a lungo termine. Tuttavia, dato il volume imponente di transazioni non registrate, la bilancia complessiva dei pagamenti ha accumulato un saldo attivo di circa \$0,5 miliardi.

L'incremento di \$1 miliardo, che i paesi EFTA hanno registrato nel loro disavanzo, comprende un deterioramento di \$1,3 miliardi nella bilancia commerciale del Regno Unito (i cui dettagli sono descritti nel capitolo I). Questo andamento è stato in parte compensato da una riduzione di \$140 milioni nel disavanzo commerciale degli altri sei paesi e da un ampliamento di \$135 milioni negli introiti netti dalle partite invisibili dell'intera area. Lo scorso anno, Danimarca e Norvegia hanno registrato disavanzi più cospicui nelle partite correnti. Nel caso della Danimarca il fatto è dovuto soprattutto ad una contrazione nei proventi dai servizi e in quello della Norvegia alla rapida espansione delle importazioni. Gli altri quattro paesi hanno conseguito migliori risultati che nel 1966. L'Austria e la Svezia hanno ridotto i rispettivi disavanzi commerciali e in entrambi questi paesi il miglioramento ha più che compensato la flessione nei proventi da servizi. Il deficit delle partite correnti del Portogallo è stato sostituito da un'eccedenza; questo movimento è da ascrivere soprattutto ad introiti più elevati derivanti dalle rimesse dei lavoratori. In Svizzera, infine, circa metà del più cospicuo avanzo delle partite correnti è dovuta a un miglioramento del saldo commerciale e la rimanenza a un incremento dei proventi dalle partite invisibili.

Il deficit globale delle partite correnti dei sei paesi non membri della CEE e dell'EFTA si è ridotto di \$200 milioni. Tutti i paesi, esclusa l'Islanda, hanno migliorato la situazione del loro conto merci.

Lo scorso anno, nei tre gruppi di paesi i movimenti di capitali hanno avuto effetti compensatori. Nei paesi CEE si è registrato un deflusso netto di \$2,5 miliardi, costituiti per la maggior parte da capitali a lungo termine esportati da Germania e Italia. I paesi EFTA hanno ricevuto capitali netti per \$1,4 miliardi, un'aliquota notevole dei quali si è avviata verso il Regno Unito, la Norvegia e l'Austria. L'afflusso netto di fondi negli altri sei paesi è ammontato a \$0,8 miliardi; quasi metà di questo importo è andato alla Spagna. In complesso, dai paesi dell'Europa occidentale sono usciti capitali netti per \$210 milioni contro un'entrata di \$1.220 milioni nell'anno precedente.



\* Comprese partite bilancianti e variazioni nelle posizioni esterne nette delle banche.

I movimenti di capitali verificatisi durante l'ultimo decennio sono riportati più dettagliatamente per gli otto paesi compresi nel grafico alla pagina precedente. Esso mostra, da un lato, i saldi delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine, ossia le bilance di base e, dall'altro, i movimenti di capitali a breve, compresi errori e omissioni, nonché le variazioni nella posizione esterna netta delle banche commerciali. Per la maggior parte di questo periodo, i movimenti di capitali a breve in quasi tutti gli otto paesi hanno manifestato la tendenza a compensare la bilancia di base (come risultato, in parte, delle forze di mercato e, in parte, delle misure adottate dalle banche centrali). Nei primi anni del decennio, tuttavia, i movimenti di capitali a breve in Belgio, Germania e Italia presentarono grosso modo un andamento parallelo con le variazioni nella bilancia di base. Questo fenomeno può peraltro essere spiegato con alcuni fattori che erano all'opera a quel tempo. Per esempio, nel 1960, la Germania registrò contemporaneamente un imponente avanzo nella bilancia di base e, in collegamento con saggi d'interesse relativamente elevati all'interno del paese, un considerevole afflusso di capitali a breve, per lo più verso le banche tedesche. Nel corso del decennio, il volume dei flussi di capitali netti a breve è cresciuto in rapporto a quello delle bilance di base e, in anni recenti, esso ha presentato un carattere più nettamente stabilizzatore di prima, contribuendo così a limitare le variazioni nelle riserve monetarie ufficiali.

*Francia.* Negli ultimi tre anni la bilancia dei pagamenti della Francia ha invertito il suo andamento, passando da un saldo attivo di \$960 milioni a un modesto deficit. La variazione verificatasi dal 1965 al 1966 è stata in ampia misura dovuta a un deterioramento della bilancia commerciale e ad una contrazione nell'afflusso netto di capitali a lungo termine. Il mutamento da un avanzo di \$340 milioni nel 1966 a un disavanzo di \$35 milioni nel 1967 è stato il risultato del passaggio da un attivo a un passivo nel conto servizi e da un afflusso netto a un deflusso netto nel conto capitali a breve. D'altro canto, il modesto disavanzo della bilancia commerciale è stato sostituito da un avanzo di \$155 milioni.

Il rallentamento dell'espansione economica in Francia e all'estero ha ridotto importazioni ed esportazioni. Calcolate sulla base delle statistiche doganali, le importazioni provenienti da paesi non appartenenti all'area del franco sono cresciute del 6% contro il 17% nell'anno precedente. Gli acquisti di materie prime sono effettivamente diminuiti del 13%, mentre quelli di manufatti sono aumentati dell'11%. Le esportazioni che avevano subito un incremento dell'11% nel 1966, lo scorso anno sono cresciute soltanto del 5%; le vendite di beni strumentali hanno tuttavia subito un'espansione del 12%. Il disavanzo commerciale rispetto ai predetti paesi si è ampliato da \$905 a 1.080 milioni. Mentre l'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni nei confronti degli altri paesi CEE è aumentato di \$440 milioni, gli avanzi del conto merci verso i paesi EFTA e quelli dell'Europa orientale hanno presentato incrementi, rispettivamente, di \$100 e 40 milioni, dovuti soprattutto a spedizioni più cospicue al Regno Unito e all'URSS. Negli scambi con i paesi appartenenti all'area del franco si è verificato uno spostamento di \$100 milioni, sicché si è passati da un disavanzo a un avanzo; esso è da attribuire, in parte, ad una notevole flessione negli acquisti di vini algerini. A partire dalla metà del 1967 le esportazioni hanno ripreso ad aumentare più rapidamente delle impor-

**Francia: Bilancia dei pagamenti<sup>1</sup>**  
(nei confronti dei paesi non appartenenti all'area al franco).

Voci	1965	1966	Anno <sup>2</sup>	1967			
				1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.							
<b>Merci (f.o.b.)</b>							
Esportazioni . . . . .	8.265	8.985	10.135	2.355	2.495	2.595	2.650
Importazioni . . . . .	7.935	9.015	9.980	2.375	2.500	2.440	2.600
Saldo commerciale . . . . .	+ 330	- 30	+ 155	- 20	- 5	+ 155	+ 50
<b>Servizi</b>							
Interessi e dividendi . . . . .	+ 85	+ 90	+ 110	+ 30	+ 45	+ 5	+ 30
Turismo . . . . .	- 30	+ 10	- 20	+ 25	+ 75	- 130	- 25
Rimesse dei lavoratori . . . . .	- 275	- 330	- 360	- 80	- 90	- 100	- 95
Transazioni governative . . . . .	+ 55	+ 40	- 125	-	- 55	- 30	- 50
Altri servizi . . . . .	+ 295	+ 260	+ 195	+ 15	+ 15	+ 70	+ 95
Totale . . . . .	+ 130	+ 70	- 200	- 10	- 10	- 185	- 45
Saldo delle partite correnti . . . . .	+ 460	+ 40	- 45	- 30	- 15	- 30	+ 5
<b>Conto capitali a lungo termine</b>							
Capitali privati							
Investimenti netti francesi all'estero . . . . .	- 175	- 215	- 390	- 45	- 65	- 90	- 170
Investimenti netti esteri in Francia . . . . .	+ 535	+ 370	+ 510	+ 90	+ 60	+ 145	+ 160
Totale . . . . .	+ 360	+ 155	+ 120	+ 45	- 5	+ 55	- 10
Capitali ufficiali . . . . .	- 250 <sup>3</sup>	- 145 <sup>4</sup>	- 45	- 5	-	- 10	- 25
Totale . . . . .	+ 110	+ 10	+ 75	+ 40	- 5	+ 45	- 35
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . . . . .	+ 570	+ 50	+ 30	+ 10	- 20	+ 15	- 30
Capitali a breve, regolamenti multilaterali e aggiustamenti <sup>5</sup> . . . . .	+ 390	+ 290	- 65	+ 35	+ 150	- 45	- 150
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .	+ 960	+ 340	- 35	+ 45	+ 130	- 30	- 180

<sup>1</sup> Saldo di cassa. <sup>2</sup> La somma dei dati trimestrali non corrisponde ai totali annuali, dato che a questi ultimi sono state apportate correzioni, di cui non si è tenuto conto nei dati trimestrali. <sup>3</sup> Incluso un pagamento anticipato di debiti per \$180 milioni alla Export-Import Bank. <sup>4</sup> Incluso un pagamento anticipato di debiti per \$70 milioni agli Stati Uniti. <sup>5</sup> Compresa le operazioni di arbitraggio su merci, che prima venivano incluse in parte nelle "Importazioni" o "Esportazioni", ma principalmente sotto la voce "Resto dell'area del franco". Quest'ultima voce è stata soppressa, perché la bilancia complessiva, nella quale precedentemente erano stati inclusi territori d'oltremare appartenenti all'area del franco, comprende ora soltanto il territorio francese.

tazioni e nel primo trimestre del 1968 la bilancia era molto più prossima all'equilibrio che dodici mesi prima.

Le partite invisibili, che erano attive dal 1959, l'anno scorso hanno accumulato un disavanzo di \$200 milioni. Tutte le principali voci, con l'eccezione di interessi e dividendi, hanno presentato un deterioramento. Le transazioni governative, che nel 1966 avevano registrato un'eccedenza di \$40, hanno realizzato un disavanzo di \$125 milioni, a causa di una riduzione nei proventi (dovuta allo

spostamento del quartiere generale della NATO e alla partenza di truppe americane) e di un incremento delle spese francesi all'estero. Anche il conto turismo si è chiuso con un modesto disavanzo, mentre gli esborsi netti per le rimesse dei lavoratori, sebbene siano aumentati meno rapidamente che nell'anno precedente, sono ammontati a \$360 milioni.

L'entrata netta di capitali privati è stata all'incirca uguale a quella del 1966, essendo cresciuti notevolmente sia gli investimenti francesi all'estero, sia gli investimenti esteri in Francia. I primi sono aumentati da \$215 a 390 milioni, rispecchiando soprattutto maggiori acquisti di titoli esteri. Le transazioni su titoli, che comprendevano per la prima volta emissioni francesi su mercati internazionali, hanno pure contribuito in ampia misura all'incremento, da \$370 a 510 milioni, degli investimenti esteri in Francia. Siccome la bilancia dei pagamenti non ha registrato un saldo attivo, nel 1967 non è stato effettuato alcun pagamento anticipato di debiti. Come risultato, il deflusso di capitali ufficiali è ammontato soltanto a \$45 milioni. Il conto capitali a breve, al quale in anni precedenti erano affluiti cospicui fondi, ha registrato un deflusso netto nel 1967, dovuto soprattutto ai notevoli acquisti privati di oro effettuati nella seconda metà dell'anno.

*Germania.* Nel 1967 l'andamento della bilancia dei pagamenti della Germania ha subito l'influenza di due fattori di primaria importanza: l'indebolimento della domanda interna e la conseguente attenuazione delle misure di politica monetaria. Il primo di essi ha provocato un incremento dell'avanzo commerciale da \$2 a 4,2 miliardi, il più elevato mai registrato. Siccome il disavanzo dei servizi e trasferimenti unilaterali è diminuito da \$1,9 a 1,8 miliardi, l'eccedenza delle partite correnti è passato da \$0,1 a 2,4 miliardi. In pari tempo, il mutamento nella situazione monetaria interna ha portato a movimenti opposti nel conto capitali. Nel settore dei capitali a lungo termine, il deflusso netto è salito da \$0,2 a 0,9 miliardi, mentre in quello dei fondi a breve l'afflusso di \$0,4 miliardi è stato sostituito da un'uscita di quasi lo stesso ordine di grandezza.

Nel 1967 le importazioni sono diminuite di \$600 milioni, ossia del 3,5%, scendendo al livello di \$17,5 miliardi. La flessione ha colpito principalmente i manufatti, in particolare i beni di consumo, i cui acquisti si sono contratti del 13%. Le importazioni di beni strumentali si sono ridotte del 2%, ma la loro aliquota sul mercato tedesco ha continuato ad espandersi, dato che le vendite interne di tali beni hanno subito una flessione del 7%. I raccolti abbondanti hanno ridotto gli acquisti di generi alimentari di quasi il 5%. D'altra parte, le importazioni globali di materie prime sono lievemente aumentate. Infine, durante l'anno, gli acquisti di equipaggiamenti per la difesa sono scesi del 10%. La maggior parte della contrazione nelle importazioni si è verificata nel primo semestre del 1967; data la ripresa dell'attività economica verificatasi nell'autunno, le importazioni hanno cominciato a espandersi e, nel quarto trimestre, hanno superato del 4% il livello dell'anno precedente. Nel primo trimestre del 1968 erano del 16% superiori al livello del 1967, mentre le esportazioni lo superavano del 12%.

Lo scorso anno, le esportazioni sono cresciute a 21,8 miliardi, ossia di \$1,6 miliardi o dell'8% contro il 12,5% nel 1966. Il maggior rallentamento del saggio

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

Voci	1966	Anno	1967				1968 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari S.U.							
<b>Merci</b>							
Esportazioni (f.o.b.) . . .	20.155	21.760	5.190	5.475	5.175	5.920	5.835
Importazioni (c.i.f.) . . .	18.165	17.545	4.110	4.365	4.225	4.845	4.750
<b>Saldo . . . . .</b>	<b>+ 1.990</b>	<b>+ 4.215</b>	<b>+ 1.080</b>	<b>+ 1.110</b>	<b>+ 950</b>	<b>+ 1.075</b>	<b>+ 1.085</b>
<b>Servizi</b>							
Turismo . . . . .	- 775	- 660	- 115	- 150	- 340	- 55	.
Interessi e dividendi . . .	- 405	- 500	- 75	- 115	- 165	- 145	.
Altri servizi . . . . .	+ 860	+ 925	+ 165	+ 195	+ 290	+ 275	.
<b>Totale . . . . .</b>	<b>- 320</b>	<b>- 235</b>	<b>- 25</b>	<b>- 70</b>	<b>- 215</b>	<b>+ 75</b>	<b>+ 75</b>
<b>Trasferimenti unilaterali</b>							
Rimesse dei lavoratori . .	- 630	- 545	- 130	- 130	- 145	- 140	- 110
Altri trasferimenti . . . .	- 935	- 1.020	- 260	- 280	- 220	- 260	- 270
<b>Totale . . . . .</b>	<b>- 1.565</b>	<b>- 1.565</b>	<b>- 390</b>	<b>- 410</b>	<b>- 365</b>	<b>- 400</b>	<b>- 380</b>
<b>Saldo delle partite correnti. . . . .</b>	<b>+ 105</b>	<b>+ 2.415</b>	<b>+ 665</b>	<b>+ 630</b>	<b>+ 370</b>	<b>+ 750</b>	<b>+ 780</b>
<b>Conto capitali a lungo termine</b>							
<b>Capitali privati</b>							
Investimenti netti tedeschi all'estero .	- 630	- 850	- 185	- 185	- 250	- 230	- 455
Investimenti netti esteri in Germania . . . .	+ 1.055	+ 300	+ 135	+ 25	+ 120	+ 20	+ 40
<b>Totale capitali privati</b>	<b>+ 425</b>	<b>- 550</b>	<b>- 50</b>	<b>- 160</b>	<b>- 130</b>	<b>- 210</b>	<b>- 415</b>
<b>Capitali ufficiali . . . . .</b>	<b>- 620<sup>2</sup></b>	<b>- 350</b>	<b>- 45</b>	<b>- 90</b>	<b>- 70</b>	<b>- 145</b>	<b>- 45</b>
<b>Totale . . . . .</b>	<b>- 195</b>	<b>- 900</b>	<b>- 95</b>	<b>- 250</b>	<b>- 200</b>	<b>- 355</b>	<b>- 460</b>
<b>Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine. . . . .</b>	<b>- 90</b>	<b>+ 1.515</b>	<b>+ 570</b>	<b>+ 380</b>	<b>+ 170</b>	<b>+ 395</b>	<b>+ 320</b>
<b>Conto capitali a breve</b>							
Capitali privati . . . . .	+ 425	- 395	+ 145	- 70	- 115	- 355	+ 10
Capitali ufficiali . . . . .	- 55	+ 45	- 20	- 65	+ 95	+ 35	+ 45
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 370</b>	<b>- 350</b>	<b>+ 125</b>	<b>- 135</b>	<b>- 20</b>	<b>- 320</b>	<b>+ 55</b>
<b>Errori e omissioni . . . .</b>	<b>+ 170</b>	<b>- 265</b>	<b>+ 225</b>	<b>- 215</b>	<b>+ 25</b>	<b>- 300</b>	<b>+ 470</b>
<b>Saldo complessivo (= variazione nelle partite monetarie). . . . .</b>	<b>+ 450</b>	<b>+ 900</b>	<b>+ 920</b>	<b>+ 30</b>	<b>+ 175</b>	<b>- 225</b>	<b>+ 845</b>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Compreso un pagamento anticipato di debiti per \$195 milioni agli Stati Uniti.

di espansione è stato registrato nei confronti degli Stati Uniti: dal 25 al 9,5%. Per quanto riguarda gli scambi con gli altri paesi CEE, esso è passato dal 16 al 9%. Il maggior aumento relativo si è verificato nel commercio con i paesi a economia pianificata, verso i quali le esportazioni hanno subito un incremento del 36% e hanno contribuito con il 6% al volume globale dell'anno. Le vendite al Regno Unito si sono dilatate dell'11%, mentre quelle verso la maggioranza degli altri

paesi EFTA si sono ridotte. Il saggio d'incremento delle esportazioni di veicoli ha subito la massima contrazione: dal 9 allo 0,5%. Le esportazioni di macchinari e beni di consumo che, nel 1966, erano cresciute di circa il 15%, lo scorso anno sono aumentate di meno del 10%.

Il disavanzo dei servizi è sceso da \$320 a 235 milioni. Le spese nette per il turismo si sono ridotte di \$115 milioni, rispecchiando l'effetto della recessione sui viaggi all'estero. Gli esborsi netti per interessi e dividendi hanno superato di quasi \$100 milioni il livello del 1966 e i proventi netti da "Altri" servizi sono cresciuti di \$65 milioni, soprattutto in seguito ai maggiori introiti dalle truppe di stanza in Germania e dagli arbitraggi su merci. I primi sono stati compensati da pagamenti anticipati (registrati come deflusso di capitali a breve) per le forniture americane di equipaggiamenti per la difesa. I trasferimenti unilaterali sono ammontati a \$1,6 miliardi, cioè allo stesso importo del 1966. Nel 1967, il numero dei lavoratori stranieri è sceso di oltre 200.000 e, conseguentemente, le rimesse hanno subito una flessione di circa \$90 milioni. D'altra parte, i trasferimenti ufficiali sono aumentati quasi nella stessa misura, in quanto i pagamenti netti al Fondo agricolo della CEE hanno superato di quasi \$50 milioni il livello del 1966.

L'afflusso netto di capitali privati a lungo termine che, nel 1966, era ammontato ad oltre \$400 milioni, è stato sostituito da un'uscita netta di \$550 milioni, soprattutto a causa di una contrazione di circa \$750 milioni negli investimenti esteri in Germania. Il miglioramento della situazione monetaria interna ha avuto le maggiori ripercussioni nel settore creditizio, in cui l'indebitamento netto per \$335 milioni nel 1966 ha ceduto il posto a rimborsi netti per \$95 milioni. In particolare le banche, che nel 1966 avevano assorbito \$100 milioni, l'anno scorso hanno rimborsato \$175 milioni. La liquidazione in Germania di investimenti di portafoglio da parte di non residenti, che aveva avuto inizio nel 1966, è accelerata lo scorso anno da \$85 a 180 milioni, dato che i rendimenti dei titoli tedeschi a reddito fisso sono caduti assai al di sotto di quelli che era possibile ottenere sulle euro-obbligazioni. Gli investimenti diretti esteri in Germania sono passati da \$835 milioni nel 1966, quando vi era compresa la transazione della Texaco per \$180 milioni, a \$610 milioni. Parte di questo afflusso è dovuto al reinvestimento di profitti e alla conversione di crediti a breve precedentemente concessi. Lo scorso anno, gli investimenti netti tedeschi a lungo termine effettuati all'estero sono saliti da \$630 a 850 milioni soprattutto a causa dei divari nei saggi d'interesse che hanno esercitato una notevole attrazione. Il deflusso netto di capitali ufficiali a lungo termine è diminuito da \$620 a 350 milioni. Nel 1966, l'importo era stato gonfiato da un rimborso anticipato di debiti per \$195 milioni agli Stati Uniti. In complesso, il conto capitali a lungo termine ha registrato un'uscita netta di \$900 milioni contro quasi \$200 milioni l'anno precedente.

Il conto capitali a breve è passato da un'entrata netta di \$370 milioni ad un deflusso netto di quasi lo stesso ordine di grandezza. Le imprese tedesche che, nel 1966, avevano ricevuto crediti esteri per l'importo di \$430 milioni, l'anno scorso hanno rimborsato \$250 milioni e, in aggiunta, hanno accordato \$140 milioni di crediti alla loro clientela estera. Il notevole avanzo della partita "Errori e omissioni", che rispecchia in ampia misura variazioni nei crediti commerciali, è stato

sostituito da un disavanzo di \$265 milioni. Per il 1967 l'eccedenza, calcolata in base alle variazioni nelle partite monetarie, ha toccato il livello di \$900 milioni, cioè due volte l'importo del 1966.

Nel primo trimestre del 1968 il saldo attivo è ammontato a \$845 milioni, cioè è stato quasi della stessa entità che nel periodo corrispondente del 1967. L'avanzo delle partite correnti, di \$780 milioni, è stato in parte compensato da un'uscita netta di capitali a lungo termine di \$460 milioni, sicchè la maggior parte del saldo attivo dei conti con l'estero è dovuta all'afflusso netto di capitali a breve e alla partita bilanciante positiva, che di solito è assai cospicua nel primo trimestre.

*Italia.* Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti dell'Italia, dopo aver raggiunto una punta di \$1,6 miliardi nel 1965, è sceso a \$560 milioni nel 1966 e lo scorso anno si è ulteriormente contratto, riducendosi a \$375 milioni. Il disavanzo commerciale è cresciuto di \$125 milioni e il cospicuo deflusso di capitali privati, che era stato una caratteristica del 1966, ha accentuato il suo ritmo. Nel primo trimestre del 1968 il deflusso di capitali è ammontato a \$440 milioni, mentre le partite correnti hanno accumulato un'eccedenza di \$265 milioni.

In base alle statistiche doganali, lo scorso anno il saggio d'incremento delle importazioni è rallentato dal 16 al 13% e quello delle esportazioni dal 12 all'8%. Gli acquisti di combustibili e beni strumentali hanno subito la maggiore espansione, aumentando rispettivamente del 24 e 19%; quest'ultima percentuale riflette l'incremento degli investimenti. Le importazioni di beni di consumo sono cresciute soltanto del 6%, in seguito soprattutto a più ampi acquisti di carne e beni di consumo durevoli. La scarsa vivacità delle esportazioni verso gli altri paesi CEE, dovuta principalmente ad una contrazione del 5% nelle vendite alla Germania, è stata in parte compensata dalla domanda sempre sostenuta proveniente dall'area dei paesi EFTA e da paesi non europei, nonchè dal rapido aumento delle vendite verso i paesi del blocco orientale e la Jugoslavia.

Lo scorso anno, i proventi netti da servizi hanno cessato di aumentare. Le rimesse dei lavoratori e gli introiti dal turismo sono diminuiti, rispettivamente, di \$50 e 75 milioni, in seguito al deterioramento della situazione ciclica all'estero e alle misure adottate da altri paesi. Queste perdite sono state praticamente neutralizzate da maggiori proventi da noli e da minori esborsi per interessi e dividendi.

Per quanto riguarda i capitali privati nazionali, sono aumentati gli acquisti di titoli esteri in seguito alla politica di mantenere relativamente bassi i saggi d'interesse a lungo termine all'interno del paese. Anche gli investimenti diretti all'estero sono cresciuti, mentre i crediti concessi a non residenti si sono ridotti. Quanto ai capitali privati esteri, l'afflusso è ammontato a \$215 milioni, ossia a circa \$45 milioni di meno che nel 1966. Mentre in conto portafoglio si è verificato uno spostamento di \$160 milioni dalle liquidazioni agli acquisti netti, una variazione della stessa entità, ma di segno opposto, si è verificata nei crediti a lungo termine, in seguito a rimborsi, effettuati su vasta scala, da debitori italiani. L'afflusso dovuto a investimenti diretti e a transazioni varie in conto capitali si è ridotto di \$50 milioni. L'uscita netta di capitali ufficiali, che nel 1966 era stata gonfiata da un pagamento anticipato di debito per \$145 milioni, è scesa da \$185 a 55 milioni. Il

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

Voci	1966	1967				1968 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari S.U.							
<b>Merci</b>							
Importazioni (c.i.f.) . .	9.600	9.290	2.280	2.380	2.245	2.385	2.485
Esportazioni (f.o.b.) . .	7.605	8.170	1.960	1.060	2.070	2.080	2.345
Saldo . . . . .	- 995	- 1.120	- 320	- 320	- 175	- 305	- 140
<b>Servizi</b>							
Turismo . . . . .	+ 1.200	+ 1.125	+ 145	+ 270	+ 500	+ 210	+ 155
Rimesse dei lavoratori . .	+ 730	+ 680	+ 140	+ 185	+ 180	+ 175	+ 145
Noli . . . . .	+ 410	+ 448	+ 95	+ 110	+ 120	+ 120	+ 115
Altri servizi . . . . .	+ 60	+ 155	- 45	+ 35	+ 130	+ 35	- 10
Totale . . . . .	+ 2.400	+ 2.405	+ 335	+ 600	+ 930	+ 540	+ 405
Saldo delle partite correnti . . . . .	+ 1.405	+ 1.285	+ 15	+ 280	+ 755	+ 235	+ 265
<b>Movimenti di capitali</b>							
<b>A lungo termine</b>							
Privati . . . . .	- 640	- 670	- 290	- 185	- 155	- 240	- 385
Ufficiali . . . . .	- 185 <sup>2</sup>	- 55	+ 5	- 50	- 15	+ 5	- 55
<b>A breve</b> . . . . .	- 20	+ 15	+ 25	- 5	-	- 5	-
Totale . . . . .	- 845	- 910	- 260	- 240	- 170	- 240	- 440
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . .	+ 560	+ 375	- 245	+ 40	+ 585	- 5	- 175

<sup>1</sup> Sulla base dei conti di cassa. <sup>2</sup> Compreso un pagamento anticipato di debiti per \$145 milioni agli Stati Uniti.

saldo di cassa riportato nella tabella non comprende i crediti commerciali; questi ultimi hanno assunto proporzioni cospicue negli anni recenti soprattutto a causa dell'espansione delle esportazioni italiane, le quali vengono di solito offerte a condizioni di pagamento differito. In ciascuno degli ultimi due anni, il deflusso netto, per quanto riguarda i crediti commerciali, ha superato \$500 milioni.

*Paesi Bassi.* La bilancia dei pagamenti dei Paesi Bassi è passata da un saldo passivo di \$40 milioni nel 1966 ad un saldo attivo di \$60 milioni lo scorso anno, in seguito ad un minore disavanzo commerciale e maggiori proventi da transazioni invisibili.

Per il 1967 nel suo complesso, l'espansione delle importazioni è rallentata dal 7,5 al 4% in base alle statistiche doganali. Mentre gli acquisti di materie prime sono scesi del 10% e quelli di beni strumentali si sono ridotti sensibilmente, si è registrato un aumento del 10% nelle importazioni di generi alimentari, nonostante i buoni raccolti di grano e zucchero. Lo scorso anno, le esportazioni hanno continuato a dilatarsi e il loro saggio d'incremento ha raggiunto il livello dell'8%; le vendite di prodotti agricoli si sono riprese, crescendo del 10%, mentre quelle di macchinari e veicoli sono salite soltanto del 2%. Per quanto concerne la destinazione, le esportazioni verso gli altri paesi CEE sono cresciute del 7%, che rappresenta un saggio d'incremento lievemente più rapido di quello del 1966, mentre le vendite verso i paesi EFTA hanno subito un aumento dell'8%, dopo essere

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.\*

Voci	1966	1967				1968
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	
milioni di dollari S.U.						
Merci (f.o.b.)						
Importazioni . . . . .	7.050	7.355	1.755	1.845	1.800	1.955
Esportazioni . . . . .	6.445	6.870	1.640	1.695	1.700	1.835
Saldo . . . . .	- 605	- 485	- 115	- 150	- 100	- 120
Servizi						
Interessi e dividendi . .	+ 165	+ 245	+ 45	+ 15	+ 105	+ 80
Altri servizi . . . . .	+ 355	+ 310	+ 45	+ 80	+ 80	+ 105
Totale . . . . .	+ 520	+ 555	+ 90	+ 95	+ 185	+ 185
Saldo delle partite correnti . . . . .	- 85	+ 70	- 25	- 55	+ 85	+ 65
Movimenti di capitali						
A lungo termine						
Transazioni su titoli						
Olandesi . . . . .	+ 95	+ 40	+ 25	- 15	+ 35	- 5
Esteri . . . . .	+ 55	- 45	+ 5	- 20	- 25	- 5
Banche . . . . .	-	- 65	-	- 35	- 20	- 10
Altri capitali privati . .	- 75	- 75	- 45	- 5	- 30	+ 5
Ufficiali . . . . .	- 25	- 20	- 5	-	- 10	- 5
Totale . . . . .	+ 50	- 165	- 20	- 75	- 50	- 20
A breve . . . . .	- 5	+ 155	- 5	+ 50	+ 40	+ 70
Totale . . . . .	+ 45	- 10	- 25	- 25	- 10	+ 50
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .	- 40	+ 60	- 50	- 80	+ 75	+ 115

\* Sulla base dei conti di cassa.

rimaste stazionarie l'anno prima. L'espansione registrata nelle esportazioni verso quest'ultimo gruppo di paesi ha rispecchiato soprattutto un incremento del 16% nelle vendite al Regno Unito. Quale risultato di questi movimenti, il disavanzo commerciale, sulla base dei conti di cassa, si è ridotto da \$605 a 485 milioni.

I proventi netti da investimenti, che l'anno precedente avevano subito una modesta flessione, lo scorso anno sono cresciuti di \$80 milioni. Una parte di questo aumento è dovuta a interessi corrisposti su titoli esteri emessi sul mercato olandese e una parte a dividendi più elevati, provenienti soprattutto dagli Stati Uniti. Gli introiti da altre partite invisibili hanno continuato la loro tendenza discendente. Nel 1967 essi sono diminuiti di \$45 milioni, a causa di una contrazione nei noli, una riduzione delle rimesse, in seguito ad una diminuzione nel numero di lavoratori frontalieri dei Paesi Bassi occupati in Germania, e un ulteriore deterioramento del conto turismo.

Sulla base dei conti di cassa, il disavanzo di \$85 milioni delle partite correnti è stato sostituito da un avanzo di \$70 milioni. Tuttavia, sulla base delle transazioni, il miglioramento si è manifestato in una riduzione del disavanzo da \$200 a

100 milioni. Questo importo è parecchio lontano dall'avanzo di circa \$200 milioni, pari all'1% del prodotto nazionale lordo, cui si mira per poter fornire l'aiuto necessario alle zone in via di sviluppo.

Nel 1967 il conto capitali a lungo termine ha realizzato un deflusso netto di \$165 milioni, che è stato quasi interamente compensato da movimenti di fondi a breve. Le operazioni su titoli che, nel 1966, avevano avuto per risultato un afflusso di \$150 milioni, lo scorso anno sono state approssimativamente in pareggio, a causa di un incremento negli acquisti di titoli esteri (principalmente azioni americane) da parte di residenti olandesi. Mentre, nel 1966, le vendite nette di titoli esteri erano ammontate a \$55 milioni, lo scorso anno gli acquisti netti hanno raggiunto \$45 milioni. Gli acquisti di titoli olandesi da parte di non residenti sono scesi da \$95 a 40 milioni, soprattutto in seguito ai minori investimenti belgi e svizzeri. Nel 1966 non erano stati emessi prestiti sul mercato dei capitali olandese, ma lo scorso anno è stato lanciato un prestito di fiorini 50 milioni (\$14 milioni) da parte delle Antille olandesi. Gli investimenti diretti netti olandesi all'estero sono aumentati di \$85 milioni, mentre i crediti netti a lungo termine ricevuti dall'estero sono cresciuti di un importo analogo. Le transazioni a lungo termine effettuate dalle banche sono passate da una situazione di equilibrio ad un'uscita di \$65 milioni. Il totale delle transazioni in conto capitali a breve si è spostato, d'altra parte, dal pareggio ad un'entrata di \$155 milioni.

*Unione economica Belgio-Lussemburgo.* L'anno scorso, la bilancia dei pagamenti dell'U.E.B.L. è di nuovo ritornata in attivo, essendosi il disavanzo commerciale ridotto da \$360 a 125 milioni. Nel 1967, sulla base delle statistiche doganali, le importazioni hanno cessato di aumentare, in seguito al rallentamento dell'attività economica in Belgio (soprattutto per l'elevato livello delle scorte) e ad una flessione nei prezzi. Le esportazioni sono cresciute del 3% contro il 7% l'anno prima. Mentre le vendite alla Germania e ai Paesi Bassi si sono ridotte, le esportazioni verso la Francia e l'Italia hanno subito un incremento, rispettivamente del 13 e 26%. Le merci vendute all'Europa orientale hanno continuato ad espandersi rapidamente, crescendo del 30%. Nel 1967 gli introiti netti dalle partite invisibili sono passati da \$265 a 340 milioni, soprattutto in seguito all'incremento dei proventi da noli e transazioni governative, che hanno più che compensato le spese crescenti per viaggi all'estero.

I movimenti di capitali privati, che avevano presentato un modesto deflusso nel 1966, l'anno scorso hanno realizzato un'entrata netta di \$155 milioni. Questa variazione è da attribuire soprattutto a un incremento degli investimenti diretti esteri nell'U.E.B.L., da \$140 a 230 milioni. I due terzi dell'afflusso si sono verificati nella seconda metà dell'anno. Gli investimenti privati belgi all'estero, d'altra parte, hanno subito una flessione da \$180 a 150 milioni. Poiché il governo ha rimborsato un'aliquota dei propri debiti esteri, il deflusso, per quanto riguarda le transazioni in conto capitali ufficiali, è salito da \$50 a 140 milioni. In complesso, nei movimenti di capitali registrati, a un'uscita netta di \$40 milioni nel 1966 è succeduta un'entrata netta di circa lo stesso importo lo scorso anno. Questo afflusso è stato tuttavia compensato da una variazione di \$110 milioni nella partita "Errori e omissioni". Il primo trimestre del 1968 si è chiuso con un saldo passivo

Unione Economica Belgio-Lussemburgo: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1966	Anno	1967			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.						
<b>Merci</b>						
Importazioni . . . . .	5.690	5.800	1.380	1.490	1.370	1.560
Esportazioni . . . . .	5.330	5.675	1.370	1.465	1.340	1.500
Saldo . . . . .	- 360	- 125	- 10	- 25	- 30	- 60
<b>Servizi</b>						
Arbitraggi su merci e lavorazioni per conto . . . . .	+ 270	+ 260	+ 70	+ 80	+ 55	+ 55
Turismo . . . . .	- 90	- 130	- 10	- 35	- 75	- 10
Noli . . . . .	-	+ 35	+ 10	+ 10	+ 5	+ 10
Transazioni governative . . . . .	+ 5	+ 80	+ 5	+ 20	+ 25	+ 30
Altri servizi . . . . .	+ 80	+ 95	+ 20	-	+ 40	+ 35
Totale . . . . .	+ 265	+ 340	+ 95	+ 75	+ 50	+ 120
Saldo delle partite correnti . . . . .	- 95	+ 215	+ 85	+ 50	+ 20	+ 60
<b>Movimenti di capitali</b>						
Autorità pubbliche . . . . .	- 50	- 140	- 65	- 50	- 45	+ 20
Imprese semi-pubbliche* . . . . .	+ 35	+ 30	+ 35	- 15	+ 15	- 5
Privati						
Investimenti esteri nell'U.E.B.L. . . . .	+ 145	+ 295	+ 50	+ 45	+ 95	+ 105
Investimenti dell'U.E.B.L. all'estero . . . . .	- 180	- 150	- 55	- 30	- 10	- 55
Altri movimenti . . . . .	+ 10	+ 10	+ 5	-	-	+ 5
Totale . . . . .	- 40	+ 45	- 30	- 50	+ 55	+ 70
Errori e omissioni . . . . .	+ 25	- 85	- 25	+ 45	- 110	+ 5
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .	- 110	+ 175	+ 30	+ 45	- 35	+ 135

\* Imprese pubbliche e istituti finanziari non monetari del settore pubblico.

di \$70 milioni nella bilancia dei pagamenti contro un saldo attivo di \$30 milioni nel trimestre corrispondente del 1967, in seguito soprattutto ad un deterioramento delle partite correnti.

*Austria.* La bilancia dei pagamenti dell'Austria è passata da una posizione debitoria di \$65 milioni nel 1966 ad una creditoria di \$205 milioni lo scorso anno. Questo andamento è stato il risultato di una notevole riduzione del disavanzo commerciale e di ampi prestiti ricevuti dall'estero.

La pausa nell'attività economica, accompagnata da buoni raccolti, ha agito da freno alle importazioni, che si sono ridotte dell'1% contro un incremento dell'11% nel 1966. Le importazioni di generi alimentari e di materie prime hanno subito una flessione, rispettivamente, del 12 e 9%, mentre quelle di beni di consumo finiti e di prodotti chimici sono cresciute del 12 e 10%. In complesso, gli acquisti all'estero sono ammontati a \$2.365 milioni lo scorso anno. Le esportazioni hanno registrato un incremento di \$125 milioni, ossia del 7%, raggiungendo il livello di \$1.820 milioni. Oltre metà di questo aumento è dovuta a vendite ad altri paesi EFTA, mentre le esportazioni verso il Regno Unito hanno conseguito un balzo

del 40%. Le esportazioni verso i paesi dell'Europa orientale si sono pure dilatate ulteriormente. Le spedizioni verso i paesi CEE, d'altra parte, sono diminuite del 2%, rispecchiando la contrazione delle vendite alla Germania e al Belgio. Il risultato netto di questi movimenti è stato una flessione nel disavanzo commerciale da \$670 a 545 milioni.

Nello scorso anno, i proventi netti dalle partite invisibili sono passati da \$485 a 435 milioni, soprattutto in seguito a una riduzione di \$30 milioni nel conto turismo; questo risultato è dovuto più alle spese rapidamente crescenti dei turisti austriaci all'estero che a una contrazione negli introiti dal turismo estero in Austria. E' stato pure registrato un modesto incremento negli esborsi in conto interessi e dividendi.

L'anno scorso, l'afflusso netto di fondi a lungo termine ha raggiunto il livello di \$265 milioni contro \$35 milioni nel 1966 e la punta precedente di \$120 milioni nel 1958. Il credito netto cui ha fatto ricorso il settore pubblico è stato di \$115 milioni contro rimborsi netti per \$35 milioni nel 1966. Inoltre, il credito al settore privato (soprattutto per l'industria dell'energia elettrica e la costruzione di strade) è più che raddoppiato, salendo a \$150 milioni. Nel primo trimestre del 1968, l'afflusso netto di capitali a lungo termine è ammontato a \$90 milioni (due volte l'importo registrato nel trimestre corrispondente del 1967), il quale ha più che compensato il deficit delle partite correnti di \$80 milioni. Poichè si è pure verificato un afflusso di fondi nel conto capitali a breve, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ammontato a \$50 milioni.

*Svizzera.* Il rallentamento dell'espansione economica all'interno che, nel 1966, aveva dato luogo ad un avanzo delle partite correnti di \$120 milioni, è proseguito lo scorso anno e, congiuntamente ai crescenti introiti dalle partite invisibili, ha spinto l'eccedenza a \$220 milioni. Il conto capitali che, per la prima volta, non ha compreso le posizioni a breve sull'estero delle banche, ha registrato un deflusso netto di \$105 milioni e il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ammontato a \$115 milioni.

Il disavanzo commerciale è diminuito per il terzo anno consecutivo; nel 1967 è passato da \$650 a 595 milioni. Le importazioni sono cresciute soltanto del 4% contro il 7% nel 1966. Mentre gli acquisti di beni d'investimento sono rallentati dopo aver subito un incremento del 10% nel 1966, quelli di beni di consumo sono aumentati del 9%, cioè in misura sensibilmente superiore rispetto all'anno prima. Circa il 40% di questa dilatazione è dovuto a generi di abbigliamento e automobili. Il saggio di sviluppo delle esportazioni è pure rallentato: dal 10 al 7%. Le vendite ai paesi CEE sono rimaste pressochè stazionarie, registrando una flessione del 5% nelle esportazioni a U.E.B.L., Germania e Paesi Bassi che è stata compensata da maggiori vendite a Francia e Italia. D'altro canto, le esportazioni verso il gruppo di paesi EFTA sono aumentate del 18%, avendo le vendite al Regno Unito subito un incremento di non meno del 23%. Nei confronti dell'anno precedente, nel quarto trimestre la contrazione stagionale del deficit commerciale è stata assai più pronunciata. Il disavanzo è ammontato soltanto a \$45 milioni, avendo le importazioni quasi cessato di espandersi, mentre l'incremento delle

esportazioni si è andato accelerando in seguito all'aumento delle vendite alla Germania. Nel primo trimestre del 1968 le importazioni hanno di nuovo assunto un ritmo più vivace e il deficit commerciale è salito a \$150 milioni, importo che è inferiore di \$35 milioni a quello del periodo corrispondente del 1967.

Si valuta che, nel 1967, i proventi netti da servizi siano passati da \$770 a 815 milioni a causa di un aumento negli introiti dal turismo (fatto che rispecchia meno l'aumento del numero dei turisti che un incremento della spesa pro capite) e dei crescenti interessi e dividendi derivanti da capitali investiti all'estero.

In conto capitali, il deflusso netto per transazioni identificate è passato da \$170 a 400 milioni, essendo le emissioni nette di titoli esteri sul mercato svizzero aumentate da \$100 a 165 milioni e i crediti autorizzati delle banche a non residenti da \$70 a 235 milioni. In pari tempo, tuttavia, l'entrata netta per operazioni non identificate è ammontata a \$300 milioni. Questo ampio movimento di fondi verso la Svizzera è dovuto, in parte, allo stato di incertezza concernente la sterlina.

*Svezia.* Nel 1967, il persistere del rallentamento dell'attività economica si è rispecchiato sia nelle partite correnti, essendosi ridotto il disavanzo commerciale, sia nel conto capitali, al quale è affluito un minore volume di fondi. Mentre nel 1966 si era avuta un'entrata senza precedenti di capitali privati e ufficiali, l'anno scorso l'afflusso di capitali privati è passato da \$130 a 55 milioni; la maggior parte della riduzione si è verificata nella prima metà dell'anno. Sebbene il mercato dei capitali svedesi sia tuttora chiuso a non residenti, nel 1967 sono state fatte alcune eccezioni per i prenditori di prestiti di altri paesi scandinavi e, nell'autunno, la BIRS ha emesso un prestito di cor. sv. 75 milioni (\$14,5 milioni). Nel settore pubblico, un'entrata di \$25 milioni ha ceduto il posto a rimborsi netti per \$5 milioni. Infine, l'eccedenza della partita "Errori e omissioni" è scesa da \$200 a 100 milioni. Si sa che questa voce, strutturalmente positiva, rappresenta la contropartita di una valutazione inferiore al vero di proventi da servizi e scambi di merci, crediti concessi a cantieri per la costruzione di navi e altri crediti commerciali. Tutta la flessione registrata nel 1967 sembra essere dovuta ad un'inversione di tendenza in questi altri crediti commerciali, che sono passati da un afflusso netto ad un'uscita netta nella seconda metà dell'anno, quando le incertezze circa una possibile svalutazione della corona svedese hanno provocato l'accelerazione dei pagamenti delle merci importate. Questo movimento sembra essersi invertito di nuovo nel primo trimestre del 1968, quando il disavanzo delle partite correnti, di \$145 milioni, è stato quasi interamente compensato da un afflusso di fondi.

L'eccedenza netta del conto servizi, che è andata rapidamente declinando dall'inizio degli anni sessanta e nel 1966 era ammontata a \$50 milioni, lo scorso anno è praticamente scomparsa del tutto. Questo andamento è da attribuire soprattutto ad un ulteriore balzo all'insù delle spese nette per il turismo, che hanno totalizzato \$180 milioni. I proventi da noli e gli introiti per interessi e dividendi sono rimasti quasi invariati.

Il deficit commerciale si è ridotto da \$315 a 175 milioni, dato che le importazioni si sono sviluppate soltanto del 2,5% contro un'espansione del 6% nelle esportazioni. Le importazioni di materie prime e generi alimentari si sono ridotte

rispettivamente dell'11 e 1,5%; nel primo caso la contrazione è dovuta al rallentamento nell'aumento della produzione e, nel secondo, ai buoni raccolti. Pure le esportazioni di materie prime hanno subito una flessione, ma quelle di manufatti hanno registrato un incremento del 9%.

*Norvegia.* La bilancia dei pagamenti della Norvegia, dopo essere stata in equilibrio nel 1966, lo scorso anno ha registrato un saldo attivo di \$165 milioni; questo andamento è da attribuire ad un cospicuo afflusso di capitali ed a introiti crescenti da noli, che hanno più che compensato un deterioramento della bilancia commerciale.

Il totale delle importazioni è cresciuto di \$340 milioni, raggiungendo il livello di \$2.770 milioni. Più di metà dell'espansione è da ascrivere alla consegna di navi; lo scorso anno, la loro aliquota è salita da un settimo a un quinto delle importazioni globali. Nello stesso tempo, le esportazioni di navi sono quasi raddoppiate, salendo a \$210 milioni, mentre le vendite di merci sono aumentate del 5%, toccando l'importo di \$1.540 milioni. Le esportazioni di pesce e di altri prodotti fondamentali hanno subito una flessione, mentre quelle di macchinario, prodotti siderurgici e carta hanno presentato un sensibile incremento. Nel primo trimestre del 1968, le importazioni di navi sono state assai modeste e le partite correnti hanno registrato un avanzo di \$25 milioni. Si è anche avuto un afflusso di capitali di \$30 milioni.

I proventi da noli sono saliti da \$650 a 800 milioni in seguito alla guerra del Medio Oriente. Mentre i noli erano andati diminuendo nel 1966 e nella prima metà del 1967, la chiusura del Canale di Suez all'inizio di giugno li ha spinti all'insù. Nel periodo giugno-ottobre, le tariffe per noleggio delle petroliere norvegesi hanno superato di tre volte e mezzo quelle pagate nei primi cinque mesi dell'anno, ma il movimento ascendente dei noli per le navi da carico secco è stato assai meno sensibile. Entrambi i tipi di noli menzionati sono andati diminuendo verso la fine dell'anno.

Poichè l'anno scorso il deficit delle partite correnti è ammontato a \$190 milioni, esso ha superato quello del 1966 soltanto di \$30 milioni. Questo disavanzo è stato più che compensato dall'afflusso netto di capitali a lungo termine per \$345 milioni. Mentre il credito ricevuto dal settore privato, principalmente compagnie di navigazione, è aumentato da \$160 a 260 milioni, gli investimenti netti diretti in Norvegia sono più che raddoppiati, portandosi a \$70 milioni. D'altro canto, il settore pubblico ha accelerato i rimborsi.

*Finlandia.* Le misure adottate per limitare le pressioni inflazionistiche hanno incominciato a produrre il loro effetto nel 1966, quando il disavanzo commerciale, di \$240 milioni, è stato di assai poco superiore a quello dell'anno precedente. Sebbene il deficit commerciale si sia ridotto a \$135 milioni nei primi nove mesi del 1967 rispetto a \$190 milioni nel periodo corrispondente del 1966, gli squilibri di fondo hanno continuato a persistere. Poichè la politica restrittiva perseguita fino a quel momento si era rispecchiata in una flessione degli investimenti, nel rallentamento dell'attività economica e in una crescente disoccupazione, non si era ritenuto possibile procedere a un ulteriore inasprimento di tale politica. Il 12 ot-

tobre 1967 il marco finlandese è stato perciò svalutato del 23,8%. Allo scopo di contenere le pressioni su prezzi e costi e tassare gli extraprofiti, il 21 ottobre è stata introdotta un'imposta sulle esportazioni, che resterà in vigore fino a tutto il 1969, ma l'aliquota del 14%, che grava sugli esportatori finlandesi, verrà diminuita gradualmente. E' stato inoltre deciso di accelerare le riduzioni tariffarie nei confronti dei paesi EFTA.

Finlandia: Bilancia dei pagamenti.

Voci	Gennaio-settembre		Ottobre-dicembre		Anno	
	1966	1967	1966	1967	1966	1967
milioni di dollari S.U.						
<b>Merci</b>						
Importazioni (c.i.f.) . . . . .	1.250	1.250	480	430	1.730	1.680
Esportazioni (f.o.b.) . . . . .	1.060	1.115	430	385	1.490	1.500
Saldo . . . . .	- 190	- 135	- 50	- 45	- 240	- 180
<b>Servizi</b>						
Noli . . . . .	+ 75	+ 90	+ 25	+ 15	+ 100	+ 105
Interessi e dividendi . . . . .	- 35	- 50	- 10	- 10	- 45	- 60
Altri servizi . . . . .	- 20	- 25	- 5	- 5	- 25	- 30
Totale . . . . .	+ 20	+ 15	+ 10	-	+ 30	+ 15
Saldo delle partite correnti . . . . .	- 170	- 120	- 40	- 45	- 210	- 165
<b>Movimenti di capitali</b>						
A lungo termine . . . . .	+ 35	+ 80	+ 15	+ 15	+ 50	+ 95
A breve . . . . .	+ 60	+ 20	- 45	- 30	+ 15	- 10
Totale . . . . .	+ 95	+ 100	- 30	- 15	+ 65	+ 85
Totale complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .	- 75	- 20	- 70	- 60	- 145	- 80

Nei primi nove mesi del 1967, le importazioni sono rimaste stazionarie rispetto al periodo corrispondente del 1966. Mentre gli acquisti di materie prime e beni d'investimento si sono ridotti, rispettivamente dell'1 e 3%, quelli di combustibili e beni di consumi hanno registrato un incremento del 7 e 3%. Le esportazioni sono cresciute del 6%, in seguito soprattutto ad una dilatazione del 30% nelle vendite di prodotti dell'industria metalmeccanica. D'altro canto, le vendite dell'industria della carta sono rallentate, mentre quelle dell'industria del legno e dei prodotti agricoli hanno subito una flessione, rispettivamente del 4,5 e 10%. Durante lo stesso periodo, le ragioni di scambio sono deteriorate del 5% a causa di un aumento dei valori unitari delle importazioni e, nel quarto trimestre, esse erano del 9% meno favorevoli che nel periodo corrispondente del 1966. In termini di volume, i risultati relativi all'ultimo trimestre non mettono ancora in evidenza l'effetto della svalutazione, dato che i contratti per quel periodo erano stati conclusi prima.

Quanto alla bilancia dei pagamenti per il 1967 nel suo complesso, il deficit commerciale è passato da \$240 a 180 milioni. D'altra parte, il pagamento di più elevati interessi verso altri paesi ha fatto sì che l'eccedenza del conto servizi si

sia ridotto da \$30 a 15 milioni. Oltre la metà del deficit delle partite correnti, ammontante a \$165 milioni, è stata compensata da crediti provenienti dall'estero. L'afflusso netto di capitali a lungo termine è aumentato da \$50 a 95 milioni; la maggior parte dell'incremento è dovuta all'emissione di tre prestiti (due statali e uno della Banca ipotecaria della Finlandia) per un totale di \$39 milioni. I movimenti di fondi a breve sono passati da un'entrata netta di \$15 milioni a un'uscita netta di \$10 milioni.

*Danimarca.* Nello scorso anno, il saldo attivo di \$30 milioni della bilancia dei pagamenti della Danimarca è stato sostituito da un saldo passivo di \$65 milioni. La variazione è da attribuire interamente a un deterioramento delle partite correnti che hanno registrato un deficit di \$160 milioni contro un disavanzo di \$60 milioni nel 1966. Due terzi del peggioramento sono da ascrivere ad una contrazione nei proventi da servizi.

Sulla base delle dichiarazioni doganali, le importazioni hanno subito un'espansione del 6% tanto nel 1966 che nel 1967, mentre il saggio di sviluppo delle esportazioni è sceso dal 6 a 4%. Nel corso dello scorso anno si è tuttavia notato un miglioramento, perchè il disavanzo commerciale del primo semestre ha ceduto il posto ad una modesta eccedenza nel secondo. Gli acquisti, che erano cresciuti rapidamente in seguito alle pressioni esercitate dalla domanda molto sostenuta, nonchè in previsione del fatto che il 3 luglio sarebbe entrata in vigore l'imposta sul valore aggiunto, si sono ridotti nella seconda metà dell'anno, mentre le esportazioni, che erano cresciute di poco nel primo semestre, si sono riprese notevolmente. Per l'anno in complesso le vendite di manufatti, escluse le navi, sono aumentate del 10%; quelle di prodotti agricoli sono invece diminuite del 5% rispetto al 1966, a causa, in parte, di un'ulteriore integrazione delle politiche agricole comuni adottate nei paesi CEE e, in parte, di prezzi all'esportazione più bassi. I proventi netti dalle partite invisibili hanno subito una flessione da \$205 a 140 milioni, in seguito a un deterioramento di tutte le voci. Il conto turismo, che di solito presenta un'eccedenza, ha accumulato un deficit, dato che le spese dei turisti danesi all'estero sono cresciute molto di più degli introiti derivanti da turisti stranieri in Danimarca. I proventi netti da noli e transazioni governative sono diminuiti e gli esborsi per interessi e dividendi sono invece saliti.

L'afflusso netto di capitali è ammontato a quasi \$100 milioni in ciascuno degli ultimi due anni. Mentre nel 1966 i rimborsi del settore pubblico avevano superato il nuovo credito ricevuto, nel 1967 il relativo indebitamento netto è salito a \$15 milioni. L'afflusso netto in conto investimenti diretti è stato alquanto inferiore a quello del 1966, perchè gli investimenti danesi all'estero hanno registrato un incremento maggiore degli investimenti esteri in Danimarca.

Nonostante il miglioramento che si è verificato nelle esportazioni durante la seconda metà del 1967, la corona danese è stata svalutata il 21 novembre del 7,9%.

*Irlanda.* Il deficit commerciale dell'Irlanda, che nel 1965 aveva toccato la punta di \$425 milioni, è sceso a \$360 milioni nel 1966 e a circa \$300 milioni lo scorso anno. Mentre per la maggior parte del 1966 le importazioni erano state con-

tenute con misure restrittive interne, l'anno scorso ha prevalso una politica di espansione. Ciò nonostante, l'importo degli acquisti all'estero è cresciuto soltanto del 5%; sembra che ciò possa essere attribuito al fatto che la ripresa dell'attività economica si è verificata soprattutto nell'edilizia residenziale e negli investimenti pubblici (settori nei quali l'elemento costituito dalle importazioni è piuttosto modesto), nonché ad una flessione nei prezzi all'importazione. D'altro lato, l'espansione delle esportazioni è accelerata dall'11 al 17%; una parte notevole dell'incremento è dovuto alle crescenti vendite di carne. In valori assoluti, nel 1967 le importazioni sono ammontate a \$ 1.050 milioni e le esportazioni a \$ 755 milioni. I proventi netti da servizi (\$ 325 milioni) hanno superato soltanto di \$ 10 milioni il livello del 1966 e il saldo delle partite correnti è passato da un disavanzo di \$ 45 milioni ad un avanzo di \$ 30 milioni. Mentre nel 1966 si era registrato un afflusso di capitali di \$ 120 milioni, di cui più della metà era dovuto all'imponente indebitamento verso l'estero da parte del governo e al trasferimento di proprietà di una banca privata, l'anno scorso il governo non ha contratto alcun prestito. In complesso si è avuto un deflusso netto di capitali di modesta entità.

Il 18 novembre 1967, la sterlina irlandese è stata svalutata parallelamente alla sterlina, dati gli strettissimi legami con l'economia britannica.

*Spagna.* Nel 1967, per il terzo anno consecutivo, la bilancia dei pagamenti di base della Spagna ha registrato un disavanzo. Tuttavia, al livello di \$ 120 milioni, esso è pur sempre stato di \$ 100 milioni inferiore a quello dell'anno prima. Il miglioramento è da ascrivere interamente all'afflusso netto di capitali a lungo termine che è salito a \$ 460 milioni, rispecchiando un'espansione negli investimenti diretti, per la maggior parte effettuati dagli Stati Uniti, un considerevole aumento degli investimenti in titoli e più ampi crediti concessi dall'Export-Import Bank.

A causa del rallentamento dell'attività economica e di un lieve aumento degli introiti dalle esportazioni, il deficit commerciale si è ridotto di \$ 100 milioni, scendendo al livello di \$ 1.900 milioni. Questo miglioramento è stato tuttavia compensato da minori proventi netti dalle partite invisibili. In base alle statistiche doganali, le importazioni sono ammontate a \$ 3,5 miliardi, cioè hanno superato di due volte e mezzo le esportazioni; dopo essere cresciute del 19% nel 1966, l'anno scorso hanno subito una modesta flessione. Le importazioni di prodotti semilavorati e materie prime hanno presentato contrazioni rispettivamente del 12 e 11% e gli acquisti di generi alimentari sono diminuiti del 6%, in seguito, in parte, a maggiori approvvigionamenti interni di carne. Le importazioni di beni d'investimento sono rimaste praticamente stazionarie, mentre quelle di combustibili sono aumentate del 23% e quelle di beni di consumo del 9%. Le esportazioni che nel 1966 avevano subito un'espansione di quasi un terzo, l'anno scorso sono salite del 10,5%. A prescindere da una riduzione nelle vendite di navi e autocarri, tutti i gruppi di prodotti hanno approfittato dell'incremento.

Nello scorso anno il numero dei turisti stranieri è aumentato del 3,5% contro un incremento del 21% nel 1966. Il numero dei turisti francesi, che contribuisce per metà al totale, e di quelli tedeschi si è ridotto. I turisti provenienti da tutti gli altri paesi sono aumentati; quelli dal Regno Unito del 10%. Ma gli introiti,

dopo aver registrato un incremento del 13 % nel 1966, hanno subito una flessione, che si rispecchia nei proventi netti dai servizi veri e propri, che sono scesi al livello di \$870 milioni con una contrazione di \$70 milioni. Anche gli introiti per rimesse dei lavoratori sono diminuiti, passando da \$480 a 450 milioni; questo andamento riflette la pausa nell'attività economica dei principali paesi di emigrazione.

Poichè le partite correnti continuavano ad accumulare disavanzi e le riserve valutarie della Spagna stavano declinando, la peseta ha seguito l'esempio della sterlina e il 20 novembre è stata svalutata del 14,3 % nei confronti del dollaro. In appoggio della svalutazione è stato annunciato un programma di stabilizzazione, che prevede il blocco di prezzi e salari sino alla fine del 1968 e aumenti, fino al 50 %, delle tasse sulle merci di lusso. In seguito all'adozione di queste misure, nel primo trimestre del 1968 il disavanzo commerciale è notevolmente diminuito e il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è sceso a \$65 milioni contro \$150 milioni nel primo trimestre del 1967.

*Portogallo.* Negli ultimi due anni l'afflusso di capitali a lungo termine è stato praticamente uguale, ma le partite correnti della bilancia dei pagamenti del Portogallo hanno conseguito nel 1967 un miglioramento di \$90 milioni, sicchè hanno potuto registrare un avanzo di \$50 milioni. Il disavanzo commerciale è diminuito di \$25 milioni, scendendo a \$315 milioni e i proventi dalle partite invisibili sono cresciuti di \$65 milioni, raggiungendo il livello di \$365 milioni, a causa soprattutto di una dilatazione delle rimesse dei lavoratori. Gli introiti netti dal turismo sono cresciuti soltanto di \$10 milioni, salendo a \$185 milioni, nonostante un aumento di circa il 30 % nel numero dei turisti stranieri entrati nel paese. Di fatto si è verificata una lieve contrazione nei proventi lordi, ma essa è stata più che compensata da una riduzione nelle spese dei turisti portoghesi all'estero.

In seguito ad un notevole rallentamento nell'attività industriale ed a raccolti agricoli più abbondanti, l'anno scorso le importazioni, calcolate sulla base delle statistiche doganali, sono rimaste stazionarie. Le importazioni provenienti da paesi non appartenenti all'area dell'escudo (che contribuiscono con quasi nove decimi al totale) si sono ridotte del 2 %, mentre quelle dai territori d'oltremare sono aumentate del 5 %. Le importazioni di macchinari e attrezzature per i trasporti hanno subito una flessione del 6 % e quelle di cereali del 23 %. D'altro canto, le importazioni di bestiame e di prodotti di origine animale sono grosso modo raddoppiate. Quanto alle esportazioni, quelle verso i paesi non appartenenti all'area dell'escudo (che rappresentano i tre quarti del totale) sono cresciute dell'8 %; le vendite ai paesi EFTA hanno subito un'espansione del 25 %, mentre quelle ai paesi CEE hanno registrato una modesta flessione. Le esportazioni verso i territori d'oltremare sono aumentate di quasi un quinto. L'incremento delle esportazioni, la maggior parte del quale si è verificato nella seconda metà dell'anno, ha rispecchiato, in parte, i prezzi più elevati per un piccolo numero di prodotti, quali vini da tavola, filati e tessuti di cotone, minerali di tungsteno e macchinari. Poichè i prezzi all'importazione sono rimasti stabili, le ragioni di scambio sono migliorate dell'8 % rispetto all'anno precedente.

Al livello di \$120 milioni, l'afflusso netto di capitali a medio e lungo termine ha superato di poco quello del 1966. Nel settore pubblico il volume più ampio di

prestiti esteri (circa la metà del quale è stata utilizzata per finanziare la costruzione di navi) è stato più che compensato da più cospicui rimborsi. L'entrata netta di capitali a breve, compreso il saldo dei territori d'oltremare verso paesi terzi, è stata di \$35 milioni inferiore a quella del 1966, in seguito soprattutto a pagamenti anticipati di importazioni.

*Canada.* Le minori pressioni esercitate dalla domanda interna e i profitti valutari ricavati dall'esposizione mondiale di Montreal hanno congiuntamente fatto sì che, nel 1967, i risultati della bilancia dei pagamenti del Canada siano stati i migliori registrati dalla fine della guerra. Il disavanzo di \$110 milioni accumulato nel 1966 dalla bilancia di base è stato sostituito da un avanzo di \$890 milioni e il deficit delle partite correnti è sceso da \$1.050 a 390 milioni, il livello più basso toccato dal 1952. L'avanzo commerciale è passato da \$325 a 550 milioni.

Dopo una rapida espansione nel 1965 e 1966, importazioni ed esportazioni sono rallentate nei primi nove mesi del 1967, ma verso la fine dell'anno si sono notati sintomi di ripresa. Questo nuovo movimento ascendente è stato particolarmente pronunciato nel caso delle esportazioni, che si sono avvantaggiate della ripresa ciclica negli Stati Uniti e degli scioperi in quest'ultimo paese nell'industria del rame e in quella delle automobili. Per il 1967 in complesso, le esportazioni sono cresciute del 10% e le importazioni dell'8%. Le spedizioni di grano si sono ridotte di \$330 milioni, soprattutto a causa di consegne di minore entità all'URSS e alla Cina e le esportazioni di altri prodotti agricoli, nonché dei prodotti della pesca e forestali non hanno quasi registrato alcun incremento. D'altro canto, le esportazioni di metalli e minerali sono aumentate di \$300 milioni soprattutto in seguito a più ampie vendite di rame e petrolio. Ma il fattore più importante che ha provocato l'incremento di \$1.005 milioni nel totale delle esportazioni (calcolato sulla base delle dichiarazioni doganali) è costituito da un'espansione di \$925 milioni, ossia del 40%, nelle consegne di manufatti (esclusi metalli e prodotti chimici). Circa il 75% del miglioramento è da attribuire ad esportazioni di autoveicoli che hanno usufruito dell'accordo stipulato nel 1965 fra Stati Uniti e Canada. Essi hanno contribuito con oltre il 60% all'aumento di \$745 milioni nel totale delle importazioni. La ragione principale per cui il deficit delle partite invisibili è passato da \$1.375 a 940 milioni è da ricercare nel miglioramento di \$455 milioni nei proventi netti dal turismo, dovuto in ampia misura all'esposizione mondiale del 1967, nonché alle altre iniziative promosse nella ricorrenza del centenario.

I proventi netti del conto capitali a lungo termine sono cresciuti di \$340 milioni, salendo a \$1.280 milioni, nonostante una contrazione di \$185 milioni negli investimenti diretti esteri netti in Canada e una modesta riduzione nelle nuove emissioni nette di obbligazioni canadesi all'estero. Queste diminuzioni sono state più che compensate da un miglioramento di \$260 milioni nel saldo delle operazioni su titoli esteri e canadesi già emessi e da un aumento di \$275 milioni nell'eccedenza della voce "Altri" movimenti di capitali a lungo termine. I guadagni conseguiti in tale conto sono dovuti principalmente a rimborsi di crediti concessi precedentemente in connessione con le esportazioni di grano e a crediti accordati da banche estere a società canadesi. L'afflusso di capitali a lungo termine

**Canada: Bilancia dei pagamenti.**

Voci	1966	1967 <sup>1</sup>				
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U.						
<b>Merci (f.o.b.)</b>						
Esportazioni . . . . .	9.670	10.635	2.700	2.705	2.480	2.750
Importazioni . . . . .	9.345	10.085	2.520	2.585	2.515	2.465
<b>Saldo . . . . .</b>	<b>+ 325</b>	<b>+ 550</b>	<b>+ 180</b>	<b>+ 120</b>	<b>- 35</b>	<b>+ 285</b>
<b>Servizi</b>						
Interessi e dividendi . . . . .	- 750	- 800	- 170	- 220	- 220	- 190
Turismo . . . . .	- 60	+ 395	- 5	+ 155	+ 215	+ 30
Altri servizi . . . . .	- 565	- 535	- 125	- 180	- 100	- 130
<b>Totale . . . . .</b>	<b>- 1.375</b>	<b>- 940</b>	<b>- 300</b>	<b>- 245</b>	<b>- 105</b>	<b>- 290</b>
<b>Saldo delle partite correnti . . . . .</b>	<b>- 1.050</b>	<b>- 390</b>	<b>- 120</b>	<b>- 125</b>	<b>- 140</b>	<b>- 5</b>
<b>Conto capitali a lungo termine</b>						
Nuove emissioni canadesi all'estero (al netto) . . . . .	+ 890	+ 880	+ 255	+ 145	+ 195	+ 285
Operazioni su titoli canadesi già emessi . . . . .	- 225	- 35	- 55	- 35	+ 20	+ 35
Operazioni su titoli esteri . . . . .	- 390	- 320	- 50	- 50	- 115	- 105
Investimenti diretti . . . . .	+ 635	+ 450	+ 85	+ 125	+ 110	+ 130
Altri capitali . . . . .	+ 30	+ 305	+ 50	+ 50	+ 70	+ 135
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 940</b>	<b>+ 1.280</b>	<b>+ 285</b>	<b>+ 235</b>	<b>+ 280</b>	<b>+ 480</b>
<b>Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . . . . .</b>	<b>- 110</b>	<b>+ 890</b>	<b>+ 165</b>	<b>+ 110</b>	<b>+ 140</b>	<b>+ 475</b>
<b>Conto capitali a breve<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>+ 255</b>	<b>- 540</b>	<b>- 475</b>	<b>- 65</b>	<b>+ 140</b>	<b>- 150</b>
<b>Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)</b>	<b>+ 145</b>	<b>+ 350</b>	<b>- 310</b>	<b>+ 55</b>	<b>+ 280</b>	<b>+ 325</b>

<sup>1</sup> I dati trimestrali relativi al saldo delle partite correnti sono rettificati per variazioni stagionali. <sup>2</sup> Compresa la partita bilanciante.

è stato influenzato dalla nuova legge bancaria e dai saggi d'interesse a lungo termine che nel Canada sono relativamente elevati. La contrazione degli investimenti diretti netti nel Canada è da attribuire interamente agli Stati Uniti; i fondi investiti da altri paesi sono quasi raddoppiati, ma alla fine del 1967 rappresentavano ancora soltanto un quinto del totale. Il miglioramento di \$1 miliardo nella bilancia dei pagamenti di base è stato in ampia misura compensato da una variazione nel saldo dei movimenti di capitali a breve che è passato da un'eccedenza di \$255 milioni nel 1966 a un deficit di \$540 milioni. La posizione netta delle riserve ufficiali e quella delle banche canadesi, congiuntamente, si è consolidata di \$350 milioni.

*Giappone.* L'avanzo della bilancia dei pagamenti di base del Giappone che, nel 1966, era ammontato a \$440 milioni è stato sostituito da un deficit di \$990 milioni. Questo notevole deterioramento è dovuto soprattutto alla coincidenza, alquanto insolita, dello sviluppo di un "boom" sempre più rapido in Giappone, mentre nella maggior parte degli altri paesi industriali l'attività economica stava rallentando. Conseguentemente, il ritmo delle importazioni del Giappone è acce-

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

Voci	1966			1967		
	Anno	1° semestre	2° semestre	Anno	1° semestre	2° semestre
milioni di dollari S.U.						
<b>Merci (f.o.b.)</b>						
Esportazioni . . . . .	9.640	4.380	5.260	10.230	4.720	5.510
Importazioni . . . . .	7.365	3.560	3.805	9.070	4.400	4.670
<b>Saldo . . . . .</b>	<b>+ 2.275</b>	<b>+ 820</b>	<b>+ 1.455</b>	<b>+ 1.160</b>	<b>+ 320</b>	<b>+ 840</b>
<b>Servizi</b>						
Noli . . . . .	- 610	- 320	- 290	- 820	- 365	- 455
Interessi e dividendi . . . . .	- 185	- 95	- 90	- 175	- 85	- 90
Governo <sup>2</sup> . . . . .	+ 440	+ 195	+ 245	+ 475	+ 220	+ 255
Altri servizi . . . . .	- 670	- 325	- 345	- 830	- 440	- 390
<b>Totale . . . . .</b>	<b>- 1.025</b>	<b>- 545</b>	<b>- 480</b>	<b>- 1.350</b>	<b>- 670</b>	<b>- 680</b>
<b>Saldo delle partite correnti . .</b>	<b>+ 1.250</b>	<b>+ 275</b>	<b>+ 975</b>	<b>- 190</b>	<b>- 350</b>	<b>+ 160</b>
Conto capitali a lungo termine.	- 810	- 285	- 525	- 800	- 365	- 435
<b>Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine . .</b>	<b>+ 440</b>	<b>- 10</b>	<b>+ 450</b>	<b>- 990</b>	<b>- 715</b>	<b>- 275</b>
Conto capitali a breve <sup>3</sup> . . . . .	- 120	+ 45	- 165	+ 420	+ 225	+ 195
<b>Totale complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . . . .</b>	<b>+ 320</b>	<b>+ 35</b>	<b>+ 285</b>	<b>- 570</b>	<b>- 490</b>	<b>- 80</b>

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Principalmente transazioni di natura militare. <sup>3</sup> Compresa la partita bilanciante.

lerato dal 14,5 % nel 1966 al 23 %, mentre quello delle esportazioni è sceso dal 15,5 al 6 %, in seguito all'indebolimento della domanda estera e alla insufficiente capacità produttiva interna. L'avanzo commerciale si è ridotto da \$2.275 milioni nel 1966 a \$1.160 milioni. Nel primo trimestre del 1968 la situazione ha peraltro registrato un miglioramento; le misure restrittive di politica monetaria e fiscale adottate nella seconda metà del 1967 hanno contribuito a rallentare le importazioni, mentre le esportazioni hanno ripreso slancio.

Sulla base delle dichiarazioni doganali, praticamente tutto l'incremento che le esportazioni hanno registrato nel 1967 è costituito da macchinari e attrezzature; conseguentemente, l'aliquota di questa voce sul totale delle esportazioni è passato dal 38 al 42 %. Le esportazioni di prodotti tessili sono invece diminuite del 3 %. Le importazioni di beni strumentali sono cresciute del 29 % e quelle di materie prime (che partecipano per circa il 70 % al totale delle importazioni) del 26 %, mentre gli acquisti di beni di consumo, cioè soprattutto generi alimentari, sono aumentati soltanto dell'8 %.

Il deficit delle partite invisibili si è ampliato di \$325 milioni, raggiungendo il livello di \$1.350 milioni; quasi due terzi di tale importo sono dovuti a maggiori pagamenti per noli e il saldo delle partite correnti è passato da un'eccedenza di \$1.250 milioni ad un disavanzo di \$190 milioni. A paragone dei deficit accumulati in precedenti periodi di "boom", quest'ultimo può essere considerato assai modesto. Tuttavia, negli anni recenti il Giappone è diventato un paese esportatore netto di

capitali a lungo termine su vasta scala; nonostante l'inasprimento della politica creditizia interna, nel 1967 le esportazioni di capitali a lunga scadenza sono ammontate a \$800 milioni, cioè sono state praticamente uguali a quelle del 1966. Gli acquisti esteri netti di titoli giapponesi sono cresciuti di \$95 milioni, ma questo incremento è stato in ampia misura compensato da più ampi crediti commerciali a lungo termine, concessi principalmente in connessione ad esportazioni di attrezzature industriali. Nel 1967, i crediti commerciali netti hanno contribuito con il 63% al totale del deflusso di capitali a lungo termine. D'altro canto, i movimenti di capitali a breve hanno reagito al tiro di redini monetario. Tenendo conto della partita bilanciante, ma escluse le variazioni nelle posizioni esterne delle banche, il deflusso di \$120 milioni nel 1966 è stato seguito da un afflusso di \$420 milioni nel 1967. Questa inversione di tendenza ha tuttavia compensato soltanto parte del deterioramento della bilancia dei pagamenti di base e la bilancia complessiva ha registrato un saldo passivo di \$570 milioni, il più elevato dal 1961.

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

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

Nel 1967, la produzione aurifera mondiale, il cui movimento ascendente si era notevolmente rallentato durante i due anni precedenti, ha registrato la sua prima flessione dal 1953. La produzione globale (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) si è ridotta da 41,2 a 40,3 milioni di onces. Mentre la ragione principale del mutamento di tendenza nel corso degli ultimi anni va ricercata nei risultati dell'industria sud-africana, alla contrazione dello scorso anno hanno concorso quasi in eguale misura i tre maggiori paesi produttori del mondo occidentale.

Produzione mondiale di oro.

Paesi produttori	1929	1940	1946	1953	1963	1964	1965	1966	1967
	peso, in migliaia di onces di fino								
<i>Sud Africa</i> . . . . .	10.412	14.046	11.927	11.941	27.432	29.137	30.540	30.869	30.531
<i>Canada</i> . . . . .	1.928	5.333	2.849	4.056	4.003	3.835	3.608	3.274	2.962
<i>Stati Uniti</i> . . . . .	2.059	4.870	1.575	1.958	1.454	1.456	1.705	1.803	1.471
<i>Australia</i> . . . . .	427	1.644	824	1.075	1.024	964	878	916	815
<i>Ghana</i> . . . . .	208	886	586	731	921	865	755	684	763
<i>Giappone</i> . . . . .	335	867	40	258	433	460	519	555	678
<i>Filippine</i> . . . . .	163	1.121	1	481	376	426	437	453	490
<i>Colombia</i> . . . . .	137	632	437	437	325	365	319	281	260
<i>Messico</i> . . . . .	655	883	420	483	238	210	216	214	175
Totale . . . . .	16.324	30.282	18.659	21.420	36.206	37.718	38.977	39.049	38.145
Altri paesi <sup>1</sup> . . . . .	2.016	7.178	2.771	2.840	2.534	2.452	2.163	2.151	2.140
Produzione mondiale (stima) <sup>1</sup> . . . . .	18.340	37.460	21.430	24.260	38.740	40.170	41.140	41.200	40.285
	milioni di dollari S.U.								
Stima delle produzioni totale mondiale a \$35 per oncia di fino	640 <sup>2</sup>	1.310	750	850	1.355	1.405	1.440	1.440	1.410

<sup>1</sup> Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord. <sup>2</sup> Al prezzo ufficiale allora in vigore di \$20,67 per oncia di fino, tale stima ammonta a \$380 milioni.

Nel Sud Africa la produzione è diminuita di 340.000 onces, cioè di poco più dell'1 %. L'aliquota con cui il Sud Africa partecipa alla produzione del mondo occidentale ha tuttavia continuato ad aumentare ed è ammontata al 76% del totale. Negli altri due principali paesi produttori (Canada e Stati Uniti), la contrazione nella produzione, registrata nel 1967, è stata relativamente assai più cospicua. Dati i costi crescenti e le riserve decrescenti di minerale, la produzione aurifera del Canada era già scesa da 4 a 3,3 milioni di onces tra il 1963 e il 1966. Nel 1967 è diminuita a poco meno di 3 milioni di onces. La produzione americana è scesa di 330.000 onces, a causa soprattutto dello sciopero prolungato nel settore del rame, essendo circa un terzo della produzione aurifera americana un prodotto secondario dello sfruttamento delle miniere di rame. La riduzione dello scorso

anno nella produzione americana si è verificata dopo due anni in cui essa era aumentata da 1,5 a 1,8 milioni di onces, in seguito all'apertura di una nuova miniera di oro nel Nevada. Nel 1967 la produzione aurifera di tutti gli altri paesi del mondo occidentale, considerati complessivamente, ha mostrato un lieve incremento. Le maggiori variazioni sono costituite da una riduzione di 100.000 onces nella produzione australiana e da miglioramenti di circa lo stesso ordine di grandezza tanto nel Ghana che in Giappone.

Nel 1967, uno sviluppo caratteristico dell'industria aurifera del Sud Africa è dato dal fatto che la produzione delle miniere di più recente apertura ha cessato di aumentare, perchè l'incremento nel totale di minerale trattato è stato compensato da una contrazione nel contenuto medio in oro. Poichè i costi d'esercizio hanno continuato a salire, i profitti globali ricavati dalle nuove zone minerarie hanno presentato per la prima volta una riduzione. Se si esamina l'evoluzione degli ultimi anni, dal 1962 (quando l'apertura di nuove zone minerarie ha raggiunto il suo vertice) al 1967, le miniere vecchie hanno diminuito la quantità di minerale trattato del 31%. Tuttavia, siccome il loro rendimento medio di oro è alquanto cresciuto, la produzione di queste miniere è scesa soltanto del 25%, ossia da 6,1 a 4,6 milioni di onces. Nel quinquennio, l'utile medio per oncia è diminuito da \$6,9 a 3,7, mentre i profitti globali sono passati da \$42 a 17 milioni.

Sud Africa: Statistiche d'esercizio delle miniere di oro.<sup>1</sup>

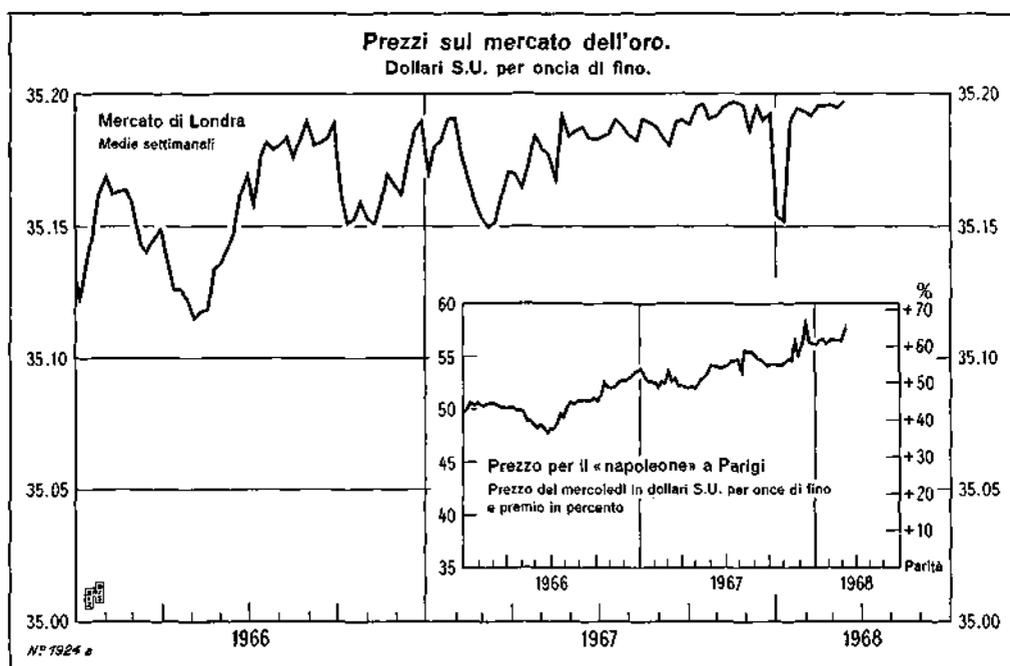
Anni	Minerale trattato	Rendimento medio di oro per tonnellata	Totale produzione	Totale utile <sup>2</sup>	Utile medio per oncia <sup>2</sup>
	in milioni in tonnellate	in dwt. <sup>3</sup>	in milioni di onces	in milioni di dollari	in dollari
1962					
Miniere vecchie <sup>4</sup> . . . .	30,6	4,02	6,1	41,9	6,9
Miniere nuove <sup>5</sup> . . . .	40,2	9,08	18,3	343,5	18,8
1963					
Miniere vecchie . . . .	28,6	4,06	5,8	36,5	6,3
Miniere nuove . . . .	45,0	9,13	20,5	382,5	18,7
1964					
Miniere vecchie . . . .	26,7	4,13	5,5	33,1	6,0
Miniere nuove . . . .	48,2	9,34	22,5	414,1	18,4
1965					
Miniere vecchie . . . .	24,8	4,24	5,2	26,5	5,0
Miniere nuove . . . .	51,1	9,46	24,3	427,1	17,6
1966					
Miniere vecchie . . . .	22,1	4,37	4,8	21,9	4,6
Miniere nuove . . . .	52,8	9,49	25,1	431,4	17,2
1967					
Miniere vecchie <sup>6</sup> . . . .	21,2	4,32	4,6	17,0	3,7
Miniere nuove . . . .	53,9	9,31	25,1	413,3	16,5

<sup>1</sup> Soltanto membri della "South African Chamber of Mines" e produttori primari di oro (circa il 97% della produzione globale del Sud Africa). <sup>2</sup> Compresi i profitti derivanti dall'uranio. <sup>3</sup> Un dwt. (pennyweight) è pari a 1,355 grammi e ad un ventesimo di oncia. <sup>4</sup> Rand orientale, Rand centrale. <sup>5</sup> Area Evander, Far West Rand, Klerksdorp, Stato libero di Orange. <sup>6</sup> Stime.

Nelle zone minerarie più recenti, il volume dell'attività è aumentato di circa un terzo, da 40,2 a 53,9 milioni di tonnellate di minerale trattato e la produzione complessiva da 18,3 a 25,1 milioni di onces. Sebbene il rendimento medio di oro per tonnellata di minerale trattato abbia subito soltanto un lieve incremento, la riduzione nella media dei profitti da \$18,8 a 16,5 per oncia è stata assai minore in termini di percento che nelle vecchie miniere ed i profitti globali, nonostante la contrazione registrata nel 1967, sono aumentati di oltre il 20%, cioè da \$340 a 410 milioni.

Nel primo trimestre del 1968 la produzione aurifera del Sud Africa ha superato di circa 155.000 onces il livello di un anno prima, in seguito all'apertura di due miniere nuove.

Nel 1967, il divario assai considerevole fra l'offerta di oro nuovo e la domanda globale del mercato di metallo che, durante l'anno, ha provocato una flessione di \$1.600 milioni nelle riserve auree dei paesi del mondo occidentale, è già stato descritto nelle pagine 41-44 di questa Relazione. Sebbene l'assorbimento di oro non monetario non abbia assunto imponenti proporzioni che dopo la svalutazione della sterlina, esso è stato consistente per la maggior parte del 1967. Ciò significa che il prezzo sul mercato dell'oro di Londra è rimasto assai vicino al suo effettivo limite superiore di \$35,20 l'oncia per la più parte dell'anno, soprattutto a partire dalla fine di maggio.



\* Le quotazioni sul mercato dell'oro di Londra si arrestano alla metà di marzo 1968, quando il mercato è stato temporaneamente chiuso e le operazioni del Consorzio dell'oro sospese.

All'inizio del 1967, il prezzo, al momento della "determinazione", era appena al disopra di \$35,17 ½. Durante la seconda metà di gennaio esso ha superato \$35,19 a causa di rinnovate voci circa un probabile aumento del prezzo ufficiale dell'oro. Poi è seguito l'unico periodo di una certa lunghezza, nel 1967, durante il quale sono prevalse condizioni di relativa tranquillità sul mercato. Da \$35,19 ¼, all'inizio di febbraio, il prezzo, al momento della "determinazione", è sceso al disotto di \$35,15 alla fine del mese e poi ancora in alcuni giorni durante la prima metà di marzo. In questo periodo e nel corso di tutto il primo semestre dell'anno, l'afflusso al mercato di oro nuovo è stato superiore al consueto, perchè, in aggiunta alla sua produzione corrente, il Sud Africa stava vendendo cospicue quantità di oro prelevate dalle sue riserve.

Le quotazioni hanno ripreso a salire durante l'ultima parte di marzo e in aprile la domanda si è mantenuta ad un elevato livello, in seguito, in parte, alle difficoltà politiche sorte in Grecia. Alla fine di aprile, il prezzo, al momento della "determinazione", superava \$35,18 ½. Per breve tempo le condizioni sono di nuovo diventate meno tese, ma lo sganciamento dell'argento dal prezzo in dollari, deciso il 18 maggio, e successivamente lo scoppio della crisi nel Medio Oriente hanno impresso un nuovo stimolo alla domanda. Da allora fino alla crisi di novembre, la domanda di oro sul mercato è rimasta sempre elevata; in aggiunta, durante il terzo trimestre dell'anno, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti del Sud Africa è stato sostituito da un saldo attivo, sicché gli approvvigionamenti di oro al mercato si sono ridotti. Il prezzo, al momento della "determinazione", ha quindi continuato a mantenersi entro limiti piuttosto ristretti, per lo più fra \$35,18 e poco meno di \$35,20. Lo stesso vale per il periodo decorso dalla svalutazione della sterlina alla chiusura del mercato di Londra, avvenuta il 15 marzo, con l'eccezione di un breve intervallo all'inizio di gennaio 1968, quando l'annuncio di nuove misure relative alla bilancia dei pagamenti, da parte delle autorità americane, ha fatto scendere le quotazioni per alcuni giorni al disotto di \$35,14.

Mentre, nel 1967, la domanda sostenutissima di oro sul mercato del metallo in barre ha provocato imponenti vendite da parte del Consorzio dell'oro, sul mercato dell'oro monetato vi è stato un notevole aumento ulteriore nel prezzo delle monete fuori corso. Per esempio, il premio del napoleone rispetto al suo contenuto aureo è passato dal 48,5% alla fine di marzo 1967 al 61,5% alla fine dell'anno e al 64,5% immediatamente prima della chiusura del mercato dell'oro di Londra nel marzo 1968. Alla metà di maggio il premio sul prezzo di mercato dell'oro in barre era del 55%.

Il mercato di Londra è stato riaperto il 1° aprile 1968 con quotazioni per l'oro in barre di \$38 l'oncia. Più avanti nella stessa settimana i corsi sono scesi a \$36,95, ma da questo livello sono risaliti rapidamente a \$38. Nell'ultima settimana del mese hanno incominciato ad aumentare ulteriormente e, verso la fine di maggio, il prezzo di mercato era di \$41,5 l'oncia.

Come è già stato menzionato, nel 1967 le riserve auree dei paesi del mondo occidentale sono diminuite di \$1.600 milioni. Alla fine dell'anno avevano raggiunto il livello di \$41.580 milioni. Le riserve auree ufficiali dei paesi si sono ridotte di \$1.420 milioni, scendendo al livello di \$39.480 milioni e gli averi in oro a pronti delle istituzioni monetarie internazionali hanno subito una perdita di \$180 milioni, raggiungendo l'importo di \$2.100 milioni.

La flessione nelle riserve auree globali dei paesi durante il 1967 è da attribuire soprattutto agli Stati Uniti e al Regno Unito. Il totale netto delle vendite americane di oro è ammontato, per l'anno, a \$1.170 milioni, di cui \$160 milioni sono stati assorbiti per usi industriali interni (in aggiunta a oro per \$50 milioni proveniente dalla produzione corrente interna). Le vendite nette degli Stati Uniti ad altri paesi sono ammontate a \$1.030 milioni. Il grosso di queste cessioni è costituito dalle vendite nette al Regno Unito per l'importo di \$880 milioni, ivi compresa l'aliquota americana delle perdite che il Consorzio dell'oro ha registrato nel 1967. Perciò, escluse le transazioni con il Regno Unito, il totale delle cessioni

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel			Averi a fine 1967
	1965	1966	1967	
	milioni di dollari S.U.			
Stati Uniti . . . . .	-1.665	- 570	-1.170	12.065
Regno Unito . . . . .	+ 130	- 325	- 650	1.290
Europa occidentale continentale	+2.300	+ 250	+ 125	21.060
Austria . . . . .	+ 100	—	—	700
Belgio . . . . .	+ 105	- 35	- 45	1.480
Francia . . . . .	+ 980	+ 530	- 5	5.235
Germania . . . . .	+ 160	- 120	- 65	4.225
Italia . . . . .	+ 300	+ 10	- 15	2.400
Paesi Bassi . . . . .	+ 70	- 25	- 20	1.710
Portogallo . . . . .	+ 55	+ 70	+ 55	700
Spagna . . . . .	+ 195	- 25	—	785
Svizzera . . . . .	+ 315	-200	+ 250	3.090
Altri paesi . . . . .	+ 20	+ 45	- 30	735
Canada . . . . .	+ 125	- 105	- 30	1.015
Giappone . . . . .	+ 25	—	+ 10	340
America latina . . . . .	- 80	- 70	+ 15	1.000
Medio Oriente . . . . .	+ 5	- 55	+ 95	820
Altri paesi dell'Asia . . . . .	+ 35	- 25	+ 60	710
Altri paesi dell'Africa . . . . .	- 115	+ 210	+ 105	880
Sud Africa . . . . .	- 150	+ 210	- 55	585
Altri paesi . . . . .	- 15	+ 5	+ 20	300
Totale per tutti i paesi . . . . .	+ 745	- 685	-1.420	39.480
Istituzioni internazionali . . . . .	- 530	+ 635	- 180	2.100
BRI . . . . .	- 510	+ 135	- 200	-625
Fondo europeo . . . . .	+ 20	- 15	- 10	45
F.M.I. . . . .	- 40	+ 515	+ 30	2.680
Totale complessivo . . . . .	+ 215	- 50	-1.600	41.580

nette americane di oro ad altri paesi è ammontato soltanto a \$150 milioni contro \$690 milioni nel 1966 e \$1.470 milioni nel 1965. In altri termini, le conversioni di dollari in oro, eseguite presso il Tesoro americano nel 1967, sono state le più modeste da molti anni.

Le perdite di oro subite dal Regno Unito nel 1967 sono state di \$650 milioni; la maggior parte di esse si è verificata nell'ultimo trimestre dell'anno. Oltre a contribuire con la sua aliquota alle vendite del Consorzio dell'oro, il Regno Unito ha venduto oro anche per far fronte al saldo passivo nei suoi pagamenti verso l'estero.

Nei paesi continentali dell'Europa occidentale le riserve auree sono cresciute di \$125 milioni durante il 1967. Questo incremento è stato peraltro più che coperto da un'espansione di \$260 milioni nei riporti su oro fra la Banca nazionale svizzera e la BRI, in seguito ai quali, alla fine del 1967, le riserve auree della Svizzera avevano superato di \$250 milioni il livello dell'anno prima. Non tenendo conto degli effetti di questi riporti, le riserve auree dei paesi continentali dell'Europa occidentale sarebbero diminuite di \$135 milioni durante l'anno. Tutti i paesi che hanno partecipato attivamente al Consorzio dell'oro hanno subito perdite, sebbene, per quanto riguarda Italia e Svizzera, esse siano state attenuate da acquisti

di oro dal Tesoro americano, rispettivamente per \$85 e 30 milioni. D'altro canto, le riserve auree del Portogallo sono cresciute di \$55 milioni.

In altre parti del mondo le riserve auree hanno registrato un incremento di \$275 milioni. Nonostante vendite agli Stati Uniti per \$150 milioni, le riserve del Canada sono diminuite soltanto di \$30 milioni e nella maggior parte delle altre aree, le riserve auree hanno conseguito qualche aumento. Gli averi in oro dei paesi del Medio Oriente hanno registrato un incremento di \$95 milioni, di cui \$70 milioni sono affluiti al Kuwait. E le riserve di paesi africani hanno realizzato un'espansione di \$105 milioni. In questo gruppo di paesi, le riserve dell'Algeria sono cresciute di \$150 milioni, mentre gli averi ufficiali del Sud Africa si sono ridotti di \$55 milioni. Nel corso dell'anno, la bilancia dei pagamenti del Sud Africa ha subito una netta inversione di tendenza, passando da una posizione debitoria ad una creditoria, sicchè, mentre le sue riserve auree sono diminuite di \$170 milioni nei primi sei mesi, nella seconda metà dell'anno sono cresciute di \$115 milioni. Scarse sono state le variazioni registrate nell'America latina, dove acquisti per \$55 milioni da parte del Messico sono stati in notevole misura compensati da vendite del Perù per \$45 milioni.

Nel 1967, gli averi in oro delle istituzioni internazionali si sono ridotti di \$180 milioni. In particolare, la posizione negativa a pronti della BRI è aumentata di \$200 milioni; causa principale ne è stato l'incremento delle operazioni di riporto con la Banca nazionale svizzera, ai quali si è già fatto riferimento. Le riserve auree del Fondo monetario internazionale hanno subito un modesto aumento di \$30 milioni, dedotto un importo di \$20 milioni depositato presso il Tesoro americano. D'altro canto, nello stesso periodo, gli averi in oro del Fondo europeo si sono contratti di \$10 milioni, in seguito ai maggiori prestiti in oro concessi ai paesi membri dell'Accordo monetario europeo.

Secondo stime provvisorie, nel primo trimestre del 1968 le riserve auree dei paesi del mondo occidentale sono diminuite ancora di \$1.460 milioni. Gli averi dei paesi membri che hanno partecipato attivamente al Consorzio dell'oro si sono ridotti di \$2.045 milioni, ai quali gli Stati Uniti hanno contribuito per \$1.360 milioni e la Svizzera per un ulteriore importo di \$485 milioni. La riduzione delle riserve auree della Banca nazionale svizzera comprende una notevole contrazione nelle sue operazioni di riporto su oro con la BRI, la cui posizione negativa di oro a pronti è diminuita di \$280 milioni. Durante il trimestre gli averi in oro del Sud Africa sono aumentati di \$160 milioni.

#### **Fondo monetario internazionale.**

*Operazioni del Fondo.* Nel 1967, le operazioni creditizie del F. M. I. sono state effettuate su scala assai più ridotta che in ciascuno dei due anni precedenti. I prelievi lordi dei paesi membri sono passati da \$1.448 milioni nel 1966 a \$835 milioni lo scorso anno. Contemporaneamente, il totale dei riacquisti è salito da \$721 a 1.329 milioni, per cui durante l'anno il totale netto dei prelievi in essere è diminuito di \$494 milioni, scendendo a poco meno di \$4,5 miliardi. Alla fine del 1967, tre paesi contribuivano per circa il 60% al totale dei prelievi in essere: Regno Unito con \$1,5 miliardi, Stati Uniti con \$0,8 miliardi e India con \$0,5 miliardi.

Nel 1967, un'importante caratteristica delle operazioni del Fondo è stata la riduzione di \$902 milioni nell'indebitamento del Regno Unito. Nel maggio 1967 il Regno Unito ha rimborsato \$405 milioni, i quali rappresentano la parte del prelievo di \$1 miliardo, effettuato nel dicembre 1964, che era stato finanziato con il ricorso agli Accordi generali di prestito. Il rimborso è stato compiuto nelle stesse valute e per gli stessi importi quali erano stati concessi dagli altri paesi membri degli Accordi generali di prestito in quell'occasione e il Fondo ha utilizzato il ricavo per liquidare i corrispondenti prestiti ricevuti in base agli Accordi generali di prestito. Nel novembre 1967 il Regno Unito ha proceduto ad un secondo rimborso di \$250 milioni. Durante il 1967 la posizione britannica nel Fondo è inoltre migliorata di \$247 milioni, in seguito ai prelievi in sterline effettuati da altri paesi.

Nel 1967 anche il debito americano verso il F.M.I. si è ridotto di \$114 milioni. Questo risultato è stato conseguito interamente attraverso i prelievi in dollari S.U. compiuti da altri paesi membri.

Fondo monetario internazionale: Prelievi e riacquisti nel 1967.

Paesi o aree	Prelievi	Riacquisti	Prelievi netti
	milioni di dollari S.U.		
Stati Uniti . . . . .	—	114 <sup>1</sup>	— 114
Regno Unito . . . . .	—	902 <sup>2</sup>	— 902
Europa escluso Regno Unito . . . . .	336	45 <sup>3</sup>	291
Finlandia . . . . .	94	—	94
Jugoslavia . . . . .	45	12	33
Spagna . . . . .	166	—	166
Turchia . . . . .	27	19	8
America latina . . . . .	123	184 <sup>4</sup>	— 61
Argentina . . . . .	—	48	— 48
Cile . . . . .	10	25	— 15
Colombia . . . . .	71	37	34
Altri paesi . . . . .	376	84	292
Ceylon . . . . .	26	4	22
Filippine . . . . .	28	—	28
Ghana . . . . .	25	7	18
India . . . . .	90	8	82
Iraq . . . . .	40	—	40
Nuova Zelanda . . . . .	89	—	89
<b>Totale . . . . .</b>	<b>835</b>	<b>1.329</b>	<b>— 494</b>

<sup>1</sup> Riacquisti con prelievi effettuati da altri paesi membri. <sup>2</sup> Compresi riacquisti con prelievi effettuati da altri paesi membri per \$247 milioni. <sup>3</sup> Compresi riacquisti con prelievi effettuati da altri paesi membri per \$12 milioni. <sup>4</sup> Compresi riacquisti con prelievi effettuati da altri paesi membri per \$35 milioni.

I rimanenti paesi europei, a prescindere dal Regno Unito, hanno effettuato prelievi netti per \$291 milioni durante l'anno. Le principali transazioni sono state: un prelievo di \$166 milioni da parte della Spagna in gennaio (equivalente a tutta la sua posizione della "tranche" e della "super-tranche" in oro) e una serie di prelievi della Finlandia per un totale di \$94 milioni. Gli altri paesi membri del Fondo hanno effettuato prelievi per un importo netto di \$231 milioni: la Nuova Zelanda vi ha contribuito per \$89 milioni e l'India per \$82 milioni.

Sebbene i prestiti netti concessi dal Fondo a paesi membri siano diminuiti durante l'anno, nello stesso periodo è stato registrato un cospicuo incremento, da

\$365 a 1.804 milioni, negli importi che il Fondo stesso ha reso disponibili, su base "stand-by", per eventuali prelievi futuri. Questo ammontare era costituito quasi interamente dal credito, su base "stand-by", per \$1,4 miliardi, accordato al Regno Unito nel novembre 1967, subito dopo la svalutazione della sterlina. qualora il Regno Unito dovesse esaurire questa facilitazione, il Fondo ha preso accordi per poter ottenere \$400 milioni nelle valute che saranno necessarie, vendendo oro e \$525 milioni mediante ricorso agli Accordi generali di prestito.

Un'altra caratteristica delle operazioni eseguite dal Fondo nel 1967 è offerta dalla maggiore varietà di valute utilizzate nei prelievi. Durante l'anno sono state prelevate ventuno valute diverse, di cui cinque per la prima volta. La valuta che, nel 1967, è stata maggiormente utilizzata nei prelievi è la sterlina, con \$247 milioni, seguita dal dollaro S.U. con \$114 milioni. Le altre valute sono state utilizzate per importi piuttosto modesti: il terzo prelievo netto per ordine di grandezza è in dollari australiani per un ammontare di \$35 milioni. Ove si escludano il dollaro S.U. e la sterlina, durante l'anno l'utilizzo netto, da parte del Fondo, delle valute del Gruppo dei dieci si è ridotto di \$573 milioni. Ma dato che \$405 milioni di questo importo sono stati impiegati per rimborsare prestiti concessi in base agli Accordi generali di prestito, gli averi detenuti dal Fondo in queste valute non sono cresciuti di molto.

Nel primo trimestre del 1968 i prelievi lordi compiuti dai paesi membri sul Fondo hanno totalizzato \$826 milioni, cioè quasi tanto quanto in tutto l'anno precedente. Le principali transazioni hanno riguardato prelievi di \$426 milioni da parte del Canada e \$200 milioni da parte degli Stati Uniti. Durante il trimestre, la posizione della "tranche" in oro di quest'ultimo paese è peraltro migliorata di \$57 milioni, mentre altri paesi hanno prelevato un importo globale di \$263 milioni in dollari S.U., dei quali \$201 milioni riguardano il Canada. Il totale dei riacquisti è stato di \$514 milioni, sicchè, per il trimestre, i prelievi netti sono ammontati a \$312 milioni.

*Diritti speciali di prelievo.* Nel periodo sotto rassegna sono stati compiuti notevoli progressi verso l'istituzione di una nuova facilitazione presso il Fondo: i diritti speciali di prelievo. All'assemblea annuale del Fondo, tenutasi nel 1967 a Rio di Janeiro, i governatori hanno ricevuto e approvato un progetto della nuova facilitazione proposta, che rappresenta il risultato di quattro anni di discussioni nel Fondo e nel Gruppo dei dieci. I governatori hanno dato istruzioni agli amministratori esecutivi del Fondo perchè il progetto venga convertito in un documento giuridico, sotto forma di emendamenti agli Articoli dell'Accordo per il Fondo, da sottoporre per l'approvazione alla fine di marzo 1968. Questo lavoro è stato, di fatto, completato nell'aprile 1968, quando gli emendamenti proposti sono stati trasmessi ai governi membri per l'esame e l'approvazione. Poco prima, nel marzo 1968, i Ministri delle finanze ed i governatori delle banche centrali del Gruppo dei dieci si erano incontrati a Stoccolma per regolare alcuni problemi importanti relativi al progetto dei diritti speciali. Il governo francese si è riservato l'adesione al compromesso raggiunto a Stoccolma, in parte perchè, a suo parere, gli emendamenti all'Accordo per il Fondo così come proposti non rispecchiano

adeguatamente le disposizioni del progetto che era stato concordato a Rio e, in parte, perchè i problemi da esso considerati fondamentali non sono stati esaminati.

I nuovi diritti speciali di prelievo proposti saranno, in linea generale, tenuti distinti, sia nella loro contabilizzazione che nei loro scopi, dagli attuali diritti di prelievo, i quali scaturiscono dalle quote di sottoscrizione dei paesi membri. I diritti attuali sono a disposizione dei paesi per ottenere prestiti a breve e a medio termine, per lo più condizionali, nei casi di specifiche difficoltà sorte nelle bilance dei pagamenti di singoli paesi. I diritti speciali saranno, invece, assegnati simultaneamente a tutti i paesi partecipanti, al fine di contribuire a far fronte alle necessità di una maggior liquidità internazionale che si manifestino, a più lungo termine, nel sistema monetario globalmente considerato. Le decisioni circa l'assegnazione dei diritti speciali saranno adottate, sulla base delle proposte presentate dall'amministratore delegato, a una maggioranza non inferiore all'85 % di tutti i voti dei paesi membri. Le assegnazioni ai singoli paesi saranno effettuate in proporzione alle rispettive quote nel Fondo.

I paesi potranno utilizzare tutti i loro diritti speciali automaticamente per soddisfare le necessità di finanziamento della bilancia dei pagamenti, ma a condizione (soggetta a possibile revisione) che, durante il primo quinquennio di funzionamento del progetto, nessun paese potrà in media utilizzare al netto i diritti speciali ottenuti in misura superiore al 70 % delle sue assegnazioni cumulative. In altre parole, se, supponiamo, durante i primi tre anni un paese dovesse utilizzare il 75 % dei diritti assegnatigli, nei due anni successivi dovrebbe ricostituire i suoi averi in diritti speciali nella misura necessaria per riportare la media dei suoi averi per tutto il periodo ad almeno il 30 % delle sue assegnazioni cumulative. I trasferimenti di diritti speciali saranno, con alcune eccezioni, soggetti alle istruzioni del F. M. I., e ciò allo scopo di promuovere col tempo una "distribuzione equilibrata" di averi fra i paesi partecipanti. La regola fondamentale che, a questo proposito, sarà seguita dal Fondo consisterà nell'assegnare i diritti speciali a paesi, le cui bilance dei pagamenti e posizioni di riserve lorde siano "sufficientemente forti". L'obbligo dei paesi di accettare diritti speciali da altri paesi anch'essi partecipanti sarà limitato ad un importo pari a due volte le loro assegnazioni cumulative.

Fra le disposizioni del progetto sui diritti speciali sono da menzionare le seguenti:

1) L'unità di valore dei diritti speciali sarà pari all'attuale contenuto aureo del dollaro. In altre parole, le posizioni "debitorie" e "creditorie" in diritti speciali (cioè averi che sono inferiori o superiori alle assegnazioni cumulative) saranno equivalenti a debiti e crediti in oro.

2) Sugli averi in diritti speciali che eccederanno le assegnazioni cumulative dei paesi verrà corrisposto un modesto saggio d'interesse uniforme. I paesi, i cui averi in tali diritti saranno inferiori al totale delle loro assegnazioni cumulative, pagheranno un saggio d'interesse sulla differenza.

3) Esistono alcune eccezioni al principio in base al quale le operazioni relative alla nuova facilitazione dovranno essere tenute distinte dalle attuali opera-

zioni del Fondo. Per esempio, i paesi partecipanti potranno utilizzare diritti speciali per rimborsare prelievi sul Fondo, nonché per pagare oneri derivanti da tali prelievi. E il Fondo, da parte sua, potrà utilizzare diritti speciali per integrare i suoi averi in valute dei paesi membri, purchè ciò non faccia salire gli averi in diritti speciali dei paesi membri al di sopra del limite per essi stabilito.

*Riforma del Fondo.* Oltre che adottare il progetto sui diritti speciali, all'assemblea annuale di Rio i governatori hanno anche invitato il Consiglio del Fondo a prendere in considerazione la possibilità di migliorare norme e prassi osservate attualmente dal Fondo. E hanno dato istruzioni al Consiglio perchè, insieme al testo completo del progetto sui diritti speciali, vengano loro sottoposte proposte concordate in questo campo. Anche tale lavoro è stato terminato nell'aprile 1968 e i risultati, sotto forma di ulteriori emendamenti all'Accordo relativo al Fondo, sono stati trasmessi ai governatori, insieme al testo della proposta facilitazione per i diritti speciali. Fra le principali modificazioni nelle norme e nella prassi del Fondo raccomandate dal Consiglio degli amministratori esecutivi si possono menzionare le seguenti:

1) Portare all'85% la maggioranza dei voti dei paesi membri necessari per decidere su: a) futuri aumenti generali delle quote, b) modificazioni nella forma di pagamento delle quote sottoscritte, in occasione di aumenti generali delle quote stesse, c) una variazione uniforme delle parità monetarie e d) qualora si verifichi il caso di cui alla lett. c), una deroga all'obbligo di mantenere il valore aureo delle attività del Fondo.

2) Miglioramento delle condizioni che regolano la "tranche" in oro e la "super-tranche" in oro. L'accesso dei paesi alle loro "tranches" in oro verrà reso legalmente automatico, mentre sulle posizioni relative alle "super-tranches" in oro verrà corrisposto un saggio d'interesse fisso.

3) Modificazione della procedura di appello contro l'interpretazione degli Articoli dell'Accordo da parte del Consiglio degli amministratori esecutivi del Fondo. Si procederà all'istituzione di un Comitato permanente per l'interpretazione degli Articoli dell'Accordo che assisterà il Consiglio dei governatori nei conflitti fra il Fondo e qualsiasi paese membro. Le decisioni del Comitato saranno vincolanti per il Fondo, a meno che siano respinte da una maggioranza dell'85% dei voti del Consiglio dei governatori.

#### **Riserve ufficiali ed altri movimenti monetari.**

*Riserve globali.* Nel 1967 l'incremento delle riserve globali lorde, intese come la somma degli averi ufficiali lordi dei paesi in oro e valute estere e delle loro posizioni di riserva in seno al F. M. I., si è ragguagliato a \$1.580 milioni, risultando superiore di circa \$200 milioni all'aumento registrato nel 1966. La caratteristica dominante dei dati relativi al 1967 risiede nelle variazioni occorse nella composizione delle riserve globali: le riserve auree e le posizioni di riserva in seno al F. M. I. sono diminuite rispettivamente di \$1.420 e 580 milioni, mentre le riserve valutarie lorde si sono dilatate di \$3.580 milioni. Quest'ultimo aumento, che non ha

precedenti, si è verificato ad onta del fatto che il valore in dollari delle riserve di sterline (diverse da quelle che rappresentano la contropartita dell'assistenza a breve prestata al Regno Unito) si è ridotto a seguito della svalutazione subita da quest'ultima valuta.

Oltre l'80% dell'aumento registrato nel 1967 dal volume globale delle riserve valutarie lorde, e cioè \$3.080 milioni, ha riguardato il Gruppo dei dieci; questo aumento, molto superiore a quello verificatosi nei sei anni precedenti globalmente considerati, ha rappresentato la conseguenza di speciali transazioni, per la maggior parte operazioni internazionali di credito, poste in essere al fine di finanziare i saldi passivi delle bilance dei pagamenti degli Stati Uniti e del Regno Unito. Un cenno particolare meritano i movimenti qui di seguito descritti.

1) L'incremento di \$1.810 milioni nelle riserve valutarie dei paesi del Gruppo dei dieci (esclusi quelli a moneta di riserva) ha incluso aumenti per \$1,3 miliardi nei loro averi di dollari in base a riporti con le autorità americane e per \$470 milioni nel loro portafoglio di titoli non negoziabili del governo S. U.

2) L'incremento di \$1.025 milioni nelle riserve in valute estere degli Stati Uniti ha incluso un aumento per appena più di \$200 milioni negli averi in marchi

Variazioni nelle riserve globali.

Aree ed anni	Oro	Valute estere	Posizione di riserva nel F.M.I.	Totale lordo	Totale netto*
	milioni di dollari S.U.				
<b>Tutti i paesi</b>					
1966 . . . . .	- 685	+ 1.365	+ 685	+ 1.365	+ 960
1967 . . . . .	- 1.420	+ 3.580	- 580	+ 1.580	- 1.690
<b>Gruppo dei dieci</b>					
1966 . . . . .	- 835	+ 900	+ 380	+ 445	+ 245
1967 . . . . .	- 1.740	+ 3.080	- 480	+ 860	- 2.005
<b>Altri paesi sviluppati</b>					
1966 . . . . .	+ 300	- 140	+ 140	+ 300	+ 210
1967 . . . . .	- 20	+ 75	- 125	- 70	- 85
<b>Paesi in via di sviluppo</b>					
1966 . . . . .	- 150	+ 605	+ 165	+ 620	+ 505
1967 . . . . .	+ 340	+ 425	+ 25	+ 790	+ 400
<b>Gruppo dei dieci, esclusi Stati Uniti e Regno Unito</b>					
1966 . . . . .	+ 60	- 60	+ 920	+ 920	+ 680
1967 . . . . .	+ 80	+ 1.810	- 575	+ 1.315	+ 1.355
<b>Stati Uniti</b>					
1966 . . . . .	- 570	+ 540	- 540	- 570	+ 225
1967 . . . . .	- 1.170	+ 1.025	+ 95	- 50	- 3.395
<b>Regno Unito</b>					
1966 . . . . .	- 325	+ 420	-	+ 95	- 660
1967 . . . . .	- 650	+ 245	-	- 405	+ 35

\* Pari agli importi lordi, al netto delle variazioni nelle passività ufficiali verso non residenti (ove disponibili) e nelle passività verso il Fondo monetario internazionale.

Nota: Nel 1966 le riserve globali nette sono aumentate di \$960 milioni, sebbene le riserve auree totali dei paesi siano diminuite di \$685 milioni. Ciò trova la spiegazione in due fatti: 1) la maggior parte dell'importo di \$885 milioni, trasferita nel febbraio 1966 dal portafoglio in dollari del Tesoro britannico alle riserve del Regno Unito, nel 1965 era stata inclusa fra le passività delle riserve degli Stati Uniti; 2) riserve costituite da dollari per cospicui importi sono state collocate sul mercato dell'eurodollaro nel 1966.

tedeschi del Sistema della Riserva federale, principalmente derivanti dai prelievi effettuati dalla BRI sugli esistenti impegni di riporto, e per \$545 milioni nei saldi in sterline detenuti dal Sistema medesimo, presumibilmente in contropartita dell'assistenza a breve prestata alla Banca d'Inghilterra. Inoltre, gli averi in sterline del Tesoro S.U. sono saliti di circa \$400 milioni.

3) L'incremento di \$245 milioni nelle riserve valutarie del Regno Unito ha incluso un importo di \$490 milioni trasferito dal portafoglio in dollari del Tesoro, un debito di \$250 milioni contratto nel novembre 1967 con banche centrali per rimborsare il F.M.I., ed un prestito di poco superiore a \$100 milioni ottenuto da banche commerciali svizzere. Inoltre, la Banca d'Inghilterra si è avvalsa dell'assistenza a breve da parte di autorità monetarie estere.

Questi dati indicano che l'espansione delle riserve globali è stata determinata, nel 1967, dal volume delle transazioni speciali: se queste non avessero avuto luogo, ben diversa sarebbe stata la situazione dei pagamenti internazionali.

I movimenti delle riserve globali dovrebbero corrispondere esattamente alle variazioni delle riserve auree totali dei paesi. Questo perchè, prescindendo dall'oro, tutte le attività di riserva di una data autorità monetaria trovano contropartita in eguali passività di qualche altra autorità della specie. In effetti, peraltro, in base alle statistiche disponibili, le riserve globali nette sono diminuite lo scorso anno di \$1.690 milioni, ovvero di circa \$270 milioni in più rispetto alla flessione accusata dalle riserve auree totali. La principale ragione della discrepanza sta nel fatto che le attività di riserva in dollari collocate sul mercato dell'eurodollaro, dove le stesse non compaiono fra le passività ufficiali degli Stati Uniti, hanno subito una flessione nel 1967. Prescindendo comunque dalla loro precisione, le statistiche indicano che nel corso del 1967 le riserve globali nette hanno subito una considerevole riduzione, dovuta alle vendite di oro effettuate sul mercato dal Consorzio dell'oro. I dati relativi al primo trimestre del 1968, quando disponibili, indicheranno un analogo andamento.

Per quanto riguarda la distribuzione per aree, le variazioni intervenute lo scorso anno nelle riserve nette globali dei paesi del Gruppo dei dieci, nonché di alcuni altri paesi sviluppati, saranno esaminate più avanti nel corso di questo capitolo. Per quanto concerne invece le aree in via di sviluppo, il 1967 ha visto aumentare il volume totale delle loro riserve nette di \$400 milioni: le riserve auree e valutarie si sono accresciute rispettivamente di \$330 e 180 milioni, mentre sono diminuite di \$110 milioni le relative posizioni nette sul F.M.I.

Le riserve dei paesi dell'America latina sono aumentate di \$300 milioni. La caratteristica più saliente è stata qui l'incremento di \$385 milioni registrato dalle riserve dell'Argentina, a seguito della svalutazione del peso cui si è proceduto nel marzo 1967 nel quadro di un generale programma di stabilizzazione, sostenuto da considerevoli crediti esteri. Per contro, le riserve del Brasile sono diminuite di \$175 milioni mentre, fra gli altri paesi dell'America latina, il Venezuela e la Colombia hanno registrato aumenti rispettivamente di \$95 e 50 milioni. Nel Medio Oriente le riserve nette totali si sono accresciute di \$405 milioni. Iran, Israele, Giordania, Kuwait ed Arabia Saudita hanno tutti fruito di aumenti varianti da \$65 a 85 milioni. I paesi asiatici non compresi nell'area del Medio Oriente hanno

invece subito una flessione netta di \$190 milioni nelle loro riserve. Nell'ambito di questo gruppo, le riserve della Corea, di Formosa e della Thailandia sono salite rispettivamente di \$120, 100 e 85 milioni; si tratta di aumenti relativamente considerevoli che hanno con probabilità connessione con le spese effettuate dagli Stati Uniti per la guerra nel Vietnam. Per contro, le riserve della Malaysia si sono contratte di \$155 milioni, essendosi ridotto, in conseguenza della svalutazione della sterlina, il valore in dollari delle attività detenute dal paese in quella divisa; anche le riserve delle Filippine sono diminuite di \$95 milioni. Inoltre, Birmania, Ceylon, India e Pakistan hanno accusato flessioni varianti da \$35 a 55 milioni. Infine, l'insieme dei paesi africani (esclusi quelli compresi nell'area del Medio Oriente) ha visto decrescere il volume globale netto delle riserve di \$215 milioni. Le riserve della Nigeria e del Ghana sono scese rispettivamente di \$105 e 80 milioni, mentre quelle della Libia sono aumentate di \$45 milioni.

*Stati Uniti.* Calcolato sulla base tanto delle transazioni ufficiali riguardanti le riserve quanto della liquidità, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha registrato nel 1967 un notevolissimo aumento che è stato pressochè interamente finanziato da un massiccio incremento delle passività verso detentori esteri. Ciò che va sottolineato è che, nel corso dell'intero anno, il volume globale delle attività ufficiali di riserva è rimasto praticamente immutato. La leggerissima flessione di \$50 milioni accusata da tali attività costituisce peraltro la risultante di un sostanziale mutamento nella composizione delle riserve del paese. Le riserve auree, soprattutto a seguito di vendite effettuate per il tramite del Consorzio dell'oro, sono diminuite di \$1.170 milioni; in pratica però, tale flessione è stata contabilmente compensata dagli aumenti, rispettivamente di \$1.025 e 95

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1966	Anno	1967				1968 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve . . . . .	- 570	- 50	-1.025	+ 420	+ 375	+ 180	- 905
Oro . . . . .	- 570	-1.170	- 50	- 15	- 90	-1.015	-1.360
Valute estere . . . . .	+ 540	+1.025	-1.005	+ 425	+ 460	+1.145	+ 400
"Tranche" di oro nel F.M.I. . . . .	- 540	+ 95	+ 30	+ 10	+ 5	+ 50	+ 55
Passività verso detentori ufficiali esteri . . . . .	+ 795	-3.350	- 255	-1.110	- 415	-1.570	.
Liquide . . . . .	+1.595	-2.075	+ 80	- 550	- 280	-1.325	+1.360
Non liquide . . . . .	- 800	-1.275	- 335	- 560	- 135	- 245	.
Saldo sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve . . . . .	+ 225	-3.400	-1.280	- 690	- 40	-1.390	.
meno							
Passività non liquide verso detentori ufficiali esteri . . . . .	- 800	-1.275	- 335	- 560	- 135	- 245	.
Variazione nelle posizioni liquide ufficiali . . . . .	+1.025	-2.125	- 945	- 130	+ 95	-1.145	.
più							
Passività verso detentori esteri non ufficiali . . . . .	-2.385	-1.450	+ 710	- 95	-1.305	- 760	- 690
Saldo sulla base della liquidità . . . . .	-1.360	-3.575	- 235	- 225	-1.210	-1.905	.

milioni, intervenuti negli averi ufficiali di valute estere convertibili e nella posizione della "tranche" di oro nel F. M. I. Buona parte dell'incremento negli averi ufficiali in valute è costituito da sterline acquistate in contropartita dei prelievi effettuati dal Regno Unito sull'impegno di riporto stipulato con la Banca della Riserva federale di Nuova York.

Il contrastante aspetto del 1967 rispetto al 1966 risulta particolarmente evidente ove si abbia riguardo alle transazioni ufficiali riguardanti le riserve, sulla cui base si è passati da un modesto avanzo di \$225 milioni ad un deficit di \$3.400 milioni, variazione questa che, in parte, ha naturalmente rispecchiato il deterioramento della bilancia dei pagamenti lo scorso anno. Il saldo di dette transazioni era stato peraltro, nel 1966, particolarmente favorevole, dal momento che, in quell'anno, le restrizioni monetarie degli Stati Uniti avevano provocato un aumento di quasi \$2,5 miliardi nelle passività verso i detentori esteri non ufficiali. Nel 1967, il disavanzo delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve è stato sostanzialmente finanziato attraverso l'aumento di \$3.350 milioni nelle passività verso non residenti ufficiali. Le passività liquide si sono accresciute di \$2.075 milioni, e, per quasi due terzi, l'aumento si è verificato nell'ultimo trimestre dell'anno. In particolare, le riserve in dollari dei paesi europei sono aumentate, quando i detentori privati, a seguito della svalutazione della sterlina, hanno convertito dollari nelle rispettive valute nazionali e in acquisti di oro. Sono inoltre aumentate, per un importo di \$1.275 milioni, le passività non liquide verso detentori ufficiali esteri. Gli organi ufficiali esteri hanno investito circa \$1 miliardo in depositi a lungo termine o in certificati di deposito presso banche americane ed hanno inoltre incrementato di \$440 milioni i loro averi di obbligazioni "Roosa" non negoziabili.

Sulla base della liquidità, il saldo passivo nei pagamenti è salito, dal 1966 al 1967, da \$1.360 a 3.575 milioni. A prescindere dall'incremento di \$2.075 milioni nelle passività liquide verso non residenti ufficiali, esso è stato finanziato dall'espansione di \$1.450 milioni nelle passività verso detentori esteri non ufficiali.

Nel corso del 1967 la fisionomia dei movimenti monetari degli Stati Uniti è considerevolmente mutata, in connessione, entro ampi limiti, con le variazioni intervenute nella posizione della sterlina. Nel primo trimestre le banche americane hanno nuovamente impiegato fondi sul mercato dell'eurodollaro e la piazza di Londra ha fruito di un considerevole riflusso di mezzi monetari; circostanze queste che hanno determinato contrazioni per \$710 milioni nelle passività verso non residenti privati e per \$1.005 milioni negli averi ufficiali in valute, includendo in quest'ultima cifra il rimborso da parte del Regno Unito di tutti i prelievi effettuati sugli impegni di riporto con gli Stati Uniti. Nel secondo trimestre, quando la posizione della sterlina è nuovamente divenuta critica, gli averi ufficiali in valute degli Stati Uniti sono saliti di \$425 milioni.

Il terzo trimestre ha visto il formarsi di un ampio deficit di liquidità che è stato bilanciato dall'aumento di \$1.305 milioni registrato dai saldi in dollari dei detentori privati; gran parte dell'importo ha rispecchiato conversioni di sterline, e poichè queste operazioni sono state in parte finanziate da ulteriori prelievi del Regno Unito sugli impegni di riporto, gli averi ufficiali in valute degli Stati Uniti sono aumentati di \$460 milioni. I dati relativi all'ultimo trimestre hanno rispecchiato tanto le pressioni gravanti su entrambe le monete di riserva quanto il dete-

rioramento della bilancia dei pagamenti. Le passività ufficiali si sono accresciute di \$1.570 milioni, in larga misura a causa delle vendite di dollari che i detentori privati hanno effettuato dopo la svalutazione della sterlina. Peraltro, il fatto che gli averi privati di dollari siano aumentati di \$760 milioni, dimostra che le vendite di tale valuta sono state inferiori a quelle di sterline. Le pressioni sulla sterlina sono state intense nel periodo immediatamente precedente il mutamento della parità e gli ulteriori cospicui prelievi effettuati dalla Banca d'Inghilterra sulla facilitazione di riporto con la Riserva federale hanno in larga misura contribuito all'aumento di \$1.145 milioni registrato dagli averi ufficiali in valute. In conseguenza di questo incremento le riserve degli Stati Uniti, nonostante la notevole riduzione della quota costituita da oro, sono salite nel trimestre di \$180 milioni.

I dettagli completi dei movimenti monetari degli Stati Uniti per il primo trimestre 1968 non sono ancora disponibili. La riserva aurea è diminuita di un importo pari a \$1.360 milioni, mentre si sono avuti aumenti di \$400 milioni negli averi ufficiali in valute estere e di \$55 milioni nella posizione della "tranche" di oro nel F. M. I.

L'aumento verificatosi nel 1967 nelle passività liquide degli Stati Uniti verso detentori ufficiali comprende un incremento di \$1,5 miliardi negli averi in dollari delle autorità monetarie estere nell'ambito degli accordi di riporto con le autorità americane. I prelievi globali degli Stati Uniti dalle facilitazioni di riporto della Riserva federale, che a fine 1966 si erano ragguagliati a \$280 milioni, sono stati completamente rimborsati nel mese di febbraio. Dal mese di maggio in poi, le autorità americane hanno tuttavia ripreso ad effettuare cospicui prelievi dalle suddette facilitazioni tanto che verso la fine di dicembre il loro volume globale ha raggiunto l'ammontare senza precedenti di \$1.790 milioni. Di questo importo, \$650 milioni erano in franchi svizzeri, \$500 milioni in lire italiane, \$350 milioni in marchi tedeschi, \$170 milioni in fiorini olandesi e \$120 milioni

**Impegni di riporto conclusi dal Sistema della Riserva Federale.**

Accordi conclusi con	Dicembre 1966	Marzo 1968
	milioni di dollari S.U.	
Austria . . . . .	100	100
Belgio . . . . .	150	225
BRI . . . . .	400	1.600
Canada . . . . .	500	1.000
Danimarca . . . . .	—	100
Francia . . . . .	100	100
Germania . . . . .	400	1.000
Giappone . . . . .	460	1.000
Italia . . . . .	600	750
Messico . . . . .	—	130
Norvegia . . . . .	—	100
Paesi Bassi . . . . .	150	400
Regno Unito . . . . .	1.350	2.000
Svezia . . . . .	100	250
Svizzera . . . . .	200	600
<b>Totale . . . . .</b>	<b>4.500</b>	<b>9.355</b>

in franchi belgi. Ad eccezione dei prelievi in lire italiane, avendo la bilancia dei pagamenti dell'Italia presentato nella seconda metà del 1967 un notevolissimo saldo attivo, la maggior parte di essi è stata effettuata per fronteggiare l'afflusso di dollari nei paesi considerati tanto al momento della crisi del Medio Oriente, quanto immediatamente dopo la svalutazione della sterlina. All'inizio del marzo 1968 il volume dei prelievi della Riserva federale sulla rete delle facilitazioni di riporto era ridotto a \$555 milioni.

Durante il 1967 ed i primi mesi del 1968 la rete degli impegni di riporto della Riserva federale è stata aumentata, in cinque fasi, da \$4,5 miliardi a fine 1966 a quasi \$9,4 miliardi nel marzo 1968. Altre tre banche centrali, quelle di Danimarca, Messico e Norvegia, hanno aderito al sistema di accordi, mentre tutte le facilitazioni preesistenti, ad eccezione di quelle concordate con la Banca nazionale austriaca e la Banca di Francia, sono state aumentate in misura considerevole.

*Regno Unito.* Il mutamento nella posizione monetaria esterna del Regno Unito verificatosi nel 1967 rispecchia soprattutto le pressioni che hanno condotto la sterlina alla svalutazione di novembre. Tali pressioni sono state determinate dal saldo passivo di £320 milioni della bilancia dei pagamenti e dalla considerevole contrazione dei saldi in sterline. E' possibile farsi un'idea approssimativa di questa flessione ove si consideri che il volume globale dei saldi netti in sterline, esclusi quelli dei detentori ufficiali residenti fuori dell'area di tale valuta (i cui movimenti sono stati notevolmente influenzati dall'assistenza prestata dalle banche centrali), si è contratto di £295 milioni nel corso dell'anno.

Come già nel 1966, il fabbisogno finanziario ufficiale è stato quindi notevolmente più ampio del saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Per quanto riguarda la fisionomia dei finanziamenti ufficiali risulta che, in termini di sterline, le riserve sono diminuite di £190 milioni, incluso l'utilizzo di £205 milioni del portafoglio in dollari del Tesoro; il debito nei confronti del F.M. I. si è ridotto di £320 milioni e le passività ufficiali, stilate in valute estere, sono aumentate di £180 milioni. Il saldo di queste tre partite dà luogo ad una perdita di £50 milioni. Gli altri finanziamenti ufficiali necessari sono stati forniti dall'assistenza delle banche centrali sotto forme che si sono tradotte in un aumento dei saldi in sterline dei detentori ufficiali residenti fuori dell'area di tale valuta. L'incremento di siffatti saldi che, nel corso dell'anno, è ammontato a £580 milioni, comprende tuttavia non solo l'espansione netta dell'assistenza che aveva come contropartita sterline (compresa la nuova contabilizzazione di questa contropartita seguita al mutamento della parità), ma anche i movimenti avvenuti nei saldi ufficiali in sterline detenuti al di fuori dell'area della medesima valuta.

Si può dividere l'anno in due grandi fasi distinte. Durante la prima, protrattasi per quasi tutto il primo semestre, la posizione monetaria esterna ha fruito di un notevolissimo miglioramento. Nel primo trimestre, da solo, si è accumulato un saldo attivo di £165 milioni nei pagamenti, un afflusso di £205 milioni attraverso il mercato dell'eurodollaro e un aumento di £140 milioni nei saldi globali netti in sterline, esclusi quelli dei detentori ufficiali al di fuori dell'area della valuta. Questo andamento ha consentito non soltanto il rimborso di tutti i prelievi a breve sulle facilitazioni accordate dalle banche centrali (fatta eccezione per un modesto

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1966	Anno	1967			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)						
Attività ufficiali . . . . .	- 280	- 190	+ 55	- 150	- 35	- 60
Riserve . . . . .	+ 35	+ 15	+ 55	- 150	- 35	+ 145
Utilizzo del portafoglio in dollari . . . . .	- 315	- 205	-	-	-	- 205
Conto presso il F.M.I. . . . .	+ 5	+ 320	+ 20	+ 165	+ 5	+ 130
Passività ufficiali del R.U. in valute diverse dalla sterlina . . . . .	- 15	- 180	+ 15	-	-	- 195
Passività in sterline verso detentori ufficiali non appartenenti all'area della sterlina (al netto) . . . . .	- 295	- 590	+ 440	- 55	- 430	- 535
Altre passività nette in sterline verso detentori dell'area della sterlina (al netto) . . . . .	+ 160	+ 295	- 205	+ 90	+ 225	+ 185
Passività in sterline verso detentori non ufficiali non appartenenti all'area della sterlina verso organizzazioni internazionali . . . . .	+ 5	+ 150	- 80	+ 115	+ 65	+ 50
Passività in valute estere delle banche R.U. (al netto) . . . . .	+ 170	+ 125	- 135	- 30	+ 150	+ 140
Passività in valute del resto dell'area della sterlina (al netto) . . . . .	- 15	+ 20	+ 10	+ 5	+ 10	- 5
Capitali vari . . . . .	+ 160	- 15	- 140	+ 20	+ 30	+ 75
Rettificazioni di cambio* . . . . .	+ 45	- 25	- 10	- 15	+ 25	- 25
	+ 75	- 45	- 10	- 40	- 20	+ 25
	-	+ 100	-	-	-	+ 100
<b>Saldo complessivo . . . . .</b>	<b>- 145</b>	<b>- 320</b>	<b>+ 165</b>	<b>+ 15</b>	<b>- 200</b>	<b>- 300</b>

\* Il totale netto delle variazioni, derivante dalla rivalutazione in termini di sterline delle attività e passività ufficiali monetarie o bancarie stilate in oro e valute estere e della contropartita in sterline dei prelievi sulle facilitazioni accordate da banche centrali, o dal fatto che i contratti a termine posti in essere dal Fondo di stabilizzazione dei cambi prima della svalutazione sono registrati come se fossero stati regolati in regime di nuova parità.

importo prelevato dall'accordo di Basilea del giugno 1966, che è connesso con le variazioni dei saldi in sterline), ma anche un aumento di £55 milioni nelle riserve.

La fase favorevole, con qualche rallentamento, è continuata anche nel secondo trimestre e, sebbene la tendenza si sia decisamente invertita dalla fine di maggio in avanti, il saldo globale di fine periodo si è ancora presentato in attivo, sia pure soltanto di £15 milioni. Tuttavia, essendosi verificata una flessione di £90 milioni nei saldi globali in sterline, esclusi quelli dei detentori ufficiali al di fuori dell'area di tale moneta, si è determinata la necessità di un finanziamento ufficiale sia pure limitato, avuto riguardo all'intero trimestre. Per quanto riguarda le passività, l'indebitamento verso il F. M. I., principalmente a seguito di un rimborso di £145 milioni nel mese di maggio, si è ridotto di £165 milioni; inoltre, è stato restituito alla Svizzera un importo di £28 milioni che era stato mutuato contemporaneamente ai prelievi effettuati sul Fondo nel 1964. Nello stesso tempo le riserve sono peraltro diminuite di £150 milioni e si è fatto maggior ricorso all'assistenza a breve. I prelievi effettuati in base all'accordo di Basilea del giugno 1966 sono stati rimborsati, ma gli effetti di queste operazioni sono stati più che compensati da nuovi prelievi, per £80 milioni, eseguiti sulle facilitazioni di riporto in essere col Sistema della Riserva federale.

Dalla metà dell'anno in poi la situazione è progressivamente peggiorata. Nel terzo trimestre il saldo passivo nei pagamenti si è uguagliato a £200 milioni; in più, mentre il totale dei saldi netti in sterline diversi da quelli dei detentori ufficiali residenti fuori dell'area della moneta è ulteriormente diminuito di £225

milioni, si è verificato un certo deflusso di fondi verso il mercato dell'eurodollaro. Fattori stagionali sfavorevoli valgono a spiegare l'ampiezza sia del saldo passivo globale che della flessione nei saldi in sterline; nella specie, peraltro, tale flessione è stata aggravata dalla fuga di fondi iniziata al tempo della crisi del Medio Oriente. I finanziamenti ufficiali sono stati principalmente forniti dall'assistenza a breve e le passività in sterline verso detentori ufficiali non appartenenti all'area di questa moneta sono salite di £430 milioni. Nel corso del trimestre le riserve sono diminuite di £35 milioni.

I dati statistici relativi alla situazione monetaria esterna nell'ultimo trimestre riflettono ovviamente gli effetti della svalutazione. In particolare, attività e passività monetarie non costituite da sterline sono state rivalutate in termini di questa valuta, le contropartite in sterline dei prelievi sulle facilitazioni concesse dalle banche centrali sono aumentate a seguito del mutamento della parità di cambio e il regolamento degli impegni valutari ufficiali a termine, stipulati prima della svalutazione, è stato registrato come se avesse avuto luogo alla nuova parità. Nel complesso tali rettifiche riducono di £100 milioni il saldo negativo dei movimenti monetari del trimestre. Nonostante ciò il saldo passivo dei conti con l'estero, pari a £300 milioni, è risultato notevolmente più elevato che nel precedente periodo. Più pesante è stato anche l'onere finanziario venuto a gravare sulle autorità monetarie, dal momento che il totale dei saldi netti in sterline diversi da quelli dei detentori ufficiali residenti fuori dell'area di questa moneta sono ulteriormente diminuiti di £185 milioni (dando così luogo ad una flessione complessiva di £500 milioni dalla fine del primo trimestre); e un importo di £75 milioni è inoltre defluito attraverso il mercato delle eurodivise.

Vari sono stati i mezzi utilizzati durante il trimestre dalle autorità per far fronte al fabbisogno finanziario. In primo luogo, le riserve (nonostante l'aumento del loro valore nominale a seguito della svalutazione) sono diminuite di £60 milioni, compreso l'utilizzo dei residui £205 milioni del portafoglio in dollari del Tesoro. Secondariamente, le passività ufficiali, stilate in valute estere, sono aumentate di £195 milioni. Questo incremento è stato determinato da tre fattori: un prestito di fr.sv. 450 milioni da parte di tre banche commerciali svizzere; depositi per \$125 milioni nell'ambito di facilitazioni concordate con banche centrali estere; un prestito di \$250 milioni concesso da banche centrali e reso disponibile per il tramite della BRI. Questa terza fonte è stata utilizzata per estinguere gli impegni contratti con il F. M. I. a seguito dei prelievi effettuati nel 1964, ed a questo rimborso va quasi interamente ascritta la riduzione di £130 milioni nella posizione debitoria verso il Fondo. In terzo luogo, si è fatto ulteriormente ricorso all'assistenza accordata da banche centrali con il conseguente aumento, in contropartita, dei saldi ufficiali in sterline detenuti fuori dell'area di questa valuta. Il volume globale di tali saldi ha registrato, nel corso del trimestre, il notevolissimo incremento di £535 milioni. Occorre peraltro rammentare che l'aumento tiene conto della nuova contabilizzazione dei saldi in essere al momento della svalutazione, rappresentanti la contropartita dell'assistenza ricevuta.

La situazione dei conti commerciali con l'estero fa presumere per il primo trimestre del 1968 un ampio saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Inoltre, durante la crisi dell'oro manifestatasi nel corso del mese di marzo, la sterlina è

stata sottoposta a pesanti pressioni. I dettagli completi dei movimenti monetari del primo trimestre non sono ancora disponibili. Si è avuta qualche piccola variazione nelle riserve che sono infatti aumentate di £11 milioni, mentre il mutamento di maggior rilievo è stato l'incremento di £350 milioni nelle passività esterne in sterline. Di questo importo, £245 milioni sono stati accreditati a paesi non appartenenti all'area della valuta, in larga misura, presumibilmente, come contropartita dell'assistenza ricevuta.

*Paesi continentali dell'Europa occidentale.* Principalmente a seguito del rallentamento dell'attività economica, il saldo attivo globale dei conti con l'estero dei paesi continentali dell'Europa occidentale (considerando come incluse nel conto capitali le variazioni nella posizione netta sull'estero delle banche commerciali svizzere, per le quali i dati relativi al 1966 non sono disponibili) è aumentato dal 1966 al 1967 da \$1,1 a 1,9 miliardi. Questi importi esagerano peraltro la portata della variazione intervenuta tra i due anni in quanto, nel 1966, i paesi suddetti hanno proceduto nei confronti del governo degli Stati Uniti a rimborsi anticipati di debiti, che non trovano contropartita nel 1967, per \$0,4 miliardi. L'aumento del saldo attivo della Germania da \$450 a 900 milioni ha costituito la più notevole variazione singola del periodo considerato; notevoli miglioramenti hanno inoltre conseguito le bilance dei pagamenti di Austria, Belgio, Norvegia, e, in minor misura, Paesi Bassi. E' per contro scomparso il saldo attivo della Francia, mentre quello dell'Italia si è considerevolmente ridotto.

Il mutamento della situazione economica in numerosi paesi continentali ha portato con sé un miglioramento delle condizioni monetarie. Non deve, quindi, sorprendere che una parte del saldo attivo verso l'esterno di questi paesi sia stata finanziata mediante un deflusso di fondi bancari. Infatti, il conto consolidato delle passività nette verso l'estero delle banche commerciali di tali paesi (esclusa la Svizzera) è diminuito in misura sensibilmente maggiore che nel 1966: \$430 contro 105 milioni. Nella sola Germania, il deflusso monetario dalle banche verso l'estero si è uguagliato a \$805 milioni ed ha contribuito a finanziare quasi il 90% del saldo attivo. In Italia invece, per la prima volta dal 1963, le banche hanno ridotto la loro posizione netta sull'estero di \$180 milioni. La variazione nella situazione consolidata netta verso l'estero delle banche continentali sarebbe stata assai più ampia, se nell'ultimo trimestre non fosse sopraggiunta la crisi monetaria internazionale. Questa ha dato luogo, per il tramite del sistema bancario, ad un considerevole afflusso di fondi in alcuni paesi. Le attività nette sull'estero delle banche commerciali svizzere si sono ridotte di \$500 milioni e le passività nette delle banche francesi sono aumentate di oltre \$400 milioni nell'ultimo trimestre del 1967. Inoltre, se non fosse stato per gli speciali impegni di riporto stipulati tra la Bundesbank e le banche commerciali tedesche, l'afflusso monetario netto attraverso queste ultime sarebbe risultato a fine anno notevolmente maggiore.

E' stata quindi la crisi monetaria internazionale del novembre-dicembre 1967 a determinare, in notevole misura, l'aumento delle attività monetarie nette globali dei paesi continentali per un importo pari a una volta e mezza l'incremento registrato nel 1966. Nell'ambito di questo incremento, di \$1.460 milioni, le riserve monetarie sono salite di \$2.175 milioni, mentre le posizioni in seno al F.M.I.

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

Paesi	Fine anno	Oro e valute estere (al netto)	Posizione netta F.M.I. e A.G.P.	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività estere (al netto)	Variazioni (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)	
							Totale attività ufficiali	Banche commerciali
milioni di dollari S.U.								
Austria . . . . .	1966	1.225	100	1.325	- 145	1.180	+ 20	- 85
	1967	1.365	115	1.480	- 95	1.385	+ 155	+ 50
Belgio . . . . .	1966	2.120	370	2.490	- 705	1.785	+ 35	- 145
	1967	2.410	330	2.740	- 780	1.960	+ 250	- 75
Danimarca . . . . .	1966	510	70	580	- 25	555	+ 10	+ 20
	1967	440	60	500	- 10	490	- 80	+ 15
Finlandia . . . . .	1966	140	30	170	- 90	80	- 120	- 25
	1967	170	- 65	105	- 105	-	- 65	- 15
Francia . . . . .	1966	5.655	985	6.640	- 155	6.485	+ 385	- 45
	1967	6.090	885	6.975	- 525	6.450	+ 335	- 370
Germania . . . . .	1966	7.240	1.255	8.495	- 580	7.915	+ 350	+ 100
	1967	7.540	1.050	8.590	225	8.815	+ 95	+ 805
Grecia . . . . .	1966	250	25	275	5	280	+ 25	-
	1967	260	25	285	10	295	+ 10	+ 5
Irlanda . . . . .	1966	490	-	490	240	730	+ 85	- 10
	1967	425	10	435	315	750	- 55	+ 75
Islanda . . . . .	1966	50	5	55	- 10	45	+ 5	- 5
	1967	25	-	25	- 10	15	- 30	-
Italia . . . . .	1966	4.235	885	5.120	195	5.315	+ 170	+ 390
	1967	4.830	845	5.675	15	5.690	+ 555	- 180
Norvegia . . . . .	1966	480	45	525	- 40	485	+ 55	- 50
	1967	610	50	660	- 10	650	+ 135	+ 30
Paesi Bassi . . . . .	1966	2.030	415	2.445	- 45	2.400	+ 40	- 80
	1967	2.260	355	2.615	- 155	2.460	+ 170	- 110
Portogallo . . . . .	1966	1.100	20	1.120	110	1.230	+ 115	-
	1967	1.240	20	1.260	145	1.405	+ 140	+ 35
Spagna . . . . .	1966	1.040	165	1.205	-	1.205	- 205	-
	1967	1.050	-	1.050	-	1.050	- 155	-
Svezia . . . . .	1966	845	165	1.010	135	1.145	+ 55	+ 40
	1967	680	140	820	300	1.120	- 190	+ 165
Svizzera . . . . .	1966	3.685	-	3.685	45	3.730	- 15	-
	1967	3.860	-	3.860	- 15	3.845	+ 175	- 60
Turchia . . . . .	1966	25	- 20	5	.	.	- 35	.
	1967	40	- 20	20	.	.	+ 15	.
Totale . . . . .	1966	31.120	4.515	35.635	-1.065 <sup>1</sup>	34.565 <sup>1</sup>	+ 975	+ 105 <sup>2</sup>
	1967	33.295	3.800	37.095	- 695 <sup>1</sup>	36.380 <sup>1</sup>	+ 1.460	+ 370 <sup>1</sup>
Canada . . . . .	1966	2.230	450	2.680	355	3.035	- 280	+ 425
	1967	2.275	435	2.710	675	3.385	+ 30	+ 320
Giappone . . . . .	1966	1.735	320	2.055	- 515	1.540	- 65	+ 385
	1967	1.760	240	2.000	-1.030	970	- 55	- 515

<sup>1</sup> Sedici paesi. <sup>2</sup> Quindici paesi.

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

ed all'A.G.P. sono diminuite di \$715 milioni. L'andamento delle variazioni è stato quindi del tutto diverso da quello del 1966, quando quasi il 90% dell'aumento delle attività monetarie ufficiali aveva rispecchiato i mutamenti intervenuti nelle posizioni verso il F.M.I. e l'A.G.P. Durante lo scorso anno, la ragione principale

della flessione registrata dai paesi continentali nelle posizioni di riserva nel Fondo sta nel fatto che il Regno Unito ha effettuato, nei confronti del Fondo stesso, rimborsi per \$575 milioni nelle valute dei predetti paesi.

La caratteristica dominante dei movimenti monetari ufficiali per questi ultimi paesi nel corso del 1967 è stato l'aumento di \$2.050 milioni nelle loro riserve valutarie: l'intero importo va ascritto praticamente ai paesi membri del Mercato comune, ciascuno dei quali ha sensibilmente accresciuto le proprie riserve in valuta. Nell'espansione globale delle riserve valutarie dei paesi continentali sono compresi incrementi per \$1.290 milioni nei dollari detenuti in base agli impegni di riporto con le autorità degli Stati Uniti e per \$270 milioni negli averi di titoli non negoziabili del governo S.U. stilati in valute europee. Le riserve auree dei paesi continentali dell'Europa occidentale sono aumentate di \$125 milioni nel corso dell'anno: le componenti di tale variazione sono già state illustrate alle pagine 124-5.

I particolari completi dei movimenti monetari esterni verificatisi durante il primo trimestre del 1968 nei paesi dell'Europa continentale non sono ancora disponibili. Il totale delle loro attività ufficiali nette è comunque diminuito di \$500 milioni. La crisi del mercato dell'oro ha intaccato le riserve auree per \$965 milioni, determinando nel contempo, contrariamente al consueto andamento stagionale, un aumento di \$145 milioni nelle riserve in valute estere. Inoltre, questi paesi hanno dilatato di \$320 milioni le loro posizioni nette nel F.M.I., principalmente a seguito dei prelievi eseguiti dal Canada e dagli Stati Uniti sul Fondo medesimo.

*Germania.* Nel 1967, fra i paesi dell'Europa continentale la Germania occupa certamente il primo posto per quanto riguarda l'entità del saldo attivo della bilancia dei pagamenti. Esso è ammontato a \$900 milioni, ossia esattamente a due volte l'importo dell'anno precedente e ciò nonostante un saldo passivo di \$225 milioni accumulato nel quarto trimestre dell'anno. Il saldo attivo del 1967 è stato finanziato per la maggior parte con esportazioni di fondi bancari per un ammontare di \$805 milioni, sicchè le attività monetarie nette ufficiali sono cresciute soltanto di \$95 milioni. Nel settore monetario ufficiale, le riserve auree si sono ridotte di \$65 milioni, in seguito al contributo tedesco alle vendite del Consorzio dell'oro, e la posizione F.M.I. e A.G.P. è deteriorata di \$205 milioni durante l'anno, soprattutto a causa dei rimborsi britannici al Fondo. Le riserve valutarie, d'altro canto, hanno registrato un incremento di \$145 milioni e altre attività monetarie ufficiali nette uno di \$220 milioni. Quest'ultimo importo comprende \$250 milioni di obbligazioni "Roosa", stilate in DM, ed acquistate in base ad un accordo concluso con il governo americano per compensare i costi valutari da esso sopportati per le truppe americane di stanza in Germania.

Le variazioni verificatesi durante il 1967 nella posizione sull'estero delle banche commerciali tedesche presentano numerosi elementi interessanti. Nei primi nove mesi dell'anno il deflusso globale netto è ammontato a \$1.110 milioni, di cui \$820 milioni nel primo trimestre. Ciò che maggiormente colpisce nelle esportazioni di fondi bancari durante i primi tre trimestri è tuttavia il loro volume in DM. Nel secondo e terzo trimestre, quando le attività valutarie delle banche

Germania: Variazioni nella posizione sull'estero delle banche.

Voci	1967				1968
	Anno	gennaio- settembre	ottobre- dicembre	gennaio- marzo	
	milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)				
Attività . . . . .	+ 1.100	+ 1.025	+ 75	+ 435	
<i>in valuta nazionale</i> . . . . .	+ 465	+ 570	- 105	+ 275	
<i>in valute estere</i> . . . . .	+ 635	+ 455	+ 180	+ 160	
Passività . . . . .	- 295	+ 85	- 380	+ 25	
<i>in valuta nazionale</i> . . . . .	- 335	+ 30	- 365	+ 25	
<i>in valute estere</i> . . . . .	+ 40	+ 55	- 15	-	
Totale posizione netta . . . . .	+ 805	+ 1.110	- 305	+ 460	

sono aumentate soltanto di \$75 milioni, i loro crediti in DM verso non residenti sono cresciuti di \$410 milioni. Parte di questo incremento ha assunto la forma di crediti in DM verso la clientela estera, fatto che era logico attendersi in un momento in cui la Germania stava accumulando un cospicuo saldo attivo nei conti con l'estero; ma, le banche hanno anche depositato notevoli importi presso banche estere. Una delle ragioni di questo loro comportamento è che, all'inizio di luglio, la Bundesbank ha cominciato ad ampliare il divario fra i suoi cambi all'acquisto e alla vendita del dollaro. Questa misura ha costretto le banche a coprirsi sul rischio di cambio per i loro crediti in dollari, facendo così salire i costi della copertura a termine e riducendo il ricavo netto dei loro investimenti in dollari all'estero. Di conseguenza hanno incominciato a mutare la forma delle loro esportazioni di fondi, passando dai dollari ai DM e, nel solo mese di luglio, i loro crediti in DM verso non residenti sono cresciuti di \$210 milioni.

Nel quarto trimestre del 1967 si è verificato, come di consueto, un afflusso di fondi attraverso le banche. Ma mentre in anni precedenti esso era originato dal rimpatrio di fondi impiegati all'estero, nel 1967 ha assunto la forma di un incremento di \$380 milioni nelle passività estere. Di questo importo, \$365 milioni rappresentano un'espansione nelle passività in DM verso non residenti. La ragione di questa improvvisa dilatazione dei saldi in DM detenuti da non residenti va senza dubbio ricercata nelle perturbazioni monetarie internazionali occorse a quel tempo. Un fatto pure in contrasto con il consueto andamento stagionale è che, nell'ultimo trimestre del 1967, le attività valutarie delle banche sono salite di \$180 milioni. Ciò è stato reso possibile da speciali facilitazioni di riporto offerte dalla Bundesbank alle banche commerciali, a partire dalla fine di novembre, allo scopo di controbilanciare la liquidazione su vasta scala delle attività in dollari, iniziata in data anteriore dello stesso mese. In complesso, con queste speciali facilitazioni di riporto, la Bundesbank ha venduto alle banche durante il trimestre un importo netto di dollari per \$630 milioni.

La bilancia dei pagamenti tedesca che, nell'ultimo trimestre del 1967, era temporaneamente in passivo, nei primi tre mesi del 1968 ha realizzato un saldo attivo di \$845 milioni, che è stato quasi della stessa entità di quello registrato nel trimestre corrispondente del 1967. Le attività monetarie ufficiali sono cresciute

di \$385 milioni, nonostante una contrazione di \$255 milioni nelle riserve auree, dovuta alla corsa all'oro che è culminata con la sospensione degli accordi relativi al Consorzio dell'oro. Le riserve valutarie sono aumentate di \$430 milioni. La posizione della "tranche" in oro presso il F.M.I. è pure migliorata di \$80 milioni, mentre altre attività ufficiali hanno subito un incremento di \$130 milioni, nel quale è incluso l'acquisto di un'obbligazione "Roosa" dell'importo di \$125 milioni. Durante il trimestre, la posizione netta sull'estero delle banche si è ampliata di \$460 milioni, quasi interamente in seguito ad un aumento delle attività lorde. I riporti speciali della Bundesbank con le banche commerciali, dopo essersi ridotti a \$420 milioni alla fine di febbraio, sono aumentati di \$440 milioni nel corso del mese di marzo.

Nel 1967 le attività monetarie ufficiali hanno realizzato i maggiori incrementi in quei paesi dell'Europa continentale (Italia, Belgio, Paesi Bassi e Svizzera) dove, in contrasto con quanto è accaduto in Germania, si sono verificati afflussi di fondi attraverso le banche in aggiunta ad un saldo attivo della bilancia dei pagamenti.

*Italia.* In Italia il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ammontato per l'anno a \$375 milioni e le attività estere nette delle banche si sono ridotte di \$180 milioni; le attività monetarie ufficiali hanno registrato un incremento netto di \$555 milioni. Nel settore monetario ufficiale i movimenti hanno presentato lo stesso andamento di quelli tedeschi. Le riserve auree si sono contratte, sebbene soltanto di \$15 milioni, perchè verso la fine dell'anno l'Italia ha acquistato oro per \$85 milioni dal Tesoro americano e la posizione F.M.I. e A.G.P. si è ridotta di \$40 milioni. Le riserve valutarie e altre attività monetarie ufficiali sono cresciute di \$610 milioni; \$485 milioni di questo importo sono dovuti ad un incremento di dollari detenuti in base ad operazioni di riporto con il Sistema della Riserva federale.

L'andamento della bilancia dei pagamenti e i tipi di finanziamento sono completamente mutati fra la prima e la seconda metà dell'anno. Durante i primi sei mesi i conti con l'estero hanno accumulato un saldo passivo di \$205 milioni, che è stato più che coperto da una diminuzione di \$250 milioni nelle attività estere nette delle banche. Nella seconda metà dell'anno i pagamenti verso l'estero hanno tuttavia conseguito un cospicuo saldo attivo di \$580 milioni, che si è interamente realizzato nel terzo trimestre, il quale è quello più favorevole dal punto di vista stagionale. Sebbene durante questi ultimi sei mesi le banche abbiano incrementato la loro posizione valutaria netta di \$70 milioni, il settore ufficiale doveva pur sempre finanziare ancora \$510 milioni. L'intero afflusso di dollari alle riserve è stato praticamente assorbito dai prelievi che la Riserva federale ha effettuato, per un importo di \$500 milioni, in base alle facilitazioni di riporto concluse con la Banca d'Italia.

Nel primo trimestre del 1968 la bilancia dei pagamenti dell'Italia ha presentato un saldo passivo di \$175 milioni. Le riserve monetarie sono diminuite di \$210 milioni, in seguito soprattutto alla riduzione delle operazioni di riporto con la Riserva federale, mentre la posizione netta F.M.I. è migliorata di \$50 milioni.

*Belgio.* In Belgio, nel 1967, il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è ammontato a \$175 milioni e le riserve monetarie ufficiali sono cresciute di \$250 milioni, la differenza essendo dovuta ad un incremento di \$75 milioni nelle passività estere nette delle banche. I movimenti nelle attività monetarie ufficiali hanno seguito lo stesso andamento di quelli in Germania e in Italia. Le riserve auree si sono ridotte di \$45 milioni e la posizione F.M.I. e A.G.P. è peggiorata di \$40 milioni, mentre altre attività sono cresciute di \$335 milioni. Questo importo comprende un incremento di \$105 milioni negli averi ufficiali in dollari detenuti in base all'impegno di riporto concluso con la Riserva federale, nonché acquisti netti di obbligazioni "Roosa" per \$30 milioni.

Nel primo trimestre del 1968 i conti con l'estero hanno registrato un saldo passivo di \$60 milioni e le attività ufficiali nette hanno subito una flessione di \$70 milioni. Le riserve auree si sono ridotte di \$60 milioni e il portafoglio della Banca nazionale di tratte accettate sull'estero è calato di \$55 milioni, mentre nell'ultimo trimestre del 1967 era aumentato di \$100 milioni. La posizione netta F.M.I. è invece cresciuta di \$30 milioni.

*Paesi Bassi.* Mentre in Italia e Belgio l'incremento delle riserve, registrato nel 1967, è da ascrivere, per la maggior parte, ai saldi attivi delle rispettive bilance dei pagamenti, nei Paesi Bassi il fattore principale è costituito dall'espansione nelle passività estere nette delle banche. L'incremento è ammontato a \$110 milioni e, congiuntamente al saldo attivo di \$60 milioni dei conti con l'estero, ha provocato un ampliamento di \$170 milioni nelle attività monetarie ufficiali. Per l'anno nel suo complesso i movimenti monetari ufficiali hanno seguito l'andamento di quelli di numerosi altri paesi continentali e per le stesse ragioni. Le riserve auree e la posizione F.M.I. e A.G.P. sono peggiorate, rispettivamente, di \$20 e 60 milioni e le riserve valutarie si sono accresciute di \$250 milioni.

Durante la prima metà del 1967 la bilancia dei pagamenti ha registrato un saldo passivo di \$130 milioni, che è stato più che coperto da un incremento di \$160 milioni nelle passività nette estere delle banche. Le riserve valutarie, dopo essere diminuite di \$50 milioni nel primo trimestre, dalla fine di marzo alla fine di giugno sono salite di \$100 milioni. Nella seconda metà dell'anno il saldo passivo dei conti con l'estero è stato sostituito da un saldo attivo e nel terzo trimestre quest'ultimo è stato finanziato quasi per intero con una riduzione di \$70 milioni nelle passività estere nette delle banche. Nell'ultimo trimestre, quando il saldo attivo è ammontato a \$115 milioni, le riserve valutarie hanno subito un incremento di \$180 milioni, ma tanto le riserve auree quanto la posizione netta F.M.I. sono diminuite. Alla fine dell'anno nelle riserve monetarie della Nederlandsche Bank era incluso un importo di \$296 milioni detenuto in base ad operazioni di riporto effettuate con le autorità americane, di cui \$170 milioni con la Riserva federale e \$126 milioni con il Tesoro S. U.

Nel primo trimestre del 1968, i conti con l'estero hanno accumulato un saldo passivo di \$35 milioni. In aggiunta, le banche hanno ridotto le loro passività estere nette di \$25 milioni, per cui le attività monetarie ufficiali sono diminuite di \$60 milioni. Durante il trimestre si sono verificate alcune variazioni assai notevoli al-

l'interno del settore monetario ufficiale. Le riserve primarie di oro e valute convertibili hanno subito una flessione di \$270 milioni, di cui \$55 milioni di solo oro; d'altro canto, la posizione netta F. M. I. è migliorata di \$125 milioni e altre attività nette ufficiali sono aumentate di \$85 milioni; quest'ultimo importo comprende l'acquisto di un'obbligazione "Roosa", stilata in fiorini, per un ammontare pari a \$65 milioni.

*Svizzera.* In seguito a un saldo attivo della bilancia dei pagamenti di \$115 milioni e a una riduzione di \$60 milioni nella posizione netta sull'estero delle banche commerciali, le attività nette monetarie ufficiali della Svizzera sono cresciute di \$175 milioni. Le riserve auree hanno subito un incremento di \$250 milioni in seguito alle operazioni di riporto effettuate con la BRI, mentre altre attività sono diminuite di \$75 milioni. Però, come di consueto, i dati annuali celano notevoli variazioni nei movimenti monetari occorsi durante l'anno, in seguito alle operazioni stagionali in connessione con i bilanci delle banche commerciali svizzere e, nel 1967, queste fluttuazioni sono state accentuate dalle perturbazioni sui mercati dei cambi esteri.

La liquidazione delle operazioni di fine anno, svolta in gennaio, sebbene in parte compensata da nuove operazioni di riporto eseguite dalle banche commerciali con l'Istituto di emissione alla fine di marzo, ha dominato il primo trimestre, quando la posizione creditoria netta delle banche commerciali è migliorata di \$305 milioni e le attività ufficiali hanno subito una flessione di \$225 milioni. Poichè i riporti di marzo sono giunti a scadenza in aprile, si è verificato un ulteriore cospicuo deflusso di fondi attraverso le banche, ma questo movimento si è invertito a causa dell'andamento dei saggi d'interesse in maggio e, più decisamente, della crisi del Medio Oriente in giugno, intervenuta appena prima della normale domanda semestrale di franchi svizzeri. Per il trimestre nel suo complesso, le attività monetarie ufficiali sono salite di \$65 milioni. Nel terzo trimestre, l'andamento dei saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro ha provocato notevoli investimenti di fondi all'estero da parte delle banche commerciali e la loro posizione esterna netta è migliorata di \$200 milioni. Ma poichè questa situazione ha coinciso con la posizione favorevole, per ragioni stagionali, della bilancia dei pagamenti, le attività ufficiali nette si sono ridotte soltanto di \$55 milioni. Negli ultimi tre mesi dell'anno si è assistito a un ulteriore imponente deflusso di fondi, in parte stagionale e, in parte, dovuto all'irrequietezza imperante sui mercati dell'oro e dei cambi. La posizione netta delle banche commerciali si è deteriorata di \$500 milioni, soprattutto a causa di un incremento delle passività estere, mentre le attività ufficiali sono aumentate di \$395 milioni.

Siccome nei primi due mesi del 1968 le esportazioni di fondi attraverso le banche commerciali sono state cospicue, le attività ufficiali hanno subito una flessione di \$495 milioni. In marzo, tuttavia, in seguito al risorgere delle tensioni sui mercati dell'oro e dei cambi, esse si sono accresciute di \$75 milioni.

*Francia.* Per il 1967, la bilancia dei pagamenti della Francia ha conseguito un modesto saldo passivo di \$35 milioni, il primo dalla stabilizzazione del franco, avvenuta nel 1958. Nel settore monetario esterno, le passività estere nette delle

banche sono cresciute in misura cospicua, cioè di \$370 milioni, che sono stati praticamente compensati da un'espansione di \$335 milioni nelle attività ufficiali nette. Le principali variazioni nel settore monetario ufficiale sono costituite da un peggioramento di \$100 milioni nella posizione F.M.I. e A.G.P., interamente dovuto al rimborso che, nel maggio 1967, il Regno Unito ha eseguito al Fondo e ad un incremento di \$365 milioni nelle riserve valutarie.

Durante i primi sei mesi dell'anno, la bilancia dei pagamenti ha realizzato un saldo attivo di \$175 milioni. Questo importo è stato quasi completamente coperto da una contrazione di \$170 milioni nelle passività estere nette delle banche. Nella seconda metà dell'anno la bilancia ha presentato tuttavia un saldo passivo di \$210 milioni; ma poichè le passività estere nette delle banche sono cresciute di \$535 milioni, il settore ufficiale ha registrato un'eccedenza di \$325 milioni, che corrisponde approssimativamente all'aumento delle riserve valutarie. L'afflusso di fondi attraverso le banche è stato essenzialmente la conseguenza della crescente irrequietezza in campo monetario internazionale. Nel solo quarto trimestre l'entrata di capitali è ammontata a \$415 milioni, costituiti per la maggior parte da conversioni di dollari in franchi.

*Svezia.* Nel 1967, la bilancia dei pagamenti ha registrato un modesto saldo passivo di \$25 milioni. I movimenti monetari esterni hanno messo in evidenza un notevole spostamento di attività dal settore ufficiale a quello bancario, il quale si è verificato quasi tutto verso la fine dell'anno. Durante i primi nove mesi i conti con l'estero hanno conseguito un saldo attivo di \$100 milioni e questo ammontare è stato più che coperto da un incremento nella posizione sull'estero delle banche. Nel quarto trimestre, la bilancia dei pagamenti ha invece accumulato un saldo passivo di \$125 milioni. Nello stesso tempo le attività estere nette delle banche sono cresciute di un ulteriore importo di \$55 milioni, sicchè le attività monetarie ufficiali nette si sono ridotte di \$180 milioni. Buona parte del saldo passivo occorso nel quarto trimestre può essere attribuito ai timori nutriti in merito al mantenimento della parità di cambio dopo la svalutazione della sterlina. Questi dubbi hanno provocato pagamenti anticipati da parte di residenti svedesi a fornitori esteri, nonchè il ritiro di fondi esteri depositati presso le banche svedesi. Con un lieve inasprimento della politica creditizia, la crisi è stata superata alla fine dell'anno e nel primo trimestre del 1968 i conti con l'estero erano quasi in pareggio. Le banche hanno diminuito le loro attività estere nette di \$75 milioni; ciò ha dato luogo ad un incremento corrispondente delle riserve.

*Austria.* La contropartita monetaria esterna del saldo attivo di \$205 milioni registrato dalla bilancia dei pagamenti nel 1967, può essere trovata principalmente in un aumento delle attività monetarie ufficiali. Le riserve valutarie sono cresciute di \$140 milioni e la posizione F. M. I. e A. G. P. è migliorata di \$15 milioni. La rimanenza del saldo attivo è stata finanziata con una flessione di \$50 milioni nelle passività nette estere delle banche commerciali. Nel primo trimestre del 1968, i conti con l'estero hanno accumulato un ulteriore saldo attivo di \$50 milioni, ma le attività ufficiali nette si sono ridotte di \$70 milioni. La differenza è dovuta ad un incremento, in ampia misura stagionale, di \$120 milioni nelle posizioni nette sull'estero delle banche.

*Altri paesi europei.* In *Spagna* il saldo passivo dei conti con l'estero è sceso a \$155 milioni nel 1967 ed è stato interamente finanziato con un prelievo di \$165 milioni sul Fondo. Per l'anno nel suo complesso, le riserve monetarie hanno subito un modesto incremento di \$10 milioni. Nel primo trimestre del 1968 sono peraltro diminuite di \$75 milioni. Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti del *Portogallo*, d'altro canto, è passato da \$115 milioni nel 1966 a \$175 milioni nel 1967. Quest'ultimo importo è stato finanziato per \$35 milioni con un incremento delle attività estere delle banche e per la rimanenza con aumenti delle riserve, ivi compresa un'espansione di \$55 milioni nelle riserve auree.

Anche la bilancia dei pagamenti della *Norvegia* è migliorata dal 1966 al 1967. Essa è infatti passata da una situazione di pareggio ad un saldo attivo di \$165 milioni. Le riserve valutarie sono cresciute di \$130 milioni e le passività estere nette delle banche si sono ridotte di \$30 milioni. Nel 1967, i conti con l'estero della *Danimarca* hanno accumulato un saldo passivo di \$65 milioni, il quale si è verificato quasi interamente nella prima metà dell'anno. Durante i primi dieci mesi dell'anno, le riserve sono diminuite di \$120 milioni, perchè in aggiunta al saldo passivo verso l'estero, la posizione esterna delle banche è migliorata di \$65 milioni. Successivamente essa si è deteriorata di \$45 milioni in novembre e in dicembre, quando le riserve sono salite all'incirca dello stesso importo. Nel 1967, la bilancia dei pagamenti della *Finlandia* ha registrato un saldo passivo di \$80 milioni. Questo importo è stato più che compensato da prelievi effettuati sul Fondo per \$95 milioni; e siccome, in aggiunta, la posizione sull'estero delle banche si è ridotta di \$15 milioni, le riserve monetarie hanno subito un incremento di \$30 milioni. Nel primo trimestre del 1968 la bilancia dei pagamenti è notevolmente migliorata, per cui le riserve della Finlandia sono cresciute di \$100 milioni.

*Canada.* Il saldo di \$350 milioni conseguito nella bilancia dei pagamenti è stato, in ampia misura, finanziato attraverso un aumento di \$320 milioni nelle attività estere nette a breve delle banche commerciali; le attività monetarie ufficiali nette sono pertanto cresciute soltanto di \$30 milioni durante l'anno. Le riserve auree si sono contratte di \$30 milioni in seguito alle vendite di metallo, per un importo pari a \$150 milioni, al Tesoro americano e la posizione netta nel F. M. I. ha pure subito un lieve deterioramento. Questi movimenti sono stati peraltro più che compensati da incrementi delle riserve valutarie ufficiali e di altre attività monetarie ufficiali. Tanto il saldo attivo dei conti con l'estero, quanto l'espansione delle riserve sarebbero stati superiori, se il governo canadese non avesse proceduto ad acquisti da residenti americani di titoli propri e della BIRS. Questi acquisti sono ammontati a \$60 milioni contro \$175 milioni l'anno prima. Lo scopo delle transazioni era di mantenere le riserve auree e di dollari S. U. del Canada più la sua posizione di creditore netto nel F. M. I. al disotto del limite di \$2.550 milioni concordato con le autorità americane, perchè il Canada possa usufruire dell'esenzione dell'imposta di conguaglio degli interessi americana.

Nel primo trimestre del 1968, l'andamento dei conti con l'estero del Canada ha improvvisamente mutato tendenza, accumulando un saldo passivo di \$710 milioni. Oltre ai fattori stagionali, anche le misure americane in materia di bilancia dei pagamenti hanno provocato ampi movimenti di capitali. Contemporanea-

Canada: Movimenti monetari esterni.

Voci	1966	1967				1968 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari S.U. (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Attività ufficiali nette . . . . .	- 280	+ 30	- 35	- 55	+ 70	+ 50	- 815
Oro . . . . .	- 105	- 30	+ 35	- 15	+ 35	- 85	- 40
Valute estere . . . . .	- 325	+ 60	- 70	- 15	+ 15	+ 130	+ 15
Posizione nella F.M.I. e A.G.P. . . . .	+ 95	- 15	+ 20	- 20	+ 5	- 20	- 435
Altre attività (al netto) . . . . .	+ 55	+ 15	- 20	- 5	+ 15	+ 25	- 355
Posizione netta delle banche . . . . .	+ 425	+ 320	- 280	+ 110	+ 215	+ 275	+ 105
Saldo complessivo . . . . .	+ 145	+ 350	- 315	+ 55	+ 285	+ 325	- 710

mente si è verificato un deflusso di \$105 milioni attraverso le banche commerciali, sicchè le attività ufficiali nette hanno subito una flessione di \$815 milioni; un importo di \$426 milioni è stato prelevato dal F.M.I. e il Canada ha inoltre utilizzato per un cospicuo ammontare la sua facilitazione di riporto conclusa con la Banca della Riserva federale di Nuova York. A seguito di questo ricorso al credito e di un'ulteriore cessione di oro, per un importo pari a \$50 milioni, al Tesoro americano, durante il trimestre le riserve valutarie sono cresciute di \$15 milioni. In aprile, la situazione è migliorata e le attività monetarie ufficiali nette sono aumentate di \$230 milioni.

*Giappone.* Tra il 1966 e il 1967 il saldo attivo della bilancia dei pagamenti di \$320 milioni è stato sostituito da un saldo passivo di \$570 milioni. Questo deterioramento di \$890 milioni è stato compensato da una variazione nella posizione netta delle banche commerciali che, dopo un miglioramento di \$385 milioni nel 1966, lo scorso anno è peggiorata di \$515 milioni. In entrambi gli anni, le attività ufficiali nette si sono pertanto ridotte di circa \$60 milioni. Nel 1967, in contrasto con quanto avvenne nel 1966, la flessione si è verificata nella posizione F.M.I. del Giappone, mentre le altre attività ufficiali nette sono cresciute di \$25 milioni. Nel primo trimestre del 1968 i conti con l'estero hanno accumulato un saldo passivo di \$250 milioni; la maggior parte di questo importo è stato finanziato con un ulteriore aumento di \$205 milioni nelle passività nette delle banche verso l'estero.

**Mercati dei cambi.**

Per quanto riguarda i mercati dei cambi, il periodo sotto rassegna è stato fra i più perturbati dalla fine della guerra. Lo scoppio della crisi nel Medio Oriente, all'inizio di giugno 1967, ha sottoposto entrambe le monete di riserva a una certa pressione. Da allora la sterlina è stata oggetto di una sostenuta e crescente tensione che ha portato alla svalutazione del 18 novembre. Poichè quest'ultima è avvenuta in un momento in cui il persistente saldo passivo degli Stati Uniti nei pagamenti verso l'estero aveva raggiunto un livello piuttosto elevato, il deprezzamento della sterlina ha fatto convergere l'attenzione sulla posizione dell'altra moneta di riserva. Il dollaro è pertanto venuto a trovarsi sotto fortissima pressione sul mercato dei cambi e si è notato un vasto movimento di conversioni nelle principali valute

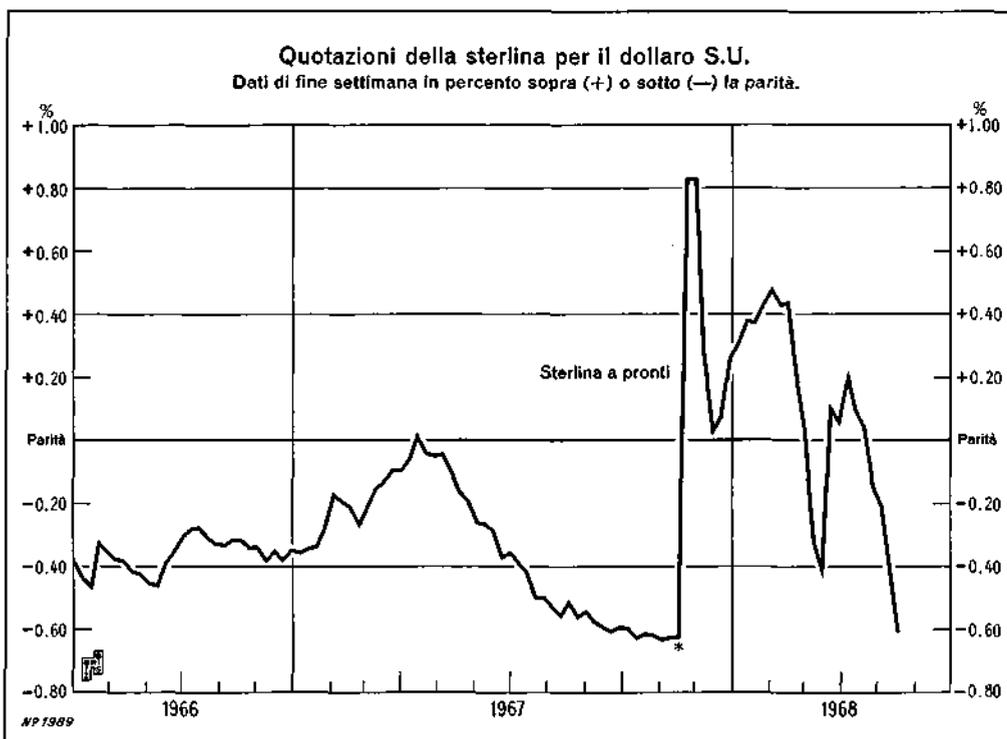
dei paesi continentali dell'Europa. Nello stesso tempo vi è stata anche un movimento di una certa entità inteso a trasformare le disponibilità valutarie in acquisti di oro. Date queste circostanze, le aspettative del mercato circa possibili mutamenti radicali nel sistema monetario internazionale hanno talvolta manifestato la tendenza a gonfiare le normali operazioni commerciali o gli arbitraggi su interessi.

Gli interventi ufficiali concertati, congiuntamente alle ripetute assicurazioni sul mantenimento della parità aurea del dollaro, hanno contribuito a ristabilire condizioni per un più ordinato funzionamento del mercato alla fine di dicembre. Nel nuovo anno, l'adozione di ulteriori misure per la bilancia dei pagamenti, annunciate dagli Stati Uniti, nonché il riflusso di fondi dal Continente sono stati alcuni dei fattori che gli hanno temporaneamente conferito una certa stabilità. In marzo, la crisi finale sul mercato dell'oro ha provocato perturbazioni su quello dei cambi paragonabili a quelle suscitate dalla svalutazione della sterlina. Alla fine del mese, tuttavia, le tensioni si erano di nuovo allentate e durante il mese di aprile le condizioni del mercato sono state favorevolmente influenzate dalle prospettive di negoziati per la pace nel Vietnam, nonché dai progressi compiuti verso l'approvazione di aumenti del carico tributario negli Stati Uniti. La situazione sui mercati è poi di nuovo peggiorata durante il mese di maggio ed è destinata a rimanere alquanto instabile fino a quando non vi saranno prove evidenti che i pagamenti internazionali hanno raggiunto un migliore equilibrio.

A prescindere dal franco svizzero e dal marco tedesco, durante il 1967, cioè fino alla svalutazione della sterlina, le principali valute continentali si sono notevolmente consolidate. D'altro canto, il cambio del franco svizzero e quello del marco tedesco si erano indeboliti nei confronti del dollaro nel terzo trimestre. Dopo la svalutazione della sterlina, tutte le principali valute continentali sono rimaste forti sin quasi alla fine dell'anno. Esse si sono indebolite sensibilmente con il deflusso stagionale di fondi dopo il volgere dell'anno; sono diventate temporaneamente assai più solide durante la crisi sul mercato dell'oro del marzo 1968, per poi indebolirsi nuovamente. Alla metà di maggio il franco francese è venuto a trovarsi sotto pressione, mentre il marco tedesco e il franco svizzero si sono notevolmente consolidati.

*La sterlina.* Poiché nei primi quattro mesi del 1967 i fondi stavano rientrando sul mercato di Londra, il cambio a pronti del dollaro è salito da \$2,79 all'inizio dell'anno a poco più della parità a metà di aprile. A partire da maggio fino alla svalutazione, la sterlina si è andata tuttavia progressivamente indebolendo sotto l'influenza dei fattori descritti alle pagine 5-7 del capitolo I. Alla fine di giugno il cambio a pronti era di nuovo di \$2,79, all'inizio di settembre era sceso al disotto di \$2,78  $\frac{1}{2}$  e dalla metà di ottobre in avanti si è aggirato intorno a \$2,78  $\frac{1}{4}$ . Dalla metà dell'anno al momento della svalutazione lo sconto a tre mesi sul dollaro è passato da meno dello 0,5 % all'anno all'1,75 %.

Al momento della svalutazione (18 novembre) la sterlina veniva offerta in misura assai superiore alla disponibilità. E quando il mercato è stato riaperto, la necessità di coprire le posizioni a più breve scadenza ha fatto balzare il cambio a pronti subito al nuovo limite di \$2,42, dove è rimasto per il resto del mese. Al-



\* Nuova parità a partire dal 18 novembre.

l'inizio di dicembre, però, il cambio ha improvvisamente cominciato a cedere e, sebbene le vendite non fossero cospicue, a metà del mese le quotazioni erano appena al disopra della nuova parità di \$2,40. Questo andamento è stato la conseguenza, in parte, della domanda sostenuta di oro e, in parte, di timori che la svalutazione potesse non venire appoggiata da adeguate misure restrittive all'interno del paese. Poichè mancava il sostegno ufficiale al mercato a termine, lo sconto a tre mesi sul dollaro è salito a quasi il 5% all'anno, cioè ha superato notevolmente il margine degli interessi a favore della sterlina.

Verso la fine dell'anno la sterlina si è consolidata sul mercato a termine e su quello a pronti e questo miglioramento si è protratto in gennaio. Il cambio a pronti è stato sostenuto sia dalla previsione di riduzioni drastiche nella spesa pubblica, sebbene queste poi abbiano sollevato qualche delusione al momento dell'annuncio, e sia dalla domanda di sterline sul mercato per far fronte alla scadenza dei contratti a termine. All'inizio di febbraio il cambio è salito a circa \$2,41 $\frac{1}{8}$  e lo sconto a tre mesi è caduto a meno del 3% all'anno. Nonostante i saggi d'interesse più bassi sul mercato dell'eurodollaro, il margine di arbitraggio sfavorevole ha continuato ad essere cospicuo.

Questo intervallo più tranquillo è terminato bruscamente con la reazione del mercato alla pubblicazione, avvenuta il 21 febbraio, delle stime relative alla spesa del governo per il nuovo anno finanziario. Il cambio a pronti è caduto di colpo a \$2,40 $\frac{1}{2}$  e l'irrequietezza ricomparsa sul mercato dell'oro e su quello dei cambi all'inizio di marzo ha dato luogo a forti vendite di sterline. Non si è con-

sentito alla sterlina di scendere al disotto di \$2,39, ma ad un certo momento lo sconto a tre mesi ha superato il 10% all'anno, fatto questo che ha certamente stimolato le vendite a pronti. La dichiarazione emessa il 17 marzo a Washington dai governatori delle banche centrali ha contribuito ad attenuare la tensione esistente sui mercati dei cambi e l'annuncio dell'assistenza internazionale addizionale destinata a sostenere le riserve del Regno Unito ha specificamente agevolato la sterlina. Due giorni dopo è stato pubblicato il bilancio pubblico britannico, che ha superato le previsioni del mercato per quanto riguarda le restrizioni imposte alla domanda interna privata. Il cambio a pronti è salito per breve tempo a \$2,40  $\frac{1}{2}$ , ma a partire dall'inizio di aprile ha ripreso a scendere e verso la fine di maggio ha raggiunto il livello di \$2,38  $\frac{1}{2}$ . Sul mercato a termine la sterlina è rimasta debole, sebbene lo sconto si sia notevolmente ridotto rispetto alla sua punta di metà marzo.

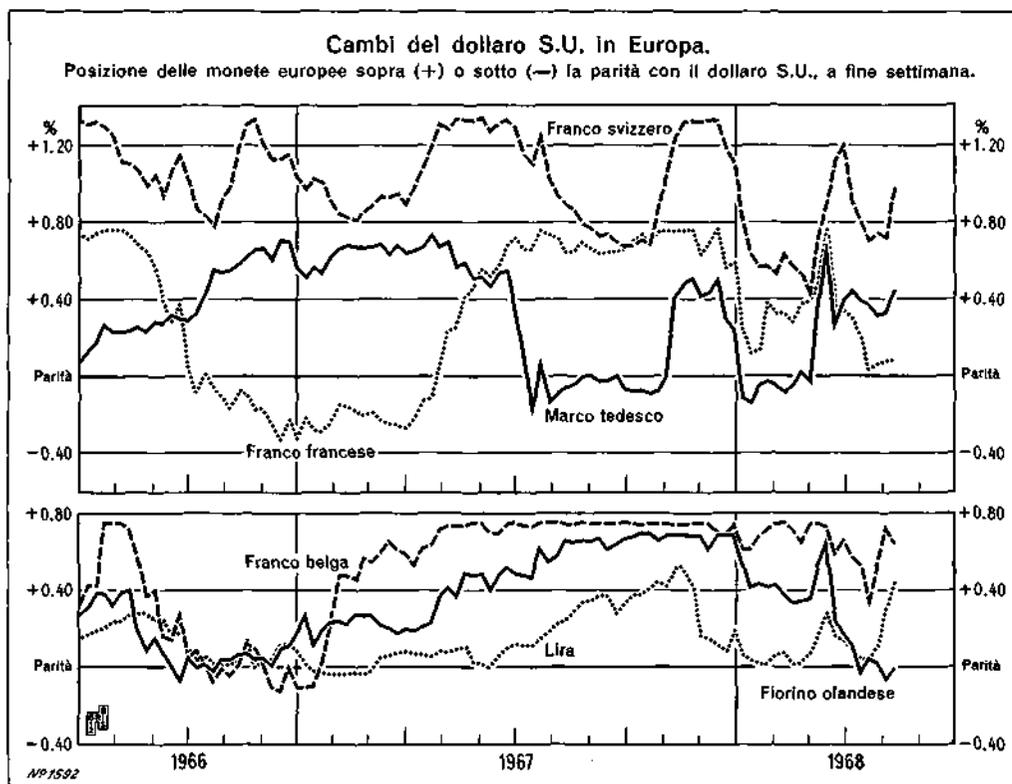
*Il franco svizzero.* Conformemente al consueto andamento stagionale, il franco svizzero si è indebolito rispetto al dollaro all'inizio del 1967 e per la maggior parte dei primi quattro mesi dell'anno il cambio a pronti è stato di circa fr.sv. 4,33. Ma dato che verso la fine di aprile i saggi d'interesse svizzeri sono stati piuttosto sostenuti, in contrasto alla generale tendenza in diminuzione su altre piazze finanziarie, il cambio è salito a fr.sv. 4,31  $\frac{1}{2}$ ; a questo punto la Banca nazionale svizzera è intervenuta sul mercato e al tempo stesso è scomparso temporaneamente il premio a termine sul dollaro. Il cambio a pronti è poi rimasto al livello ora menzionato sino alla fine di giugno. Lo scoppio della guerra nel Medio Oriente ha provocato un cospicuo afflusso di fondi e sebbene questo movimento non sia durato oltre l'armistizio, il fabbisogno di liquidità alla metà dell'anno da parte delle banche svizzere ha impedito che il movimento s'invertisse.

Dopo la fine di giugno, i saggi d'interesse si sono ridotti e in luglio è stato ribassato il saggio ufficiale di sconto. I capitali a breve si sono avviati verso l'estero e alla fine di agosto la quotazione a pronti per il franco si è indebolita ad oltre fr.sv. 4,34, rimanendovi all'incirca sino ad ottobre inoltrato, mentre il premio sul cambio a termine saliva ad un livello notevole.

In ottobre le condizioni sul mercato monetario si sono fatte tese e il cambio a pronti ha ripreso a salire. L'attesa della svalutazione della sterlina ha impresso uno stimolo a questo movimento e il 17 novembre, il giorno prima della svalutazione, il cambio era di fr.sv. 4,31  $\frac{1}{2}$ . Tuttavia è la confusione che ne è seguita che ha provocato una domanda molto sostenuta del franco. Quest'ultima ha coinciso con le consuete operazioni di fine anno delle banche svizzere; ma che essa abbia avuto una portata indipendente può essere rilevato tanto nel fatto che in questa occasione le banche hanno coperto il loro fabbisogno di liquidità in gran parte con cessioni dirette di valuta alla Banca nazionale e non con operazioni di riporto, quanto nell'aumento del premio sul franco a termine che ha indotto la banca centrale, la quale ha agito per conto delle autorità americane, a vendere \$65 milioni di franchi sul mercato a termine.

Appena prima della fine dell'anno il franco svizzero ha incominciato ad indebolirsi e un'uscita di fondi nell'anno nuovo ha spinto il cambio a pronti ad

oltre fr.sv. 4,35 verso la fine di febbraio, che ha così toccato il suo livello più basso da molti anni. Il deflusso si è verificato nonostante che il premio a tre mesi del franco sia salito al 3% all'anno, rispecchiando gli ampi scarti che a quel tempo esistevano nei saggi d'interesse internazionali. In seguito ai rinnovati acquisti speculativi di oro alla metà di marzo, il franco svizzero si è consolidato in misura notevole, tanto sul mercato a pronti che su quello a termine. In aprile le quotazioni si sono di nuovo indebolite, ma alla fine di maggio il cambio a pronti rispetto al dollaro è salito a fr.sv. 4,29  $\frac{3}{4}$ .



*Il marco tedesco.* Nonostante le imponenti esportazioni di fondi da parte delle banche commerciali, durante i primi quattro mesi del 1967 il saldo attivo dei conti con l'estero ha fatto sì che il cambio a pronti contro il dollaro sia rimasto vicino al suo limite superiore. In maggio tuttavia, a causa del continuo deflusso di fondi a breve, il marco ha cominciato a indebolirsi sul mercato a pronti. Nello stesso tempo, il corso a tre mesi è salito da una posizione quasi in pareggio con il cambio a pronti, ad un premio dell'1% all'anno.

In luglio la Bundesbank, allo scopo di scoraggiare l'esportazione di liquidità bancaria, ha aumentato il margine fra i suoi cambi a pronti all'acquisto e alla vendita per il dollaro S. U. da pfennig 0,5 a 2,5. Le maggiori possibilità di incorrere in perdite di cambio negli investimenti a breve in valute estere hanno fatto crescere il costo della copertura a termine, sicché alla metà del mese il premio a termine del marco è salito da poco più dell'1 ad oltre l'1,5% all'anno. Con-

temporaneamente, il cambio a pronti, che si era consolidato lievemente in giugno per le stesse ragioni esposte a proposito del franco svizzero, è sceso bruscamente giusto al disotto della parità rispetto al dollaro. Successivamente, le quotazioni hanno continuato a fluttuare, entro limiti piuttosto ristretti, intorno a questi livelli fino all'inizio di novembre.

Si è poi verificato un notevole afflusso di fondi in Germania e, il 17 novembre, il cambio a pronti rispetto al dollaro si era consolidato al livello di quasi DM 3,98. Il 24 novembre, questo miglioramento è stato seguito da un incremento del premio a termine sul marco ad oltre il 3% all'anno. Allora la banca centrale ha incominciato ad offrire dollari alle banche sulla base di operazioni di riporto a breve a cambi assai inferiori a quelli di mercato. Questo fatto ha incoraggiato a conservare gli investimenti in dollari, nonché la riesportazione di fondi precedentemente rimpatriati. La domanda per marchi si è fatta di nuovo sostenuta alla metà di dicembre, ma poichè verso la fine dell'anno il mercato aveva ripreso il suo andamento normale si è assistito ad un fortissimo movimento in uscita di fondi. Il premio a termine, non più contenuto da interventi ufficiali, è salito ancora una volta per breve tempo al 3% all'anno, per poi ridursi di pari passo con i saggi d'interesse del mercato dell'eurodollaro, mentre il cambio a pronti è sceso al disotto della parità con il dollaro, nonostante i cospicui acquisti sul mercato da parte della Banca della Riserva federale per rimborsare i prelievi dagli impegni di riporto precedentemente effettuati. La situazione è mutata durante il mese di marzo, quando la quotazione del marco, come tutte le altre principali monete dell'Europa continentale, è improvvisamente migliorata; il cambio a pronti è allora passato da DM 3,99 a 3,97 e il premio con scadenza a tre mesi sul dollaro è salito dal 2 al 3,5% all'anno. La Bundesbank ha nuovamente offerto alle banche facilitazioni per riporti di dollari a breve a cambi favorevoli. All'inizio di maggio le quotazioni a pronti si erano indebolite a DM 3,98  $\frac{1}{2}$ , ma più avanti nel mese il marco si è avvicinato al suo limite superiore nei confronti del dollaro.

*Il franco francese.* Il cambio a pronti rispetto al dollaro, che era diminuito in misura sensibile durante gli ultimi mesi del 1966, è rimasto al disotto della parità nel primo trimestre del 1967, oscillando intorno a fr.fr. 4,95. In aprile e in maggio, tuttavia, il franco si è andato rapidamente consolidando per effetto della tensione esistente nella liquidità delle banche e la crisi del Medio Oriente ha provocato un ulteriore miglioramento del cambio a pronti che, alla fine di giugno, era assai vicino al limite superiore di fr.fr. 4,90. E nonostante che nella seconda metà dell'anno la bilancia dei pagamenti abbia accumulato un saldo passivo, per il resto dell'anno le quotazioni sono rimaste quasi sempre a tale livello. Ciò è dovuto al fatto che il saldo passivo è stato più che coperto da un considerevole afflusso di fondi tramite le banche. Nel solo mese di novembre, le riserve hanno registrato un incremento di \$335 milioni.

Dalla metà di dicembre 1967 fino al mese di marzo, quando è ripresa la speculazione sull'oro, il cambio per il franco è stato assai meno fermo. All'inizio di maggio il cambio a pronti era sceso di nuovo quasi sino alla sua parità con il dollaro; e all'incirca alla fine del mese, in seguito alle perturbazioni sociali in Francia, ha toccato il limite inferiore della sua parità col dollaro.

*Altre valute europee.* Tanto il *franco belga* quanto il *florino olandese*, i cui cambi si aggiravano alla fine del 1966 intorno alla parità con il dollaro, si sono mantenuti per quasi tutto il secondo semestre del 1967 ai limiti superiori d'intervento. In entrambi i casi questo andamento è dovuto al fatto che durante l'anno la bilancia dei pagamenti è ritornata attiva. Nell'ultimo trimestre la pressione in aumento esercitata sui cambi è stata rafforzata da cospicui afflussi di capitali a breve. Come si è osservato anche altrove, il nervosismo creato dalla svalutazione della sterlina ha avuto pure l'effetto di far salire le quotazioni a termine rispetto al dollaro che, dopo aver presentato un modesto sconto per la maggior parte del 1967, in novembre sono salite ad un premio di circa il 2% all'anno. Dalla fine del 1967 il franco belga è rimasto piuttosto fermo, ad eccezione per un breve periodo in aprile 1968. All'inizio di maggio 1968 il florino olandese era sceso invece al disotto della parità con il dollaro.

Nel 1967, le quotazioni della *lira* rispetto al dollaro hanno seguito press'a poco l'evoluzione di quelle del franco belga e del florino olandese. Il cambio a pronti, che per quasi tutto il primo semestre dell'anno ha fluttuato strettamente intorno alla parità, è aumentato di circa lo 0,5% fra la metà di giugno e novembre. Questo fenomeno ha rispecchiato, in ampia misura, l'andamento, favorevole dal punto di vista stagionale, della bilancia dei pagamenti nel terzo trimestre, ma la domanda di lire è rimasta sostenuta nel periodo immediatamente precedente alla svalutazione della sterlina. Verso la fine di novembre la posizione meno favorevole dei conti con l'estero ha incominciato a farsi sentire e, all'inizio del 1968, il cambio a pronti rispetto al dollaro era sceso alla parità. La lira si è consolidata di nuovo durante la crisi sul mercato dell'oro di marzo e, all'inizio di maggio, il cambio a pronti era salito di circa lo 0,4% al disopra della parità.

Nei primi nove mesi del 1967 il cambio a pronti della *corona svedese* rispetto al dollaro ha presentato un movimento intonato, grosso modo, con l'andamento stagionale della bilancia dei pagamenti. Le quotazioni che, al principio dell'anno, si trovavano appena al disotto della parità, alla metà di maggio l'avevano superata dello 0,4%, per indebolirsi lievemente nel terzo trimestre. In seguito alla svalutazione della sterlina, la corona è venuta a trovarsi sotto forte pressione (in novembre 1967 le riserve valutarie della Svezia si sono ridotte di \$115 milioni) e il cambio a pronti è sceso un poco al disotto della parità. La pressione è stata efficacemente contenuta con un inasprimento delle misure di politica creditizia, fra cui l'aumento di un punto nel saggio ufficiale di sconto. La corona si è prontamente portata ad un livello ben al disopra della parità, ma verso la fine di febbraio 1968 è scesa ancora una volta vicina alla parità con il dollaro.

*Il dollaro canadese.* Per quasi tutto il 1967 la domanda per il dollaro canadese è stata sostenuta, a prescindere da un periodo di debolezza all'inizio dell'anno. Durante i mesi estivi il cambio a pronti ha continuato a migliorare e in ottobre ha raggiunto il suo limite superiore di \$S.U. 0,93  $\frac{1}{4}$ . La tendenza ha cominciato a mutare dopo la svalutazione della sterlina; e le misure relative alla bilancia dei pagamenti americana, annunciate il 1° gennaio 1968, hanno provocato cospicui ritiri di fondi da parte degli Stati Uniti, sottoponendo il dollaro canadese a forte pressione. Il cambio a pronti, in termini di dollari S.U., è sceso a poco

meno di \$S.U. 0,92 alla metà di gennaio e la Banca del Canada ha dovuto intervenire con cospicui fondi per sostenere la moneta. In seguito alle misure adottate tanto dalle autorità canadesi che da quelle americane, la pressione si è alquanto attenuata in febbraio. Durante la crisi sul mercato dell'oro di marzo si è verificato un ulteriore imponente deflusso di fondi, ma successivamente il dollaro canadese si è consolidato a \$S.U. 0,92  $\frac{1}{4}$  alla fine del mese e al principio di maggio era salito a \$S.U. 0,92  $\frac{3}{4}$ .

### **Altri sviluppi valutari.**

In contrasto con quanto avvenne nel 1949, la svalutazione della sterlina annunciata il 18 novembre 1967 nella misura del 14,3% non ha provocato l'allineamento delle parità di cambio degli altri principali paesi. Essa è stata non di meno seguita dalla svalutazione di altre venticinque monete. La maggior parte delle variazioni nelle parità ha avuto luogo nei paesi più piccoli appartenenti all'area della sterlina, i cui legami economici e finanziari con il Regno Unito rimangono particolarmente stretti. Ma ancora più degno di nota è il fatto che i paesi di dimensioni più ampie appartenenti all'area della sterlina hanno deciso di non svalutare la propria moneta. Nel caso dell'India, per esempio, vi era già stata una svalutazione del 36% nel giugno 1966 e il Ghana ha svalutato la propria moneta del 30% nel luglio 1967. Ma per quanto riguarda gli altri paesi, il mantenimento delle parità in vigore indica il mutamento che, dal 1949, è intervenuto nelle relazioni economiche esterne di paesi quali Australia, Sud Africa, Pakistan, Malaysia e parti dell'Africa orientale e occidentale. Tre paesi appartenenti all'area della sterlina, Nuova Zelanda, Ceylon e Islanda hanno svalutato le rispettive monete in misura maggiore che il Regno Unito; ciò riflette le loro proprie difficoltà in materia di bilancia dei pagamenti, che sarebbero state probabilmente aggravate dalla svalutazione della sterlina.

Fuori dell'area della sterlina, soltanto Spagna e Israele hanno proceduto a svalutazioni pari a quella del Regno Unito. La Danimarca ha seguito la sterlina soltanto in parte e la pataca del Macao è pure stata deprezzata in proporzione modesta, ma ha mantenuto la sua parità con il dollaro di Hong Kong.

A prescindere dall'estensione dei controlli diretti sulla bilancia dei pagamenti decisa dagli Stati Uniti, i quali sono stati descritti nel capitolo I, gli altri principali sviluppi valutari verificatisi durante il periodo sotto rassegna comportano principalmente allineamenti dei cambi. In ottobre 1967 la Finlandia ha deciso che il ristabilimento della sua capacità concorrenziale senza deprezzamento della moneta avrebbe richiesto sacrifici eccessivi in termini di disoccupazione. Dopo un intervallo di dieci anni, il 12 ottobre 1967, il marco finlandese è stato pertanto svalutato del 23,8% e la nuova parità ammonta ora a \$S.U. 1 = MF 4,19997. In Ungheria il cambio per le valute convertibili che viene applicato alle transazioni non commerciali, è stato portato, all'inizio del 1968, da forint 24 a 30 per dollaro S.U. Sembra che la variazione sia connessa con riforme interne dei prezzi introdotte contemporaneamente.

**Svalutazioni monetarie del novembre 1967.**

Paese	Valuta	Unità per \$S.U.		Svalutazione in percento	Nuova parità in vigore da
		Vecchia parità	Nuova parità		
<b>Paesi appartenenti all'area della sterlina</b>					
Bermude . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Ceylon . . . . .	Rupia	4,76190	5,95237	20,00	21 novembre 1967
Cipro . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	20 novembre 1967
Falkland . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Figi* . . . . .	Sterlina	0,39643	0,43542	8,95	26 novembre 1967
Gambia . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	21 novembre 1967
Giamaica . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	21 novembre 1967
Gibilterra . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Guayana brit. . . . .	Dollaro	1,71429	2,0	14,29	20 novembre 1967
Honduras brit. . . . .	Dollaro	1,42857	1,66667	14,29	18 novembre 1967
Hong Kong* . . . . .	Dollaro	5,71429	6,06061	5,71	22 novembre 1967
Irlanda . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Islanda . . . . .	Corona	43,0	57,0	24,56	27 novembre 1967
Isole or. del Mar Caribico .	Dollaro	1,71429	2,0	14,29	18 novembre 1967
Malawi . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	20 novembre 1967
Malta . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	19 novembre 1967
Mauritius e Seicelle . . . .	Rupia	4,76190	5,55556	14,29	18 novembre 1967
Nuova Zelanda . . . . .	Dollaro	0,71919	0,89286	19,45	20 novembre 1967
Regno Unito . . . . .	Sterlina	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Sierra Leone . . . . .	Leone	0,71429	0,83333	14,29	21 novembre 1967
Trinidad e Tobago . . . . .	Dollaro	1,71429	2,0	14,29	22 novembre 1967
Yemen del Sud . . . . .	Dinaro	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
<b>Paesi non appartenenti all'area della sterlina</b>					
Danimarca . . . . .	Corona	6,90714	7,50	7,90	21 novembre 1967
Israele . . . . .	Sterlina	3,0	3,50	14,29	19 novembre 1967
Macao . . . . .	Pataca	5,71429	6,06061	5,71	27 novembre 1967
Spagna . . . . .	Peseta	60,0	70,0	14,29	20 novembre 1967

\* Dopo la rivalutazione.

Nell'America latina, le svalutazioni del cruzeiro brasiliano in febbraio e del peso argentino in marzo 1967 sono state seguite, più avanti nell'anno, da deprezzamenti del sol peruviano e del peso uruguayano, cui si è aggiunta una ulteriore svalutazione del cruzeiro nella misura del 16% in dicembre.

Dopo sette anni, durante i quali la parità effettiva era rimasta a \$S.U.1 = soles 26,82, alla fine di agosto 1967 la banca centrale del Perù ha ritirato il suo sostegno al cambio. Essa è stata indotta a prendere questa misura a causa delle perdite nelle riserve provocate dal crescente saldo passivo nei pagamenti verso l'estero e da una fuga di capitali dal paese. All'inizio di ottobre è stato introdotto un duplice sistema di cambi. Gli esportatori devono cedere gli introiti in valuta alla banca centrale contro certificati in dollari. Dalla loro emissione, il cambio per i certificati in valuta è stato mantenuto a \$S.U.1 = soles 38,7; ciò significa che la svalutazione è stata di circa il 30,7%. Per le operazioni non commerciali esiste un mercato libero dei cambi.

Nell'Uruguay il peso è stato svalutato del 50 % il 6 novembre 1967 al nuovo cambio di \$S.U.1 = pesos 199. Questa svalutazione ha fatto seguito a tre minori deprezzamenti introdotti precedentemente nell'anno. In aprile 1968 il cambio ufficiale è stato ulteriormente svalutato a \$S.U.1 = pesos 249.

Nel periodo sotto rassegna, in altri paesi dell'America latina, i cambi liberi dell'escudo cileno e del peso colombiano si sono deprezzati sensibilmente nei confronti del dollaro.

Nel resto del mondo si sono avute svalutazioni nel Mali e nel Congo. Il 5 maggio 1967, il franco del Mali è stato deprezzato del 50 %: il cambio ufficiale è stato portato da 246,8 a 493,7 franchi per dollaro S.U. Nel Congo, il 23 giugno 1967, una nuova unità monetaria, lo zaire, ha sostituito il franco congolese, nella misura di 1.000 franchi congolese per zaire. Contemporaneamente è stata introdotta una svalutazione del  $66\frac{2}{3}$  % e il cambio ufficiale è stato stabilito a \$S.U.2 = zaire 1.

Il 31 maggio 1968 la Francia ha ripristinato temporaneamente il controllo valutario. I residenti francesi non possono più effettuare liberamente il trasferimento di fondi da conti in franchi francesi a quelli di non residenti; tali trasferimenti possono essere eseguiti soltanto tramite le banche autorizzate. Inoltre, i residenti francesi non possono più acquistare attività all'estero o detenere in Francia mezzi di pagamento esteri senza autorizzazione ufficiale. Occorre anche ottenere il permesso per esportare dalla Francia, da parte o per conto di residenti, mezzi di pagamento e titoli, nonché importare o esportare oro.

## V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Nel 1967 il flusso di credito in eurodivise attraverso le banche degli otto paesi europei dichiaranti ha continuato la sua rapida progressione. Si calcola che la sua componente in dollari, che già nel 1966 era aumentata da circa \$10 miliardi ad oltre \$13 miliardi, possa aver raggiunto alla fine del 1967 un ammontare di circa \$16 miliardi. Contrariamente all'anno precedente, non è stata però la domanda a fornire il principale impulso a questa espansione. Il ritmo più lento dell'attività economica e le agevolazioni creditizie introdotte in molti paesi europei per ovviarvi, nonché i movimenti determinati dalla sfiducia nella sterlina, hanno in certi periodi fatto aumentare considerevolmente l'offerta di fondi in eurodollari. D'altro canto, le tensioni politiche e monetarie internazionali hanno di quando in quando intensificato la domanda di siffatta valuta e determinato forti prelievi della medesima. In conclusione, le condizioni del mercato hanno alternato periodi di relativa calma con altri di tensione, ed il corso dei saggi d'interesse, che nel 1966 aveva manifestato una tendenza piuttosto uniforme al rialzo, è stato soggetto nel 1967 a sensibili fluttuazioni.

Anche la fisionomia delle nuove operazioni creditizie si è alquanto differenziata da quella del 1966. In quell'anno, a causa della carenza di liquidità, i residenti S.U., e principalmente le banche, avevano assorbito quasi tre quarti dei nuovi fondi affluiti sul mercato, mentre l'altro quarto all'incirca si era diretto verso altri paesi fuori del gruppo (esclusi gli Stati Uniti); i crediti ricevuti da prenditori finali nell'ambito dei paesi dichiaranti non avevano invece fatto registrare apprezzabili variazioni. Nel 1967 i residenti S.U. pare abbiano preso a prestito solamente un quarto dei nuovi fondi; più di metà è stata addebitata a paesi fuori dell'area mentre all'interno di questa i prenditori finali hanno accresciuto sensibilmente il volume dei loro debiti.

Altra caratteristica del 1967 è stato il maggiore peso che gli interventi delle istituzioni monetarie ufficiali hanno avuto nello stabilizzare il mercato. Al tempo della crisi nel Medio Oriente, ed in alcune occasioni nel corso del quarto trimestre, la BRI ha utilizzato il suo impegno di riporto in dollari con la Riserva federale, investendone il ricavato sul mercato dell'eurodollaro. Verso la fine di novembre la Bundesbank ha cominciato ad offrire alle banche commerciali dollari a riporto a saggi preferenziali e non ha limitato, come qualche altra volta, l'impiego dei dollari concessi a mezzo di tali facilitazioni all'acquisto di buoni del Tesoro americano. Infine, le banche centrali del Belgio, dei Paesi Bassi e della Svizzera hanno cooperato con le autorità monetarie degli Stati Uniti nel sostenere il dollaro sui mercati a termine. Con l'aiuto di questi interventi stabilizzatori ufficiali, il mercato delle eurodivise ha continuato nel 1967 e nel primo trimestre del 1968 a svolgere la sua funzione di mercato monetario e creditizio veramente internazionale.

*Posizioni globali sull'estero.* Prima di esaminare nei loro dettagli i dati relativi al mercato delle eurodivise, può essere utile uno sguardo d'insieme alle posizioni

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

Paesi	Fine mese	Passività		Attività		Posizione netta		
		Valuta nazionale	Valute estere	Valuta nazionale	Valute estere	Valuta nazionale	Valute estere	Totale
milioni di dollari S.U.								
Belgio-Lussemburgo	1966 Dicembre	400	1.640	140	1.240	— 260	— 400	— 660
	1967 Marzo	390	1.580	170	1.190	— 220	— 390	— 610
	Giugno	440	1.730	170	1.270	— 270	— 460	— 730
	Settembre	460	1.840	190	1.310	— 270	— 530	— 800
	Dicembre	490	1.950	190	1.480	— 300	— 470	— 770
Francia . . . . .	1966 Dicembre	820	1.960	230	2.460	— 590	500	— 90
	1967 Marzo	900	1.870	290	2.360	— 610	490	— 120
	Giugno	900	1.900	290	2.480	— 610	580	— 30
	Settembre	980	2.260	310	2.740	— 670	490	— 190
	Dicembre	1.070	2.590	290	2.850	— 780	260	— 520
Germania . . . . .	1966 Dicembre	1.480	390	760	540	— 730	150	— 580
	1967 Marzo	1.280	320	920	920	— 360	600	240
	Giugno	1.360	340	1.180	1.000	— 180	660	480
	Settembre	1.460	330	1.330	990	— 130	660	530
	Dicembre	1.830	350	1.230	1.170	— 600	820	220
Italia . . . . .	1966 Dicembre	440	2.520	190	2.730	— 250	210	— 40
	1967 Marzo	460	2.250	200	2.320	— 260	70	— 190
	Giugno	510	2.270	170	2.220	— 340	— 50	— 390
	Settembre	470	2.600	200	2.560	— 270	— 40	— 310
	Dicembre	550	2.920	200	2.940	— 350	20	— 330
Paesi Bassi . . . . .	1966 Dicembre	440	1.120	320	1.200	— 120	80	— 40
	1967 Marzo	480	1.000	330	1.080	— 150	80	— 70
	Giugno	510	1.120	300	1.120	— 210	—	— 210
	Settembre	490	1.190	300	1.240	— 190	50	— 140
	Dicembre	520	1.120	290	1.200	— 230	80	— 150
Regno Unito . . . . .	1966 Dicembre	5.610	8.360	3.530	8.460	— 2.080	100	— 1.980
	1967 Marzo	6.050	8.550	3.570	8.250	— 2.480	— 300	— 2.780
	Giugno	6.180	9.060	3.740	8.820	— 2.440	— 240	— 2.680
	Settembre	5.720	10.010	3.700	9.860	— 2.020	— 150	— 2.170
	Dicembre	4.770	10.390	3.270	10.480	— 1.500	90	— 1.410
Svezia . . . . .	1966 Dicembre	180	310	60	550	— 120	240	120
	1967 Marzo	160	320	70	530	— 90	210	120
	Giugno	180	310	60	620	— 120	310	190
	Settembre	200	350	80	690	— 120	340	220
	Dicembre	190	270	100	630	— 90	360	270
Svizzera . . . . .	1966 Dicembre	1.810	2.230	1.390	2.690	— 420	460	40
	1967 Marzo	1.910	2.280	1.600	2.940	— 310	660	350
	Giugno	2.170	2.510	1.610	3.360	— 560	850	290
	Settembre	2.170	2.660	1.700	3.610	— 470	850	480
	Dicembre	2.450	2.800	1.750	3.480	— 700	680	— 20
Totale . . . . .	1966 Dicembre	11.190	18.530	6.620	19.870	— 4.570	1.340	— 3.230
	1967 Marzo	11.630	18.170	7.150	19.590	— 4.480	1.420	— 3.060
	Giugno	12.250	19.240	7.520	20.890	— 4.730	1.650	— 3.080
	Settembre	11.950	21.240	7.810	23.000	— 4.140	1.760	— 2.380
	Dicembre	11.870	22.390	7.320	24.230	— 4.550	1.640	— 2.710
Canada . . . . .	1966 Dicembre	510	2.160	60	2.970	— 450	610	360
	1967 Marzo	560	2.060	70	2.630	— 490	570	80
	Giugno	510	2.260	70	2.890	— 440	630	190
	Settembre	510	2.190	70	3.030	— 440	840	400
	Dicembre	540	2.400	60	3.560	— 480	1.180	680
Giappone . . . . .	1966 Dicembre	320	2.840	—	3.260	— 320	420	100
	1967 Marzo	320	3.100	—	3.210	— 320	110	— 210
	Giugno	330	3.410	—	3.360	— 330	— 50	— 380
	Settembre	350	3.450	—	3.490	— 350	40	— 310
	Dicembre	370	3.740	—	3.700	— 370	40	— 410

\* I dati di questa tabella sono in parte ricavati da serie diverse da quelle utilizzate nel resto di questo capitolo e non sono quindi strettamente confrontabili con esse.

globali a breve verso l'estero delle banche dichiaranti. Due sono le principali caratteristiche che ne emergono. In primo luogo, eccettuato il caso della Germania, le posizioni delle banche verso l'estero in valuta nazionale sono considerevolmente inferiori a quelle in valuta estera. Questo vale anche per il Regno Unito, la cui moneta è largamente utilizzata per il finanziamento del commercio internazionale. Considerando gli otto paesi europei nel loro insieme, a fine 1967 un terzo soltanto delle passività globali bancarie verso l'estero e meno di un quarto delle loro attività sono rappresentati da valuta nazionale. Nel caso del Canada e del Giappone, ancora minore è stata l'aliquota costituita da tale valuta. In secondo luogo, senza eccezione, i saldi netti delle posizioni sull'estero in valuta nazionale sono stati negativi. In Canada, Germania, Svezia e Svizzera le passività nette esterne nelle rispettive valute sono state peraltro generalmente più che compensate dalle attività nette sull'estero in valuta estera. I saldi netti delle posizioni esterne in valuta straniera sono stati prevalentemente negativi nei soli casi del Belgio e del Regno Unito.

Per quanto riguarda i principali movimenti verificatisi nel corso del 1967, le attività totali sull'estero delle banche dei paesi europei dichiaranti sono salite di circa \$5,1 miliardi, mentre le passività sono aumentate di \$4,5 miliardi. La maggior parte di tali incrementi ha riguardato le posizioni in valuta estera. L'esiguità del contributo apportato dalla componente in valuta nazionale è stata in parte determinata dalle conversioni in altre valute effettuate dai detentori esteri di saldi in sterline; le passività esterne in tale moneta delle banche del Regno Unito sono scemate di \$840 milioni, mentre quelle in valute estere si sono dilatate di \$2.030 milioni. Per contro, nel caso della Svizzera, l'aumento dei debiti delle banche stilati in valuta nazionale ha superato quello delle passività in valuta estera mentre, per quanto concerne le banche tedesche, al considerevole incremento denunciato dalla posizione passiva in moneta nazionale ha fatto riscontro la flessione registrata da quella in valuta estera.

*Posizioni esterne in valuta estera.* Sul mercato delle eurodivise vero e proprio le passività bancarie verso l'estero dei paesi dichiaranti espresse in dollari, marchi tedeschi, franchi svizzeri, sterline, franchi francesi, fiorini olandesi e lire italiane sono salite nell'insieme di \$3.810 milioni sino a raggiungere \$22.120 milioni, mentre le attività si sono dilatate di \$4.530 milioni, toccando così il livello di \$24.440 milioni. Tali aumenti, pur risultando leggermente inferiori rispetto all'anno precedente, quando crediti e debiti si erano accresciuti rispettivamente di \$4.140 e 4.760 milioni, appaiono tuttavia molto cospicui sotto ogni punto di vista.

Per quanto riguarda le singole valute, il dollaro ha coperto oltre l'85 % dell'incremento delle passività, mentre il rimanente 15 % all'incirca è stato costituito dalle monete di altri sei paesi dichiaranti. L'aumento dei debiti in dollari, pari a \$3.260 milioni, è stato inferiore di \$110 milioni a quello del 1966. Il secondo incremento in ordine di ampiezza ha riguardato le passività in marchi tedeschi, che si sono dilatate di \$700 milioni; quelle in franchi francesi per contro, aumentate nel 1966 di \$460 milioni, sono diminuite di \$430 milioni. Questo minor utilizzo di franchi francesi è dovuto al fatto che, contrariamente al 1966, i debiti contratti con l'estero dalle banche del Belgio per conto del Tesoro sono stati espressi, invece

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

Paesi	Fine mese	Dollari S.U.		Altre valute <sup>1</sup>		Totale		
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto
milioni di dollari S.U.								
Belgio-Lussemburgo	1966 Dicembre	670	740	940	440	1.610	1.180	— 430
	1967 Marzo	680	690	840	460	1.520	1.140	— 380
	Giugno	750	730	970	490	1.720	1.220	— 500
	Settembre	790	800	1.030	460	1.820	1.260	— 560
	Dicembre	890	980	1.050	470	1.940	1.450	— 490
Francia <sup>2</sup>	1966 Dicembre	1.330	1.860	630	600	1.960	2.460	500
	1967 Marzo	1.170	1.620	700	740	1.870	2.360	490
	Giugno	1.020	1.660	880	920	1.900	2.480	580
	Settembre	1.290	1.780	970	960	2.260	2.740	480
	Dicembre	1.700	1.890	890	970	2.590	2.860	270
Germania	1966 Dicembre	330	400	50	120	380	520	140
	1967 Marzo	260	760	50	130	310	890	580
	Giugno	270	790	60	190	330	980	650
	Settembre	250	810	70	160	320	970	650
	Dicembre	280	1.030	50	110	330	1.140	810
Italia	1966 Dicembre	1.930	2.090	590	640	2.520	2.730	210
	1967 Marzo	1.640	1.690	610	640	2.250	2.330	80
	Giugno	1.640	1.670	630	550	2.270	2.220	— 50
	Settembre	1.820	1.980	780	580	2.600	2.560	— 40
	Dicembre	2.140	2.260	780	690	2.920	2.940	20
Paesi Bassi	1966 Dicembre	790	550	350 <sup>3</sup>	510 <sup>3</sup>	1.140	1.060	— 80
	1967 Marzo	690	470	330 <sup>3</sup>	600 <sup>3</sup>	1.020	1.070	50
	Giugno	730	480	390 <sup>3</sup>	610 <sup>3</sup>	1.120	1.090	— 30
	Settembre	780	600	400 <sup>3</sup>	580 <sup>3</sup>	1.180	1.180	—
	Dicembre	810	650	300 <sup>3</sup>	480 <sup>3</sup>	1.110	1.130	20
Regno Unito	1966 Dicembre	7.590	7.310	680	900	8.270	8.210	— 60
	1967 Marzo	7.760	6.960	700	1.020	8.460	7.980	— 480
	Giugno	8.130	7.650	790	890	8.920	8.540	— 380
	Settembre	9.070	8.520	790	1.020	9.860	9.540	— 320
	Dicembre	9.560	9.190	670	990	10.230	10.180	— 50
Svezia	1966 Dicembre	190	330	140	200	330	530	200
	1967 Marzo	210	300	100	200	310	500	190
	Giugno	210	320	90	270	300	590	290
	Settembre	230	440	120	220	350	660	310
	Dicembre	170	350	90	260	260	610	350
Svizzera <sup>4</sup>	1966 Dicembre	1.890	2.780	210	440	2.100	3.220	1.120
	1967 Marzo	1.920	2.780	260	500	2.180	3.280	1.100
	Giugno	2.100	3.280	310	650	2.410	3.930	1.520
	Settembre	2.260	3.310	310	680	2.570	3.990	1.420
	Dicembre	2.430	3.520	310	610	2.740	4.130	1.390
Totale	1966 Dicembre	14.720	16.060	3.590	3.850	18.310	19.910	1.600
	1967 Marzo	14.330	15.260	3.590	4.290	17.920	19.560	1.630
	Giugno	14.950	16.580	4.120	4.470	18.970	21.050	2.080
	Settembre	16.490	18.240	4.470	4.660	20.960	22.900	1.940
	Dicembre	17.980	19.870	4.140	4.570	22.120	24.440	2.320
Canada	1966 Dicembre	2.150	2.890	10 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2.160	2.970	810
	1967 Marzo	2.040	2.550	20 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2.060	2.630	570
	Giugno	2.250	2.810	10 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2.260	2.890	630
	Settembre	2.170	2.950	10 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2.180	3.030	850
	Dicembre	2.400	3.510	10 <sup>5</sup>	70 <sup>5</sup>	2.410	3.580	1.170
Giappone	1966 Dicembre	2.550	2.870	300	380	2.850	3.250	400
	1967 Marzo	2.820	2.890	280	310	3.100	3.200	100
	Giugno	3.130	3.000	290	340	3.420	3.340	— 80
	Settembre	3.180	3.120	290	350	3.470	3.470	—
	Dicembre	3.490	3.340	260	340	3.750	3.680	— 70

<sup>1</sup> Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. <sup>2</sup> Soltanto verso le banche. <sup>3</sup> Soltanto sterline, franchi svizzeri e marchi tedeschi; compresi franchi francesi a partire dal marzo 1967. <sup>4</sup> Comprende le attività in eurodovise della BRI. <sup>5</sup> Tutte le altre valute, ma principalmente sterline.

**Banche commerciali di dieci paesi: Passività e attività a breve  
in alcune valute estere verso non residenti,  
escluse le posizioni verso il paese di emissione della relativa valuta.**

Paesi	Fine mese	Dollari S.U.		Altre valute <sup>1</sup>		Totale			
		Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Netto	
milioni di dollari S.U.									
Belgio-Lussemburgo	1966 Dicembre	560	560	620	110	1.180	670	— 510	
	1967	Marzo	560	460	490	110	1.050	570	— 480
		Giugno	590	490	550	100	1.140	590	— 550
		Settembre	610	540	640	120	1.250	660	— 590
	Dicembre	730	700	720	160	1.450	660	— 590	
Francia <sup>2</sup>	1966 Dicembre	1.230	1.270	430	360	1.660	1.630	— 30	
	1967	Marzo	1.010	1.130	400	420	1.410	1.550	140
		Giugno	940	1.220	480	400	1.420	1.620	200
		Settembre	1.130	1.350	440	550	1.570	1.900	330
	Dicembre	1.480	1.360	580	600	2.060	1.960	— 100	
Germania	1966 Dicembre	260	260	20	10	280	270	— 10	
	1967	Marzo	200	630	20	20	220	650	430
		Giugno	190	630	20	20	210	650	440
		Settembre	210	680	30	10	240	690	450
	Dicembre	240	680	20	10	260	690	430	
Italia	1966 Dicembre	1.700	1.870	390	390	2.090	2.260	170	
	1967	Marzo	1.440	1.520	330	310	1.770	1.830	60
		Giugno	1.480	1.480	350	250	1.830	1.730	— 100
		Settembre	1.670	1.750	420	330	2.090	2.080	— 10
	Dicembre	1.990	2.010	450	420	2.440	2.430	— 10	
Paesi Bassi	1966 Dicembre	720	470	220 <sup>3</sup>	170 <sup>3</sup>	940	640	— 300	
	1967	Marzo	610	370	200 <sup>3</sup>	170 <sup>3</sup>	810	540	— 270
		Giugno	640	380	240 <sup>3</sup>	230 <sup>3</sup>	880	610	— 270
		Settembre	690	500	240 <sup>3</sup>	250 <sup>3</sup>	930	750	— 180
	Dicembre	740	520	170 <sup>3</sup>	270 <sup>3</sup>	910	790	— 120	
Regno Unito	1966 Dicembre	6.640	3.830	.	.	.	.	.	
	1967	Marzo	6.730	3.710	.	.	.	.	.
		Giugno	7.170	4.330	.	.	.	.	.
		Settembre	8.060	4.380	.	.	.	.	.
	Dicembre	8.180	5.120	.	.	.	.	.	
Svezia	1966 Dicembre	160	240	60	50	220	290	70	
	1967	Marzo	160	220	60	40	220	260	40
		Giugno	190	250	50	60	240	310	70
		Settembre	210	310	50	60	260	370	110
	Dicembre	150	250	50	80	200	330	130	
Svizzera <sup>4</sup>	1966 Dicembre	1.750	2.300	130	140	1.880	2.440	560	
	1967	Marzo	1.760	2.280	170	140	1.930	2.420	490
		Giugno	1.920	2.760	190	190	2.110	2.950	840
		Settembre	2.050	2.850	210	210	2.260	3.060	800
	Dicembre	2.120	2.990	190	240	2.310	3.230	920	
Totale	1966 Dicembre	13.020	10.800	.	.	.	.	.	
	1967	Marzo	12.470	10.320	.	.	.	.	.
		Giugno	13.120	11.540	.	.	.	.	.
		Settembre	14.630	12.360	.	.	.	.	.
	Dicembre	15.630	13.630	.	.	.	.	.	
Canada	1966 Dicembre	1.450	930	— <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1.450	970	— 480	
	1967	Marzo	1.320	930	10 <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1.330	970	— 360
		Giugno	1.520	1.080	10 <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1.530	1.120	— 410
		Settembre	1.540	980	10 <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1.550	1.020	— 530
	Dicembre	1.620	1.300	— <sup>5</sup>	30 <sup>5</sup>	1.620	1.330	— 290	
Giappone	1966 Dicembre	610	790	70	230	680	1.020	340	
	1967	Marzo	720	770	60	180	780	950	170
		Giugno	850	790	60	190	910	980	70
		Settembre	960	800	70	210	1.030	1.010	— 20
	Dicembre	990	830	60	190	1.050	1.020	— 30	

<sup>1</sup> Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. <sup>2</sup> Soltanto verso le banche. <sup>3</sup> Soltanto sterline, franchi svizzeri e marchi tedeschi; compresi franchi francesi a partire dal marzo 1967. <sup>4</sup> Compresa le attività in eurodivise della BRI. <sup>5</sup> Tutte le altre valute, ma principalmente sterline.

che in franchi francesi, in altre valute e principalmente in marchi tedeschi. La quota rappresentata dal dollaro nell'espansione delle attività, pari all'84 %, è risultata notevolmente minore che non nell'anno precedente quando, a seguito della sostenuta domanda di eurodollari da parte delle banche americane, si era ugualgiata al 94 %. Per quanto concerne le altre valute dichiarate, il quadro è pressochè uguale a quello presentato dalle passività. La maggiore espansione ha riguardato i crediti in marchi tedeschi, mentre quelli in franchi francesi hanno accusato una flessione. Le attività in sterline, che nel 1966 erano scese di \$180 milioni, sono aumentate di \$70 milioni; l'intero incremento si è peraltro verificato nel primo semestre del 1967, poichè nella seconda metà dette attività hanno registrato una riduzione di \$470 milioni, parte della quale va ascritta alle conseguenze della svalutazione.

Variazioni nelle posizioni esterne delle banche in alcune valute estere.

Voci	1965	1966	1967	Importo totale in essere a fine 1967
milioni di dollari S.U.				
<b>Banche europee dichiaranti</b>				
<b>Passività</b>				
Dollari . . . . .	+ 1.710	+ 3.370	+ 3.260	17.980
Altre valute* . . . . .	+ 250	+ 770	+ 550	4.140
<i>di cui</i>				
Sterline . . . . .	- 40	- 20	+ 90	800
Franchi svizzeri . . . . .	+ 110	+ 290	+ 180	1.400
Marchi tedeschi . . . . .	+ 100	+ 100	+ 700	1.670
Franchi francesi . . . . .	+ 30	+ 460	- 430	160
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 1.960</b>	<b>+ 4.140</b>	<b>+ 3.810</b>	<b>22.120</b>
<b>Attività</b>				
Dollari . . . . .	+ 2.590	+ 4.470	+ 3.810	19.870
Altre valute* . . . . .	+ 520	+ 290	+ 720	4.570
<i>di cui</i>				
Sterline . . . . .	+ 40	- 180	+ 70	870
Franchi svizzeri . . . . .	+ 80	+ 170	+ 180	1.110
Marchi tedeschi . . . . .	+ 300	+ 30	+ 630	2.050
Franchi francesi . . . . .	+ 40	+ 320	- 210	240
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 3.110</b>	<b>+ 4.760</b>	<b>+ 4.530</b>	<b>24.440</b>
<b>Banche canadesi</b>				
Passività . . . . .	- 210	- 240	+ 250	2.410
Attività . . . . .	- 600	+ 190	+ 610	3.580
<b>Banche giapponesi</b>				
Passività . . . . .	+ 180	- 60	+ 900	3.750
Attività . . . . .	+ 390	+ 250	+ 430	3.680

\* Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane.

Nel complesso, il dollaro ha conservato il proprio predominio in seno al mercato delle eurodivise e, alla fine di dicembre, ha rappresentato l'81 % delle posizioni passive ed attive. Secondo è stato il marco tedesco, con un'aliquota dell'8 %, seguito a qualche distanza dal franco svizzero. Le posizioni in sterline si sono ragguagliate solamente alla metà di quelle in marchi tedeschi e molto modeste sono risultate le attività e passività nelle altre tre valute dichiarate. L'impiego del marco tedesco e del franco svizzero è stato incoraggiato nel 1967 dalle condizioni

relativamente favorevoli dei mercati monetari in Germania ed in Svizzera, nonché dagli alti premi applicati per le operazioni a termine nelle due valute. L'importanza relativa della sterlina, per contro, è diminuita negli ultimi anni a seguito delle difficoltà in cui si è andata dibattendo la bilancia dei pagamenti del Regno Unito.

Le posizioni esterne lorde in valuta estera delle banche canadesi e giapponesi, che hanno comunque solo in parte natura di eurodivise, si sono sensibilmente sviluppate nel 1967. In Canada le attività delle banche sull'estero sono aumentate di \$610 milioni e le passività di \$250 milioni: il risultante incremento di \$360 milioni nel saldo attivo, circa metà del quale ha riguardato gli Stati Uniti, ha trovato la propria contropartita nell'aumento di \$440 milioni delle passività nette in valuta estera verso residenti. La maggior parte di questo aumento ha avuto luogo nell'ultimo trimestre del 1967, in cui lo sconto relativamente alto applicato sul dollaro canadese a termine e gli alti saggi correnti sul mercato dell'eurodollaro e su quello monetario S. U. hanno consentito alle banche canadesi di offrire rendimenti molto attraenti sui depositi in valuta estera, non soggetti alle riserve di liquidità infruttifere che si applicano ai depositi in valuta nazionale. Gli sviluppi delle posizioni esterne delle banche giapponesi sono stati influenzati dall'inasprimento delle condizioni creditizie all'interno del paese e dalla maggiore elasticità con cui, alla luce del saldo passivo della bilancia dei pagamenti, sono state applicate le direttive riguardanti l'indebitamento delle banche sul mercato delle eurodivise. Le passività, che nel 1966 si erano ridotte di \$60 milioni, sono salite di \$900 milioni, mentre le attività hanno fatto registrare un incremento di \$430 milioni; peraltro, \$530 milioni dei maggiori debiti e praticamente tutti i nuovi crediti sono sorti nei confronti degli Stati Uniti.

*Sviluppo del mercato dell'eurodollaro.* L'aumento delle posizioni in dollari verso l'estero delle banche europee dichiaranti ha presentato nel 1967 una distribuzione geografica completamente diversa da quella dell'anno precedente. La quota rappresentata sull'aumento globale delle passività dai nuovi debiti sorti nei confronti di paesi al di fuori del gruppo, che nel 1966 era stata pari soltanto al 38 % circa, si è ragguagliata al 56 % nel 1967. In larga misura, la maggiore importanza acquistata dai paesi non appartenenti al gruppo quali fonti di eurodollari è stata determinata dallo sviluppo della posizione nei confronti dell'America del Nord. L'espansione delle passività verso gli Stati Uniti si è fatta più rapida, passando fra il 1966 ed il 1967 da \$320 a 670 milioni; i debiti verso il Canada sono pure aumentati da \$100 a 240 milioni. Alquanto sorprendente appare, in special modo, il cospicuo volume dei fondi affluiti dagli Stati Uniti, in gran parte nel corso dell'ultimo trimestre. Nel 1966 l'aumento di siffatte passività era stato determinato in considerevole misura dal deposito dei fondi raccolti sul mercato delle euroemissioni dalle società statunitensi in vista di future necessità, mentre, nel 1965, l'offerta di eurodollari da parte di residenti S. U. era stata quasi insignificante. L'ampio afflusso dell'ultimo trimestre 1967 può invece avere ricevuto impulso dagli elevati saggi d'interesse applicati in quel periodo sul mercato dell'eurodollaro, nonché dalla previsione di un ulteriore inasprimento delle misure restrittive riguardanti la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Anche gran parte dell'aumento verificatosi nelle passività verso il Canada ha avuto luogo nel corso dell'ultimo trimestre del 1967.

**Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti.**

Voci	Passività				Attività			
	Variazioni nel			Importo in essere a fine 1967	Variazioni nel			Importo in essere a fine 1967
	1965	1966	1967		1965	1966	1967	
milioni di dollari S.U.								
<b>Fuori dell'area</b>								
Altri paesi dell'Europa occidentale . . . . .	+ 50	+ 240	+ 310	1.400	+ 290	+ 220	+ 330	1.220
Europa orientale . . . . .	+ 30	+ 70	+ 110	470	+ 80	+ 130	+ 100	770
Canada . . . . .	- 320	+ 100	+ 240	900	+ 250	- 50	+ 120	740
Giappone . . . . .	+ 10	-	+ 20	70	+ 70	+ 160	+ 360	1.030
America latina . . . . .	+ 110	+ 120	+ 110	950	+ 90	+ 70	+ 310	760
Medio Oriente . . . . .	+ 170	+ 150	+ 120	1.120	+ 60	+ 20	+ 120	310
Altri paesi . . . . .	+ 110	+ 270	+ 260	1.360	+ 150	+ 120	+ 310	700
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 160</b>	<b>+ 950</b>	<b>+ 1.170</b>	<b>6.290</b>	<b>+ 990</b>	<b>+ 670</b>	<b>+ 1.650</b>	<b>5.530</b>
<b>Stati Uniti . . . . .</b>	<b>+ 110</b>	<b>+ 320</b>	<b>+ 670</b>	<b>2.360</b>	<b>+ 190</b>	<b>+ 2.260</b>	<b>+ 960</b>	<b>6.230</b>
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 270</b>	<b>+ 1.270</b>	<b>+ 1.840</b>	<b>8.650</b>	<b>+ 1.180</b>	<b>+ 2.930</b>	<b>+ 2.610</b>	<b>11.760</b>
<b>All'interno dell'area</b>								
Belgio . . . . .	+ 70	+ 300	+ 150	790	+ 50	+ 90	+ 90	550
Francia . . . . .	+ 290	+ 200	+ 180	1.220	+ 170	+ 190	+ 230	1.130
Germania . . . . .	+ 50	+ 50	+ 550	790	-	+ 110	- 160	320
Italia . . . . .	+ 620	+ 270	+ 80	1.590	+ 190	+ 120	+ 120	1.310
Paesi Bassi . . . . .	+ 30	+ 120	+ 100	510	+ 140	+ 200	+ 20	590
Regno Unito . . . . .	- 130	+ 290	+ 40	1.380	+ 660	+ 600	+ 770	3.230
Svezia . . . . .	+ 20	+ 20	+ 30	180	+ 70	+ 20	+ 20	200
Svizzera . . . . .	+ 490	+ 950	+ 290	2.870	+ 130	+ 210	+ 110	780
<b>Totale . . . . .</b>	<b>+ 1.440</b>	<b>+ 2.100</b>	<b>+ 1.420</b>	<b>9.330</b>	<b>+ 1.410</b>	<b>+ 1.540</b>	<b>+ 1.200</b>	<b>8.110</b>
<b>Totale complessivo . . . . .</b>	<b>+ 1.710</b>	<b>+ 3.370</b>	<b>+ 3.260</b>	<b>17.980</b>	<b>+ 2.590</b>	<b>+ 4.470</b>	<b>+ 3.810</b>	<b>19.870</b>

Le posizioni debitorie nei confronti di altri paesi fuori del gruppo, diversi dagli Stati Uniti e dal Canada, sono salite di \$930 milioni, e quindi di \$80 milioni più che nel 1966: nell'ambito di tale importo i più cospicui incrementi sono stati quelli riferentisi agli "Altri paesi dell'Europa occidentale" ed ai paesi dell'Europa orientale.

L'aumento delle passività verso i paesi dichiaranti, pari a \$1.420 milioni, è stato inferiore di \$680 milioni a quello del 1966. La flessione si è verificata principalmente nei confronti di tre paesi. Nonostante il considerevole miglioramento di cui ha fruito in Svizzera la situazione di liquidità, le passività nei confronti di questo paese, che nel 1966 erano salite di \$850 milioni, si sono accresciute soltanto di \$290 milioni. Questo diverso andamento va principalmente attribuito agli avvenimenti occorsi durante l'ultimo trimestre in ciascuno dei due anni considerati: nel 1966, cospicui impieghi di fine anno sono stati effettuati dalla BRI e dalla Banca nazionale svizzera, mentre i depositi di eurodollari del settore privato nazionale si sono dilatati di circa \$80 milioni; nel 1967 invece il settore privato, sollecitato dalla crisi valutaria internazionale, ha ritirato dal mercato quasi \$300 milioni ed il volume globale degli impieghi di fine anno della BRI e della Banca nazionale si è uguagliato soltanto a circa metà di quelli posti in essere l'anno precedente (vedasi anche pagina 167). In conclusione, mentre nell'ultimo trimestre del 1966 le passività delle banche europee dichiaranti nei confronti della Svizzera

si erano accresciute di ben \$700 milioni, nel corrispondente periodo del 1967 il relativo incremento è risultato di soli \$20 milioni. Gran parte dei \$290 milioni, che rappresentano l'aumento delle predette passività nel corso dell'intero 1967, ha principalmente rispecchiato la riesportazione da parte delle banche svizzere di fondi ad esse affluiti durante la crisi del Medio Oriente.

La ridotta espansione delle posizioni debitorie nei confronti del Regno Unito, passata fra il 1966 ed il 1967 da \$290 a 40 milioni, sta a significare come nel corso dell'ultimo anno non si sia praticamente verificato alcun flusso di eurodollari attraverso le banche di tale paese verso quelle degli altri paesi europei dichiaranti. L'aumento delle passività verso l'Italia, ragguagliatosi a \$80 milioni, è stato inferiore di \$190 milioni a quello del 1966: la ragione sta nel fatto che, diversamente dal precedente biennio, non si è ulteriormente assistito ad alcun notevole incremento nel volume dei dollari che le banche italiane prendono a riporto dall'Ufficio italiano dei cambi.

Per contro, l'espansione dell'indebitamento nei confronti della Germania è stata più forte nel 1967 che non nel 1966 (rispettivamente \$550 e 50 milioni). Nonostante l'importo di \$630 milioni ottenuto in dollari dalle banche tedesche a mezzo delle operazioni di riporto effettuate in novembre e dicembre con la Bundesbank, solamente \$60 milioni dell'aumento intervenuto nel 1967 nelle passività verso la Germania delle altre banche dichiaranti vanno ascritti all'ultimo trimestre di tale anno. E' stata questa in parte una conseguenza del fatto che i suddetti dollari ottenuti a riporto hanno in larga misura preso semplicemente il posto dei fondi precedentemente ritirati dalle banche tedesche medesime. Inoltre, le banche medesime hanno utilizzato nell'acquisto di titoli del mercato monetario americano una parte dei dollari presi a riporto, i quali non sono così andati ad incrementare l'offerta di fondi sul mercato dell'eurodollaro.

Per quanto riguarda gli impieghi, le attività nei confronti degli Stati Uniti — il cui aumento di \$2.260 milioni aveva costituito la principale caratteristica del 1966 — sono salite durante lo scorso anno di \$960 milioni: di questi, circa \$200 milioni hanno rappresentato la contropartita dei sopra accennati acquisti di titoli del mercato monetario S.U. effettuati dalle banche tedesche, mentre la parte rimanente, come già nel 1966, ha principalmente rispecchiato l'indebitamento delle banche americane sul mercato dell'eurodollaro. L'ampiezza assai minore di tale indebitamento, derivante dalle meno tese condizioni di liquidità delle banche interessate, ha migliorato le possibilità per gli altri prenditori di prestiti sul mercato dell'eurodollaro. Ed in effetti, i crediti verso altri paesi al di fuori del gruppo si sono dilatati di \$1.650 milioni. Questo incremento, superiore di ben due volte e mezzo a quello verificatosi nel 1966, si è variamente distribuito, anche se la maggior parte di esso va addebitata alle banche giapponesi. Inoltre le attività sul Canada, che nel 1966 si erano ridotte di \$50 milioni, sono aumentate di \$120 milioni.

L'aumento dei crediti verso i paesi dichiaranti, pari a \$1.200 milioni, è stato inferiore di \$340 milioni a quello dell'anno precedente. La flessione è stata particolarmente pronunciata nelle posizioni verso la Germania, i Paesi Bassi e la Svizzera, tre paesi che nel corso del 1967 hanno visto rallentare lo sviluppo del-

l'attività economica e migliorare considerevolmente la situazione della liquidità interna. Nel caso della Germania vi è stato un effettivo capovolgimento di tendenza in quanto i crediti verso tale paese, che nel 1966 erano aumentati di \$110 milioni, sono diminuiti di \$160 milioni nel corso del 1967. Come negli anni precedenti, il più forte incremento di attività si è verificato nei confronti del Regno Unito (\$770 milioni), principalmente a seguito del flusso di eurodollari che, attraverso il sistema bancario di tale paese, si è diretto dalle banche degli altri paesi europei dichiaranti verso paesi fuori del gruppo.

*Dimensione netta del mercato dell'eurodollaro.* La tabella a pagina 164 indica le principali direzioni verso le quali si sono incanalati i flussi di eurodollari, senza peraltro pretendere di fornire l'effettiva consistenza del credito erogato attraverso il mercato. Da un lato, le cifre sono gonfiate dal considerevole importo dei depositi interbancari e da alcune posizioni che poco hanno a che vedere con il mercato delle eurodivise; dall'altro, i dati medesimi non includono, ad esempio, le posizioni in valuta estera nei confronti dei residenti, nè possono interamente riflettere il volume dei dollari ottenuti od utilizzati nell'ambito delle operazioni di riporto di, o contro, valuta nazionale o di paesi terzi. I dati contenuti nella tabella seguente, rettificati tenendo approssimativamente conto dei fattori suddetti, forniscono una stima dell'ampiezza del mercato dell'eurodollaro. I metodi seguiti

Dimensione del mercato dell'eurodollaro (stime).

Voci	Origini			Impieghi			Importo netto		
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	1965	1966	1967
dati di fine anno, in miliardi di dollari S.U.									
<b>Fuori dell'area</b>									
Stati Uniti . . . . .	0,8	1,1	1,7	1,8	4,1	4,8	+ 1,0	+ 3,0	+ 3,1
Altri paesi . . . . .	4,2	5,1	6,3	3,2	3,9	5,6	- 1,0	- 1,2	- 0,7
<b>Totale . . . . .</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>8,0</b>	<b>10,4</b>	<b>—</b>	<b>+ 1,8</b>	<b>+ 2,4</b>
<b>All'interno dell'area</b>									
Istituti monetari ufficiali . . . . .	2,2	2,9	3,1	—	—	—	- 2,2	- 2,8	- 3,1
Non residenti (escluse le banche)	1,0	1,5	1,9	0,6	0,8	0,7	- 0,4	- 0,7	- 1,2
Residenti non bancari più riporti di o contro valuta nazionale o di paesi terzi* . . . . .	1,8	2,5	3,0	4,4	4,2	4,9	+ 2,6	+ 1,7	+ 1,9
<b>Totale . . . . .</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>—</b>	<b>- 1,8</b>	<b>- 2,4</b>
<b>Dimensione totale netta del mercato . . . . .</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,0</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,0</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

\* Esclusi i riporti eseguiti in base a speciali accordi con Istituti monetari ufficiali ma compresi, nella colonna "Impieghi", gli eurodollari utilizzati dalle banche dichiaranti per scopi di liquidità od operazioni di fine anno (conversione temporanea di dollari nella valuta nazionale).

per giungere a tali stime sono stati illustrati nella trentaseiesima Relazione annuale, ma, per amore di chiarezza, si ritiene opportuno aggiungere qualche ulteriore considerazione. In breve, la tabella riporta l'ammontare (stima) dei crediti in eurodollari erogati attraverso le banche degli otto paesi europei che partecipano alle statistiche dell'eurodollaro. Essa non include il flusso di eurodollari che, nel

loro cammino dal prestatore originale al prenditore finale, non passano prima o poi per almeno una banca dei paesi suddetti. D'altro canto, i dati comprendono il flusso di quei crediti che assumono veste di dollari solamente durante una parte del loro corso. Ad esempio, i fondi in dollari affluiti alle banche del Regno Unito, e da queste reimpiegati sotto forma di marchi tedeschi o di sterline, risultano inclusi nella tabella, tanto sotto la voce "Origini" quanto sotto quella "Impieghi". In certa misura perciò, le stime in discorso contemplano posizioni che nelle altre tabelle appaiono comprese sotto la voce "Altre valute".

Ciò premesso, si può stimare che il mercato dell'eurodollaro si sia ampliato di circa \$3 miliardi sino a raggiungere \$16 miliardi nel corso del 1967. Tenendo conto delle altre valute dichiarate, l'incremento potrebbe essere calcolato intorno a \$3,5 miliardi e la dimensione totale del mercato, a fine 1967, posta alquanto al disopra di \$19 miliardi. Per quanto riguarda le origini dell'aumento di \$3 miliardi, circa \$1,8 miliardi provengono da paesi al di fuori dell'area dichiarante e, di essi, \$0,6 miliardi da residenti degli Stati Uniti; dei rimanenti \$1,2 miliardi affluiti sul mercato dall'interno dell'area circa \$0,3 miliardi provengono dalle istituzioni monetarie ufficiali e sono sostanzialmente costituiti dai dollari dati a riporto dalla Bundesbank alle banche tedesche che li hanno successivamente impiegati sul mercato dell'eurodollaro. Anche gli impieghi effettuati in tale valuta dalla BRI hanno registrato un certo incremento rispetto al 1966, come pure è leggermente salito (\$40 milioni) il volume di dollari che le banche commerciali italiane hanno preso a riporto dall'Ufficio italiano dei cambi. Per contro, la Banca nazionale svizzera, che aveva effettuato ampi depositi di eurodollari alla fine del 1966, non è stata praticamente presente sul mercato al termine dello scorso anno. Il principale motivo sta nel fatto che, in considerazione della situazione valutaria internazionale, le banche svizzere hanno fatto fronte alle necessità di fine anno vendendo direttamente dollari e non, come negli anni precedenti, ricorrendo a riporti temporanei di tale valuta presso la Banca nazionale svizzera. L'incremento di \$0,4 miliardi nell'offerta da parte di "non residenti (escluse le banche)" ha in gran parte avuto origine dai maggiori depositi costituiti presso le banche del Regno Unito da residenti di paesi dell'Europa continentale. I rimanenti \$0,5 miliardi di aumento hanno principalmente rispecchiato un maggior volume di dollari depositati presso le banche dai loro rispettivi residenti.

Per quanto concerne gli impieghi, circa \$2,4 miliardi dei nuovi fondi affluiti sul mercato si sono diretti verso paesi fuori dell'area. Una delle principali ragioni per cui il dato stimato di \$0,7 miliardi relativo all'aumento dei crediti sugli Stati Uniti è minore di quello esposto nella tabella a pagina 164 sta nel fatto che esso non comprende i dollari presi a riporto ed investiti dalle banche tedesche in acquisti di titoli del mercato monetario americano. L'incremento nel 1967 degli impieghi finali di eurodollari nell'ambito dell'area dichiarante può essere stimato nell'ordine di \$0,6 miliardi. Il credito delle banche a residenti non bancari dell'area medesima, esclusi quelli del paese cui appartiene la banca mutuante, è peraltro diminuito di circa \$0,1 miliardi, a seguito soprattutto della minor sostenezza della domanda da parte di residenti tedeschi. Si calcola, per contro, che i prestiti concessi dalle banche dichiaranti ai residenti dei rispettivi paesi e/o i riporti contro valuta nazionale o valuta di paesi terzi siano saliti di circa \$0,7 mi-

liardi, dopo il rallentamento verificatosi, a quel che risulta, nel corso del 1966. Tale diversità tra i due anni trova la sua principale spiegazione nella tendenza delle banche, nel 1966, a ridurre il volume globale dei riporti di dollari contro valuta nazionale o valuta di paesi terzi; l'esempio più significativo a questo proposito è fornito dall'importo di \$430 milioni, principalmente costituito da sterline, che le banche del Regno Unito hanno in tale anno ceduto a riporto contro dollari. Al contrario, nel 1967, a seguito tanto della minore domanda di dollari da parte delle banche americane quanto di un clima di sfiducia favorevole a tali operazioni, sembra che un considerevole ammontare di dollari sia stato convertito in altre valute diverse dalla sterlina. Inoltre, nel caso di uno o due paesi, i prestiti diretti in dollari concessi a residenti nel 1967 hanno registrato un sensibile sviluppo.

Nel quadro delle posizioni nette, il 1967 ha presentato un ulteriore modesto aumento dei crediti accordati agli Stati Uniti ed un crescente indebitamento verso i paesi dell'area dichiarante. Diversamente dal 1966, si è tuttavia ridotta di \$0,5 miliardi l'offerta netta di eurodollari da parte di paesi fuori del gruppo (esclusi gli Stati Uniti). Dal punto di vista dell'espansione del mercato, la principale caratteristica del 1967 è stata quindi rappresentata dal deflusso netto di fondi dai paesi dell'area dichiarante verso paesi esterni diversi dagli Stati Uniti — in primo luogo il Giappone e l'America latina — nonché, in minor misura, verso gli Stati Uniti medesimi.

*Variazioni delle posizioni sull'estero dei singoli paesi.* L'aumento delle passività esterne in valuta estera delle banche del Regno Unito è diminuito fra il 1966 ed il 1967 da \$2.470 a 1.960 milioni, mentre quello relativo alle attività è sceso da \$2.870 a 1.970 milioni. La quota spettante a tali banche nell'espansione totale del mercato, sebbene ancora molto ampia, è stata quindi considerevolmente minore che nell'anno precedente. Questo minore incremento, che, alla luce delle conversioni di sterline in eurodivise effettuate da detentori esteri, può sembrare alquanto paradossale, è stato in parte determinato dal ridotto ammontare dei nuovi debiti contratti dalle filiali londinesi delle banche degli Stati Uniti. Non di meno, a fine 1967, tali filiali coprivano ancora ben più di metà delle posizioni esterne in dollari delle banche del Regno Unito. Un altro motivo del più moderato saggio di espansione è rappresentato dal discreto ammontare delle conversioni in oro di eurodivise e dai ritiri precauzionali di depositi di eurodollari, effettuati in connessione con le crisi della sterlina. Il fatto che la decelerazione del ritmo di sviluppo delle attività sia stata più pronunciata di quella delle passività, va considerato in rapporto all'ampiezza delle conversioni che hanno avuto luogo nel 1966. Nel 1967 le banche britanniche hanno convertito un importo di quasi \$90 milioni da questa valuta nelle altre divise riportate, mentre la loro posizione globale netta in valute estere è rimasta virtualmente immutata. Dei \$1.970 milioni di incremento delle posizioni debitorie in dollari delle banche del Regno Unito, \$430 milioni hanno riguardato gli Stati Uniti e \$230 milioni il Canada. I debiti nei confronti dei residenti tedeschi sono passati da \$120 a 450 milioni. Per quanto concerne le attività, le maggiori variazioni sono rappresentate dagli incrementi di \$580 milioni verso i residenti S. U. e di \$370 milioni nei confronti del Giappone, nonché dalla flessione di \$130 milioni intervenuta nei riguardi della Germania.

**Paesi europei dichiaranti: Posizioni esterne in valuta estera delle banche.**

Banche di	Passività		Attività		Posizioni nette		
	Dollari	Altre valute*	Dollari	Altre valute*	Dollari	Altre valute*	Totale
variazioni da fine 1966 a fine 1967, in milioni di dollari S.U.							
Belgio-Lussemburgo . . . . .	+ 220	+ 110	+ 240	+ 30	+ 20	- 80	- 60
Francia . . . . .	+ 370	+ 260	+ 30	+ 370	- 340	+ 110	- 230
Germania . . . . .	- 50	-	+ 630	- 10	+ 680	- 10	+ 670
Italia . . . . .	+ 210	+ 190	+ 170	+ 40	- 40	- 150	- 190
Paesi Bassi . . . . .	+ 20	- 50	+ 100	- 30	+ 80	+ 20	+ 100
Regno Unito . . . . .	+ 1.970	- 10	+ 1.880	+ 90	- 90	+ 100	+ 10
Svezia . . . . .	- 20	- 50	+ 20	+ 60	+ 40	+ 10	+ 150
Svizzera . . . . .	+ 540	+ 100	+ 740	+ 170	+ 200	+ 70	+ 270
<b>Variazione complessiva</b>	<b>+ 3.260</b>	<b>+ 550</b>	<b>+ 3.810</b>	<b>+ 720</b>	<b>+ 550</b>	<b>+ 170</b>	<b>+ 720</b>

\* Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, franchi francesi, fiorini olandesi, lire italiane.

Gli stessi elementi di sfiducia, che hanno contribuito a frenare l'espansione delle posizioni esterne in valuta estera delle banche britanniche, hanno impresso un ritmo più rapido allo sviluppo delle posizioni delle banche svizzere. Mentre nel 1966 queste ultime non avevano praticamente denunciato alcuna variazione, nel 1967 le passività esterne in valuta estera delle banche svizzere si sono ampliate di \$640 milioni e le attività di \$910 milioni. Se il conseguente miglioramento di \$270 milioni nella posizione netta è stato in parte dovuto ai collocamenti alquanto più ampi effettuati dalla BRI in eurodivise, sembra tuttavia che per più di metà esso sia stato determinato dal reimpiego del denaro rifugiato in Svizzera principalmente a seguito della guerra nel Medio Oriente. Peraltro, se paragonata al miglioramento della liquidità interna e all'ampio afflusso di franchi svizzeri, l'esportazione netta di fondi in divise estere da parte delle banche svizzere è risultata piuttosto modesta: uno dei motivi risiede nel fatto che, in conseguenza del crescente clima di sfiducia, le variazioni dei saggi a termine hanno ridotto i margini di arbitraggio sugli interessi nelle operazioni di riporto, con copertura, di franchi svizzeri.

Fra le banche dichiaranti europee, quelle tedesche, in conseguenza della politica di forti agevolazioni monetarie seguita dalla Bundesbank e della carente domanda interna di credito, hanno registrato la maggior variazione delle loro posizioni nette. La loro situazione debitoria in valuta estera è diminuita di \$50 milioni sino a raggiungere \$330 milioni, mentre le attività si sono dilatate di \$620 milioni toccando \$1.140 milioni: il risultante incremento di \$670 milioni della posizione creditoria netta è stato interamente formato da dollari. Tuttavia, come nel caso della Svizzera, i collocamenti bancari di eurodivise sono stati talvolta limitati dalle condizioni imperanti sui mercati a termine. Considerando nel suo insieme il 1967, la copertura a termine dell'espansione di \$630 milioni registrata dalle attività esterne in dollari delle banche è stata in effetti fornita, a saggi preferenziali, dalla Bundesbank. Nonostante la liquidazione delle operazioni bancarie di fine anno e l'ulteriore incremento di \$230 milioni negli impegni di riporto della Bundesbank, il primo trimestre del 1968 ha visto un'espansione di soli \$110

milioni nelle attività in dollari. Le banche tedesche hanno peraltro investito sul mercato dell'eurodollaro cospicui fondi da esse detenuti sulla piazza di Nuova York; i crediti verso i residenti S. U. sono diminuiti di \$160 milioni mentre sono aumentati di \$230 milioni quelli nei confronti del Regno Unito.

Anche in Francia l'evoluzione delle posizioni sull'estero delle banche è stata influenzata dalle tensioni del mercato valutario internazionale. Diversamente dal caso della Svizzera, la maggior parte dell'aumento dei debiti esterni delle banche francesi è rappresentata dalla componente in valuta estera. Inoltre, circa tre quinti dell'incremento di \$630 milioni registrato da quest'ultima sono costituiti da dollari, mentre quasi l'intero importo di \$400 milioni che è andato ad aumentare le attività è formato da altre valute dichiarate. Pertanto la flessione di \$230 milioni nella posizione netta globale del sistema bancario francese è risultata dalla contrazione di \$340 milioni delle attività nette in dollari e dall'incremento di \$110 milioni dei crediti netti stilati in altre valute estere. Il deterioramento delle posizioni esterne in dollari delle banche sembra essersi verificato principalmente nel mese di novembre, quando esse hanno non solo registrato un cospicuo aumento delle loro passività in dollari, ma nel contempo ridotto la loro posizione creditoria in tale valuta. Sull'importo di \$410 milioni che ha accresciuto i debiti in dollari nell'ultimo trimestre, \$170 milioni erano verso l'Italia, \$100 milioni verso il Regno Unito, altri \$100 milioni nei confronti della Germania e \$50 milioni nei riguardi degli Stati Uniti.

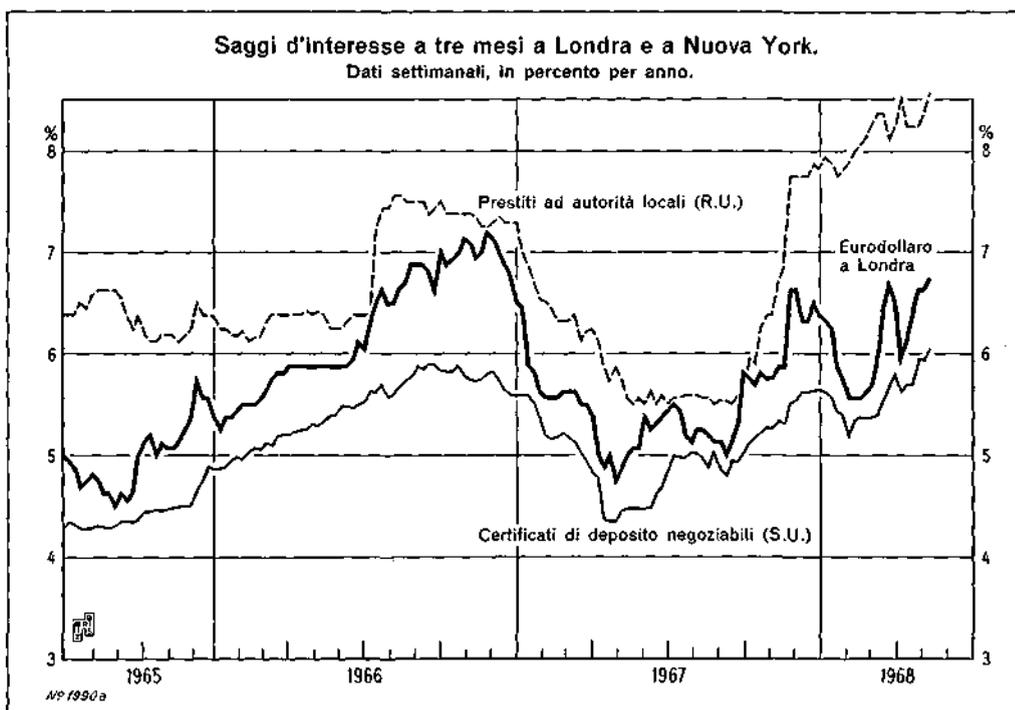
L'aspetto presentato nel 1967 dalle posizioni delle banche italiane ha rispecchiato il rafforzamento della domanda interna di credito e le condizioni alquanto meno tese che durante una parte di esso hanno caratterizzato il mercato delle eurodivise. Le passività esterne in valuta estera sono aumentate di \$400 milioni e la posizione netta, che nel 1965 e 1966 era rispettivamente migliorata di \$590 e 320 milioni, è diminuita di \$190 milioni sino a raggiungere \$20 milioni. I crediti in valuta estera verso residenti hanno subito un aumento di \$190 milioni, salendo a \$2.170 milioni. Quest'ultimo importo costituisce la risultante di considerevoli variazioni nelle valute che lo compongono: i crediti accordati a residenti in dollari e franchi francesi si sono ridotti di \$500 e 150 milioni rispettivamente, mentre quelli in marchi tedeschi e franchi svizzeri si sono dilatati rispettivamente di \$680 e 140 milioni. La spiegazione sta nel fatto che, a seguito dell'ampliarsi del premio nelle operazioni a termine sul dollaro rispetto alle due valute indicate, le banche italiane hanno potuto offrire sui fondi derivanti dalle conversioni di dollari nelle due valute medesime saggi d'interesse considerevolmente inferiori a quelli applicati sui prestiti diretti in dollari.

Nel caso dei Paesi Bassi e della Svezia, dove l'evoluzione congiunturale è stata in genere analoga a quella della Germania, anche se meno pronunciata, le banche dichiaranti, al pari di quelle tedesche, hanno ridotto le loro passività esterne in valuta estera e rafforzato le attività nelle medesime valute. Di conseguenza, la posizione netta delle banche olandesi è migliorata di \$100 milioni e quella delle banche svedesi di \$150 milioni.

Il progresso delle posizioni esterne in valuta estera delle banche del Belgio e del Lussemburgo è stato più lento rispetto al 1966 pur presentandosi ancora

assai notevole: le passività sono salite di \$330 milioni e le attività di \$270 milioni. La risultante flessione di \$60 milioni nella posizione netta è costituita da valute estere diverse dal dollaro. I debiti netti in marchi tedeschi, pressochè inesistenti nel 1966, hanno raggiunto \$370 milioni, mentre quelli in franchi francesi sono diminuiti di \$330 milioni. Alla fine del 1967 il Belgio era il solo paese del gruppo le cui banche avessero registrato una forte posizione negativa netta in valute estere. Il fatto si spiega principalmente col fabbisogno finanziario del Tesoro belga che è solito ricorrere al credito estero in parte per il tramite del sistema bancario nazionale. Se si includono i crediti netti verso residenti, alla fine del 1967 la posizione attiva netta in valute estere delle banche del Belgio ammontava a circa \$60 milioni.

*Andamento dei saggi d'interesse.* Sul mercato delle eurodivise il 1967 si è iniziato con un "pianissimo" per terminare con un "fortissimo". L'attenuazione delle restrizioni monetarie negli Stati Uniti ed in numerosi paesi europei, unitamente ai consueti fattori stagionali, hanno determinato uno spiccato miglioramento del mercato nella seconda quindicina del dicembre 1966 e nel primo quadrimestre del 1967. Le banche degli Stati Uniti hanno rimborsato considerevoli importi dei loro debiti di eurodollari e le banche tedesche, alle prese con il ristagno interno della domanda di credito, hanno effettuato impieghi su vasta scala sul mercato in discorso. Come risultato, sulla piazza di Londra i saggi a tre mesi sull'eurodollaro sono diminuiti fra l'inizio di dicembre e la fine di aprile dalla punta di oltre il 7 al 4,75%. A Nuova York, il premio sui certificati di deposito a tre mesi delle banche S.U., che si era mantenuto superiore all'1% per gran parte dell'ultimo trimestre 1966, si è ristretto a circa tre ottavi di punto.



La flessione dei saggi d'interesse si è accompagnata al ristagno del volume delle operazioni sul mercato: in gennaio si è assistito alla consueta brusca contrazione stagionale ed i tre mesi successivi non hanno portato che modeste variazioni in entrambi i sensi. Poichè, per la maggior parte di questo periodo, i margini di arbitraggio sugli interessi nelle operazioni con copertura si sono mantenuti favorevoli alla sterlina, nel primo trimestre del 1967 le banche del Regno Unito hanno impiegato in titoli del mercato monetario britannico gran parte dei fondi rifluiti dalle banche americane e dai prestiti di fine anno; le loro passività nette esterne in dollari sono così salite di \$520 milioni. Inoltre, le banche dichiaranti hanno effettuato considerevoli riporti di dollari contro le altre eurodivise. La domanda di eurodollari è infine divenuta alquanto più sostenuta per il maggior ricorso al mercato da parte delle banche giapponesi.

Il mercato ha riacquisito vigore ai primi di maggio e l'aumento della domanda è apparso principalmente determinato dalle richieste provenienti dai paesi fuori dell'area dichiarante. Nella seconda quindicina del mese, una nuova ondata di acquisti privati di oro, parzialmente finanziati con fondi in eurodivise, ha provocato l'insorgere di tensioni sul mercato. In connessione con la nuova lievitazione dei saggi d'interesse negli Stati Uniti, le banche di questo paese hanno iniziato in maggio a rallentare il rimborso dei debiti in eurodollari ed in giugno hanno ancora una volta ripreso ad aumentare il volume del loro indebitamento. I fabbisogni finanziari di metà anno e la guerra nel Medio Oriente hanno poi sottoposto il mercato ad ulteriori pressioni. Il saggio d'interesse a tre mesi è salito dal 4,75 % all'inizio del maggio 1967 al  $5\frac{5}{8}$  % nella giornata di martedì 6 giugno ma, con la cessazione delle ostilità nel Medio Oriente ed il sostegno fornito al mercato dalla BRI, esso è ritornato al 5,25 % alla fine della settimana. Nella seconda metà di giugno, riflettendo in parte il rinnovato ricorso al mercato da parte delle banche americane, la domanda si è fatta nuovamente più sostenuta ed il saggio è salito al 5,5 % all'inizio di luglio. L'inasprirsi nel secondo trimestre dei saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro ha contrastato con l'attenuazione delle tensioni monetarie in Europa ed ha gradualmente modificato in favore del dollaro i margini di arbitraggio sulle operazioni con copertura. Ne è seguito un ampio volume di conversioni in tale valuta di eurodivise quali il marco tedesco, il franco svizzero e, in certi limiti, la sterlina. La posizione esterna netta in valuta estera delle banche del Regno Unito è migliorata di \$320 milioni per quanto riguarda i dollari, mentre la componente costituita da altre valute ha accusato una flessione di \$260 milioni.

Nel corso dell'estate la domanda di eurodollari da parte di paesi al di fuori del gruppo (esclusi gli Stati Uniti) ha cominciato ad attenuarsi considerevolmente. Nel Regno Unito il saggio di copertura per i depositi delle autorità locali era nel frattempo sceso notevolmente al disotto di quello sugli eurodollari, ed il clima di sfiducia aveva altresì favorito la conversione dei saldi in sterline da parte di detentori stranieri. Le banche svizzere hanno cominciato a riesportare i fondi ad esse affluiti al tempo della crisi del Medio Oriente ed il persistere in molti paesi dell'Europa continentale di più agevoli condizioni monetarie ha pure contribuito ad accrescere l'offerta di eurodollari. La minor domanda e la crescente offerta di tale divisa hanno così attenuato le tensioni del mercato ed il saggio a tre mesi

è caduto a  $5\frac{1}{8}\%$  nella seconda quindicina di luglio. Il premio sui saggi d'interesse dei certificati di deposito sulla piazza di Nuova York, che si era allargato in maggio e giugno ad oltre lo  $0,5\%$ , è sceso al disotto di un ottavo di punto. Il costo relativamente basso dei fondi in eurodollari può contribuire a spiegare perchè le banche americane, dilatando il loro ricorso al mercato di oltre \$800 milioni, abbiano rappresentato nel terzo trimestre il principale gruppo di prenditori di prestiti sul mercato medesimo.

Al termine dell'estate le quotazioni si sono nuovamente fatte sostenute ed il saggio a tre mesi su Londra è salito dal livello minimo del  $5\%$  raggiunto nella prima metà di settembre a circa il  $5,75\%$  all'inizio di ottobre. In parte, è stata questa la conseguenza del consueto consolidamento stagionale della domanda in vista delle necessità di fine anno; anche l'ulteriore tensione sui mercati finanziari degli Stati Uniti ha peraltro contribuito alla nuova lievitazione dei saggi d'interesse sull'eurodollaro. Nella settimana successiva alla svalutazione della sterlina, l'inasprimento delle restrizioni monetarie nel Regno Unito e negli Stati Uniti, una certa fuga dal dollaro verso altre valute e l'aumentata richiesta di dollari da utilizzare per gli acquisti di oro hanno sottoposto il mercato a forti pressioni, avvenimenti questi che hanno coinciso con la consueta punta stagionale della domanda. Inoltre, il peggioramento del saggio a termine sul dollaro rispetto alle altre divise dell'Europa continentale ha minacciato di provocare una fuga da tale valuta di fondi oggetto di operazioni di arbitraggio con copertura. In tale situazione i governatori delle banche centrali dei paesi partecipanti al Consorzio dell'oro, riunitisi a Francoforte durante il "week-end" successivo alla svalutazione, hanno concordato diverse misure (illustrate alle pagine 42 e 157) intese ad attenuare le pressioni gravanti sul mercato. Per effetto di questi interventi ufficiali, il saggio a tre mesi sull'eurodollaro, che era balzato al  $6\frac{3}{8}\%$  il 21 novembre ed era ancora salito al  $6\frac{7}{8}\%$  all'inizio della settimana successiva, è ritornato al  $6\frac{3}{8}\%$  circa all'inizio di dicembre ed ha fluttuato intorno a questo livello per il resto del mese. Nell'ultimo trimestre l'indebolimento delle quotazioni a termine per la sterlina ha dato luogo, a svantaggio di questa valuta, all'allargarsi dei margini di arbitraggio con copertura e la posizione esterna in valute estere delle banche britanniche è migliorata di \$240 milioni.

Il mese di gennaio 1968 ha visto il consueto miglioramento stagionale delle condizioni del mercato ed il saggio a tre mesi è sceso al  $5,5\%$ . Sulla base delle prime risultanze, non sembra che il nuovo programma per risanare la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti abbia esercitato un'influenza restrittiva sul mercato. Gli effetti negativi che il programma può aver prodotto sono stati più che compensati dal fatto che le aspettative di saggi crescenti d'interesse, create dalle misure così adottate, hanno gonfiato il volume delle obbligazioni collocate sul mercato delle euroemissioni dalle società americane, le quali hanno in parte reimpiegato sul mercato delle eurodivise i fondi così raccolti. Tuttavia, ai primi di marzo, rinnovati prelievi di eurodollari, congiuntamente all'aumento della domanda di oro, hanno determinato l'insorgere di forti tensioni nel mercato, ed il saggio a tre mesi sull'eurodollaro, nonostante il cospicuo ampliamento delle operazioni di riporto di dollari effettuate a saggi preferenziali dalla Bundesbank, ha raggiunto la punta del  $7\%$  alla vigilia della sospensione degli accordi riguardanti il Consorzio del-

l'oro di Londra. Poco dopo, la tensione del mercato si è attenuata ed il saggio è sceso al 6% all'inizio di aprile. Ma la tregua è stata di breve durata. Già nella seconda metà di aprile l'ulteriore inasprimento della stretta monetaria negli Stati Uniti, e forse anche gli effetti del programma adottato da quel paese in materia di bilancia dei pagamenti, hanno cominciato ad esercitare pressioni al rialzo sulle quotazioni dell'eurodollaro. Alla metà di maggio il saggio a tre mesi è tornato al  $6\frac{7}{8}\%$  e rinnovate tensioni hanno contribuito a spingerlo al livello, mai raggiunto in tale periodo dell'anno, del 7,25% verso la fine di tale mese.

Contrariamente al consueto andamento stagionale, il mercato dell'eurodollaro ha continuato ad espandersi nel corso del primo trimestre del 1968. Oltre che i fondi raccolti sul mercato delle euro-obbligazioni, ed il riflusso dei fondi impiegati nelle operazioni di fine anno, le principali fonti dell'offerta sono state le banche tedesche e canadesi, che hanno incanalato verso il mercato dell'eurodollaro cospicui saldi in dollari da esse detenuti negli Stati Uniti. La BRI, per contro, ha considerevolmente ridotto il volume dei suoi impieghi in eurodollari. Dal lato della domanda, sembra rilevante la posizione debitoria assunta sul mercato dalle banche degli Stati Uniti e, in minor misura, da quelle giapponesi.

## VI. L'ACCORDO MONETARIO EUROPEO.

L'Accordo monetario europeo (AME), che entrò in vigore il 27 dicembre 1958, costituisce uno strumento per la cooperazione fra le autorità monetarie delle Parti Contraenti e persegue in generale l'obiettivo di promuovere il multilateralismo nel commercio internazionale e la convertibilità delle valute. Esso presenta due caratteristiche principali: il Fondo europeo, dal quale i paesi partecipanti possono ricevere assistenza finanziaria a breve o medio termine per superare difficoltà create nelle bilance dei pagamenti e il Sistema multilaterale di regolamenti, con il quale alla banca centrale di ciascun paese partecipante viene assicurato, ad un cambio noto in anticipo, il regolamento in dollari dei saldi detenuti in valute di altri paesi membri. L'Accordo funziona mediante il Consiglio dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ed un Comitato di Direzione. Alla Banca dei Regolamenti Internazionali, che ne è l'Agente, è affidata l'esecuzione di tutte le operazioni finanziarie derivanti dall'Accordo.

### Modificazioni dell'Accordo.

In seguito alla completa revisione effettuata nel 1965, l'Accordo è stato prorogato, con alcune modificazioni, per un periodo di tre anni, cioè fino al 31 dicembre 1968. Il Comitato di Direzione sta attualmente esaminando quali proposte dovranno essere presentate al Consiglio per la proroga dell'Accordo oltre tale data.

Nel maggio 1967 il Comitato di Direzione ha proposto diversi emendamenti all'Accordo, al fine di consentire al Fondo europeo di ottenere crediti speciali non soltanto dalle Parti Contraenti, ma anche da istituzioni finanziarie internazionali situate nel territorio di una Parte Contraente. Le proposte del Comitato di Direzione sono state descritte dettagliatamente nella Relazione annuale dello scorso anno (vedasi pagina 163). Il 20 giugno 1967 il Consiglio ha adottato le proposte del Comitato di Direzione e gli emendamenti relativi all'Accordo sono entrati in vigore alla stessa data.

### Operazioni in base all'Accordo.

*Fondo europeo.* A fine marzo 1967, la consistenza dei crediti ammontava a \$100 milioni.\* Di questo importo, \$70 milioni costituivano le cinque "tranches" del sesto credito accordato alla Turchia e la rimanenza, di \$30 milioni, rappresentava il credito concesso alla Grecia nel febbraio 1966.

\* 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 S.U., oro, od unità di conto AME.

Il 23 maggio 1967, il Consiglio decise di accordare un settimo credito, di \$25 milioni, alla Turchia, con decorrenza dal 1° giugno 1967. Il credito è stato reso disponibile per tre anni, periodo massimo per il quale è consentito concedere crediti in base all'Accordo; la Turchia potrà inoltre avvalersi della facilitazione speciale, prevista dallo stesso Accordo, di effettuare i rimborsi durante un ulteriore periodo di due anni. In ogni modo, un importo di \$5 milioni dovrà essere rimborsato alla fine del terzo anno, un'ulteriore quota di \$5 milioni alla fine del quarto anno e il saldo, di \$15 milioni, alla fine del quinto anno. Il saggio d'interesse sugli importi in essere ammonta al 3<sup>7</sup>/<sub>8</sub> % all'anno. La Turchia ha prelevato l'intero importo il 1° giugno 1967, data alla quale esso venne reso disponibile. Nell'esercizio chiuso il 31 marzo 1968 non sono stati concessi o prelevati altri crediti e nemmeno sono stati effettuati, durante lo stesso periodo, rimborsi sui crediti in essere. La tabella che segue riporta la posizione dopo le operazioni di regolamento multilaterale (il quinto giorno feriale del mese successivo) per il febbraio 1959, quando furono accordati i primi crediti, per la fine di ciascun anno nel periodo 1959-1965 e, dalla fine del 1965 alla fine di marzo 1968, per ciascun mese in cui si sono verificate variazioni.

AME: Utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo.

Dopo le operazioni del mese	Grecia		Islanda		Spagna		Turchia		Totali		
	Disponibile e non prelevato	Prelievi	Totale crediti concessi								
milioni di unità di conto											
1959 Febbraio . .	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
Dicembre . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960 Dicembre . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961 Dicembre . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962 Dicembre . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966 Febbraio . .	25,0	5,0	—	—	—	—	—	90,0	25,0	95,0	120,0
Marzo . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	90,0	—	120,0	120,0
Ottobre . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967 Marzo . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0
Giugno . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968 Marzo . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0

Dai crediti concessi dal Fondo europeo tra il giugno 1959 (quando venne effettuato il primo prelievo) e il marzo 1968 sono stati eseguiti ventisette prelievi per un importo globale di \$344,5 milioni; di questo ammontare sono stati rimborsati \$219,5 milioni. L'importo in essere a fine marzo 1968 ammontava pertanto a \$125 milioni, di cui \$95 milioni erano dovuti dalla Turchia e \$30 milioni dalla Grecia.

Nel periodo sotto rassegna non vi è stata alcuna richiesta di versamento di capitale, sicchè l'importo delle contribuzioni versate è rimasto invariato a \$38

milioni. Congiuntamente all'importo di \$148 milioni trasferito dall'Unione europea dei pagamenti, ciò porta il capitale del Fondo a \$186 milioni, mentre il capitale non versato rimane di \$421 milioni.

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

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

Paesi	Pagamenti effettuati dal Fondo (+) o al Fondo (-)								Importo netto
	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1967	Totale 1959-67	
migliaia di dollari S.U.									
Austria . . .	+ 10.527	+ 8.576	+ 5.880	—	—	—	+ 923	+ 25.906	+ 25.906
Belgio . . .	—	—	—	—	—	—	+ 633	+ 633	+ 633
Danimarca .	+ 10 — 67	+ 207 — 83	+ 23	—	—	—	+ 1.830 — 2.434	+ 2.070 — 2.584	— 514
Francia . . .	—	—	—	—	—	—	+ 1.383	+ 1.383	+ 1.383
Germania . .	—	—	—	—	—	—	+ 3.444	+ 3.444	+ 3.444
Grecia . . .	—	—	+ 262	—	+ 286	+ 141	+ 1.210	+ 1.898	— 26.864
Islanda . . .	—	—	—	—	—	—	+ 306	+ 306	+ 273
Italia . . . .	+ 243	—	—	—	—	—	+ 1.047	+ 1.290	+ 1.290
Norvegia . .	+ 44 — 876	+ 343 — 1.045	+ 274 — 251	+ 97 — 323	+ 130 — 10	—	+ 12	+ 902 — 2.505	— 1.604
Paesi Bassi	+ 1.400 — 1.378	—	—	—	—	—	+ 1.604	+ 3.004 — 1.378	+ 1.626
Portogallo .	—	—	—	—	—	—	+ 1.926	+ 1.926	+ 1.926
Regno Unito	—	—	—	—	—	—	+ 624 — 17.368	+ 624 — 17.368	— 16.744
Spagna . . .	—	—	—	—	—	—	+ 53	+ 53	+ 53
Svezia . . .	—	—	—	—	—	—	+ 2.447	+ 2.447	+ 2.204
Svizzera . . .	—	—	—	—	—	—	+ 2.338	+ 2.338	+ 2.338
Turchia . . .	+ 2.350 — 1.304	+ 2.202 — 1.016	+ 654 — 1.895	+ 2.539	+ 667 — 337	+ 799 — 141	+ 132	+ 9.344 — 4.694	+ 4.650
<b>Totale</b>	<b>14.574</b>	<b>11.428</b>	<b>7.093</b>	<b>2.636</b>	<b>1.083</b>	<b>940</b>	<b>19.812</b>	<b>57.567</b>	<b>—</b>

Nei primi anni del funzionamento dell'Accordo le operazioni riguardavano il regolamento di saldi derivanti da accordi bilaterali di pagamento e la rapida flessione nel volume delle transazioni di questo tipo fino al 1964 rispecchia l'estinzione di questi accordi. Durante il predetto periodo, i regolamenti scaturiti dalla garanzia di cambio accordata sugli averi di banche centrali di paesi membri in valute di altri paesi membri furono soltanto tre e, per di più, di modesto importo.

Dopo l'ottobre 1964, quando spirò l'ultimo accordo bilaterale di pagamento fra i paesi membri (quello fra la Grecia e la Turchia), il meccanismo dei regolamenti rimase inutilizzato per tre anni. In seguito all'adeguamento dei cambi provocato dalla svalutazione della sterlina, il sistema multilaterale ha ripreso a funzionare nel novembre 1967. La data diversa stabilita per l'entrata in vigore delle variazioni nelle parità ha reso necessario tre speciali regolamenti separati in base alla garanzia di cambio. Il 29 novembre sono stati regolati venti saldi in sterline e pesetas spagnole per un totale, rispettivamente, di \$17,4 milioni e \$0,1 milioni. Il 30 novembre sono stati regolati quindici saldi in corone danesi per complessivamente \$2,4 milioni e il 5 dicembre due saldi in corone islandesi per l'importo di \$9.439. Il totale di circa \$19,8 milioni ha superato quello dei regolamenti eseguiti in uno qualsiasi degli anni precedenti e ha portato l'ammontare cumulativo dei regolamenti previsti dal Sistema multilaterale ad oltre \$57,5 milioni.

Durante il periodo sotto rassegna non sono stati prelevati mezzi di finanziamento temporanei.

#### **Situazioni dei conti.**

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

A fine marzo 1967, la consistenza dei crediti, che all'inizio delle operazioni ammontava a \$35 milioni (crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia trasferiti dall'UEP) era di \$120,5 milioni; di questo importo, \$100 milioni costituivano prelievi effettuati su crediti concessi e \$20,5 milioni rappresentavano il saldo di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Il totale ha toccato il massimo senza precedenti di \$145,5 milioni, quando la Turchia ha prelevato per intero il settimo credito di \$25 milioni reso disponibile il 1° giugno. Nel dicembre 1967 il settimo rimborso di ammortamento dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia ha ridotto il totale dei crediti in essere di \$2,7 milioni, facendolo scendere a \$142,8 milioni, livello al quale è rimasto sino alla fine di marzo 1968.

Perciò, sebbene nell'esercizio sotto rassegna le attività non liquide del Fondo siano cresciute di \$22,3 milioni, la flessione delle risorse liquide è ammontata soltanto a \$16,8 milioni, perchè il Fondo ha accantonato un importo di \$5,5 milioni delle sue entrate nette dell'anno, che rappresentava principalmente l'aliquota del capitale dell'UEP.

**AME: Riassunto delle situazioni dei conti del Fondo europeo.**

Dopo le operazioni del mese	Attivo				Totale della situazione	Passivo	
	Risorse liquide	Conto presso il Tesoro 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 Dicembre . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Dicembre . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 Dicembre . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Dicembre . . . . .	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Gennaio . . . . .	88,9	123,5	297,9	130,5	640,9	607,5	33,4
Febbraio . . . . .	89,1	123,5	297,9	130,5	641,1	607,5	33,6
Marzo . . . . .	99,2	123,5	297,9	120,5	641,2	607,5	33,7
Aprile . . . . .	99,3	123,5	297,9	120,5	641,3	607,5	33,8
Maggio . . . . .	74,5	123,5	297,9	145,5	641,4	607,5	33,9
Giugno . . . . .	76,6	123,5	297,9	145,5	643,5	607,5	36,0
Luglio . . . . .	76,3	123,5	297,9	145,5	643,2	607,5	35,7
Agosto . . . . .	76,4	123,5	297,9	145,5	643,3	607,5	35,8
Settembre . . . . .	76,5	123,5	297,9	145,5	643,5	607,5	36,0
Ottobre . . . . .	76,6	123,5	297,9	145,5	643,6	607,5	36,1
Novembre . . . . .	76,8	123,5	297,9	145,5	643,7	607,5	36,2
Dicembre . . . . .	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 Gennaio . . . . .	82,2	123,5	297,9	142,8	646,5	607,5	39,0
Febbraio . . . . .	82,3	123,5	297,9	142,8	646,6	607,5	39,1
Marzo . . . . .	82,4	123,5	297,9	142,8	646,7	607,5	39,2

Il calcolo degli interessi da corrispondere sulle contribuzioni versate è stato effettuato con lo stesso metodo adottato in anni precedenti, in base al quale l'importo cumulativo degli interessi pagati a ciascun paese partecipante rappresenta il 90% della rispettiva partecipazione alle entrate nette che il paese avrebbe ricevuto se il Fondo fosse stato liquidato alla fine del periodo per cui viene pagato l'interesse. Nel 1967 le entrate nette hanno superato lievemente quelle del 1966 e gli interessi corrisposti sulle contribuzioni sono stati ancora una volta di poco superiori a \$1 milione, portando così l'importo cumulativo degli interessi, finora versati ai paesi membri, a \$7,4 milioni.

**Amministrazione dell'Accordo monetario europeo.**

Il Comitato di Direzione vigila sull'esecuzione dell'Accordo e agisce in qualità di consulente del Consiglio dell'OCSE su tutte le materie a esso connesse. Il Comitato segue anche la situazione economica e finanziaria dei paesi partecipanti sulla base di rapporti preparati dal Segretariato, dalle diverse commissioni dell'Organizzazione e, talvolta, da missioni speciali. Per espletare queste funzioni, il Comi-

tato si riunisce quando è necessario, e, nel periodo recente, circa sei volte all'anno. Nel dicembre 1967, il Signor Hay, della Banca nazionale svizzera, è stato rieletto presidente del Comitato di Direzione per un altro anno.

La Banca dei Regolamenti Internazionali, nella sua qualità di Agente, presenta rapporti mensili sulle operazioni eseguite in base all'Accordo e sugli investimenti del Fondo europeo; essa trasmette inoltre mensilmente materiale statistico al Comitato sui mercati internazionali dell'oro e dei cambi, nonché sull'evoluzione della posizione monetaria esterna dei paesi dell'OCSE.

## VII. OPERAZIONI DELLA BANCA.

### 1. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1968, certificato dai sindaci, è riprodotto alla fine della presente Relazione.

\* \*  
\*

Il totale del bilancio al 31 marzo 1968 ammonta a 12.041.331.123 franchi\* contro 8.231.996.517 franchi al 31 marzo 1967, esso ha cioè registrato un notevole incremento: 3.809.334.606 franchi pari al 46 %.

#### BRI: Totali annuali del bilancio.

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale del bilancio	Variazione
	milioni di franchi	
1964	5.778 <sup>1</sup>	+ 828
1965	7.850 <sup>1</sup>	+ 2.072
1966	7.882	+ 32
1967	8.232	+ 350
1968	12.041	+ 3.809

<sup>1</sup> Prima parte.

Il totale della situazione mensile è andato crescendo costantemente sino alla fine di dicembre 1967, quando per la prima volta ha superato il livello di 12 miliardi, con 12.338 milioni, che costituisce un importo senza precedenti.

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) detenuti dalla Banca in qualità di Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (per quanto riguarda l'Accordo monetario europeo), di Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonchè 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 seguente tabella.

#### BRI: Conti d'ordine (b).

Conti	Fine esercizio	
	1967	1968
milioni di franchi		
Oro in custodia . . . . .	1.233	1.219
Saldi bancari . . . . .	26	32
Effetti e altri titoli . . . . .	678	641
<b>Totale dei conti non inclusi nel bilancio</b>	<b>1.937</b>	<b>1.892</b>

\* Qualora non sia indicato diversamente, tutti gli importi riportati in questo capitolo sono espressi in franchi oro. Il metodo di conversione in franchi oro (unità di 0,290 322 58... grammi di oro fino, secondo l'articolo 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.

COMPOSIZIONE DELLE RISORSE (passivo).

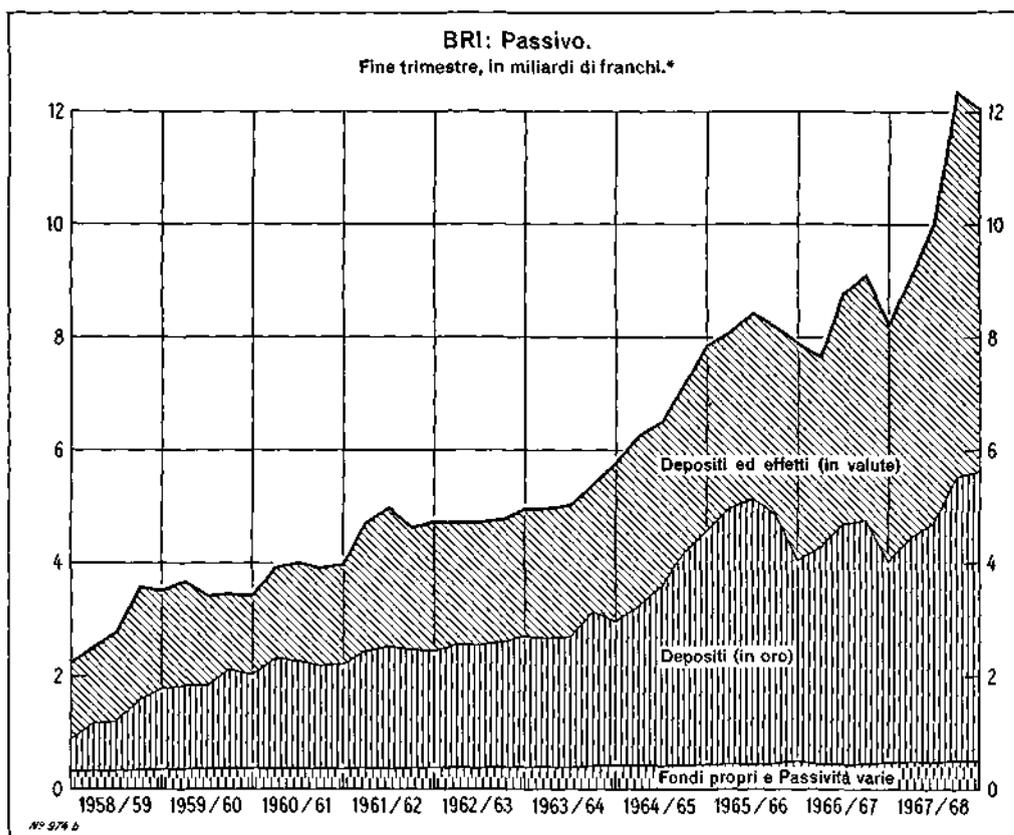
A. Fondi propri.

Il "Capitale autorizzato ed emesso" è rimasto invariato a 500 milioni di franchi, di cui è stato versato un importo di 125 milioni.

Dopo aver distribuito l'utile netto disponibile per l'anno finanziario 1966-67, il Fondo di riserva generale era aumentato da 13,3 a 22,8 milioni di franchi e un importo di 10 milioni era stato assegnato al Fondo di riserva speciale per dividendi, di nuova istituzione; il Fondo di riserva legale che, dall'anno finanziario 1964-65, aveva raggiunto il massimo statutario del 10% del capitale versato, è rimasto invariato al livello di 12,5 milioni. Le riserve della Banca hanno così subito un incremento da 25,8 a 45,3 milioni.

Il totale delle "Passività varie" si è ridotto, passando da 44,1 milioni il 31 marzo 1967 a 40,6 milioni il 31 marzo 1968.

Il conto "Accantonamento per contingenze" è rimasto invariato a 220 milioni e il conto "Accantonamento per costruzioni" è stato portato da 11 a 17,5 milioni, effettuando un prelievo dall'utile netto delle operazioni conseguito nell'anno finanziario 1967-68.



\* Totale della prima parte della situazione dei conti fino al 31 dicembre 1965 incluso; totale della situazione dei conti posteriormente a questa data.

L'utile netto per l'esercizio finanziario 1967-68 ammonta a 45 milioni; nell'anno finanziario 1966-67 è stato di 32,1 milioni, al quale è stato aggiunto un importo di 9,8 milioni riportato dal precedente esercizio finanziario.

Alla fine di marzo 1968, il totale dei fondi propri della Banca (escluse le "Passività varie") ammontava a 452 milioni e corrispondeva al 3,9% del totale dei fondi ricevuti in prestito (11.548 milioni) e al 3,8% del totale del bilancio alla stessa data (12.041 milioni). Tenendo conto anche del capitale non versato (375 milioni), tali rapporti salirebbero rispettivamente al 7,2 e 6,7%.

**BRI: Composizione delle risorse in valori assoluti e in percentuali.**

Fine esercizio	Fondi propri	Fondi ricevuti in prestito	Passività varie	Totale
	milioni di franchi			
1964	379	5.370	29	5.778*
1965	396	7.417	37	7.850*
1966	400	7.449	33	7.882
1967	424	7.764	44	8.232
1968	452	11.548	41	12.041

\* Prima parte del bilancio.

Fine esercizio	Rapporto fra fondi propri e		Rapporto fra fondi propri + capitale non versato e	
	fondi ricevuti in prestito	totale del bilancio	fondi ricevuti in prestito	totale del bilancio
	percentuali			
1964	7,1	6,6*	14,0	12,3*
1965	5,3	5,0*	10,4	9,4*
1966	5,4	5,1	10,4	9,4
1967	5,5	5,2	10,3	9,3
1968	3,9	3,8	7,2	6,7

\* Rapporto rispetto alla prima parte del bilancio.

**B. Fondi ricevuti in prestito.**

Le due tabelle seguenti riportano l'origine, la natura e il termine delle risorse ricevute in prestito dalla Banca.

**BRI: Origine delle risorse ricevute in prestito.**

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1967	1968	
milioni di franchi			
Banche centrali . . . . .	6.802	9.711	+ 3.109
Altri depositanti . . . . .	869	1.305	+ 436
Effetti . . . . .	293	532	+ 239
<b>Totale . . . . .</b>	<b>7.764</b>	<b>11.548</b>	<b>+ 3.784</b>

Tutte le categorie dei fondi ricevuti in prestito hanno subito cospicui incrementi: i depositi delle banche centrali del 47%, quelli degli altri depositanti del 50% e la consistenza degli effetti è cresciuta dell'82%.

L'aumento del volume degli effetti, tutti stilati in valute, è dovuto soprattutto alle vendite effettuate a banche commerciali; il ricavo di queste emissioni è stato utilizzato dalla Banca per finanziare alcune operazioni eseguite su richiesta di autorità monetarie.

**BRI: Natura e termini delle risorse ricevute in prestito.**

Termine	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione
	1967	1968		1967	1968		1967	1968	
milioni di franchi									
A vista . . . . .	2.593	1.989	— 604	240	71	— 169	—	—	—
Fino a 3 mesi . . . . .	325	2.825	+ 2.500	3.282	5.103	+ 1.821	291	62	— 229
Da 3 a 6 mesi . . . . .	164	7	— 157	309	633	+ 324	2	310	+ 308
Da 6 a 9 mesi . . . . .	338	193	— 145	53	69	+ 16	—	—	—
Da 9 a 12 mesi . . . . .	141	114	— 27	10	1	— 9	—	160	+ 160
A oltre un anno . . . . .	—	—	—	16	11	— 5	—	—	—
<b>Totale . . . . .</b>	<b>3.561</b>	<b>5.128</b>	<b>+ 1.567</b>	<b>3.910</b>	<b>5.898</b>	<b>+ 1.978</b>	<b>293</b>	<b>532</b>	<b>+ 239</b>

Il conto "Depositi in oro" e quello "Depositi in valute" sono cresciuti approssimativamente in proporzioni analoghe, cioè rispettivamente del 44 e 51%.

Per quanto riguarda i depositi in oro, sono aumentati soltanto quelli con scadenza fino a tre mesi e questi in misura notevole. Il movimento è da attribuire a due fattori: 1) la costituzione presso la Banca di nuovi depositi per importi cospicui; 2) la conversione di depositi a vista di oro in depositi vincolati (che ha provocato una riduzione dei primi), consentendo così alla Banca di finanziare transazioni internazionali nel quadro della cooperazione fra banche centrali. Il totale dei depositi con scadenza superiore a tre mesi è diminuito della metà.

I movimenti nei depositi in valute sono stati, grosso modo, paralleli a quelli occorsi nei depositi in oro. Il maggiore aumento è stato registrato nei depositi con scadenza fino a tre mesi; questo fatto è da attribuire: a) alle operazioni effettuate in base all'accordo concluso con il Regno Unito nel giugno 1966 e rinnovato nel marzo 1967 e nel marzo 1968, al quale la Banca partecipa e b) all'acquisto di buoni del Tesoro britannico da parte della Banca nel novembre 1967; la maggior parte dei fondi necessari per queste transazioni è stata messa a disposizione da banche centrali.

Incrementi sono pure stati registrati nei depositi con scadenza da tre a sei mesi, che sono raddoppiati, e in quelli con scadenza da sei a nove mesi. Per contro, i depositi con scadenza da nove a dodici mesi, i cui importi erano già assai modesti, si sono quasi ridotti a zero e quelli con scadenza ad oltre un anno hanno pure subito una flessione.

Quanto al conto "Effetti", quelli con scadenza fino a tre mesi sono diminuiti di quasi quattro quinti, mentre gli effetti con scadenza ad oltre tre mesi, praticamente inesistenti fino allora, hanno raggiunto un livello considerevole.

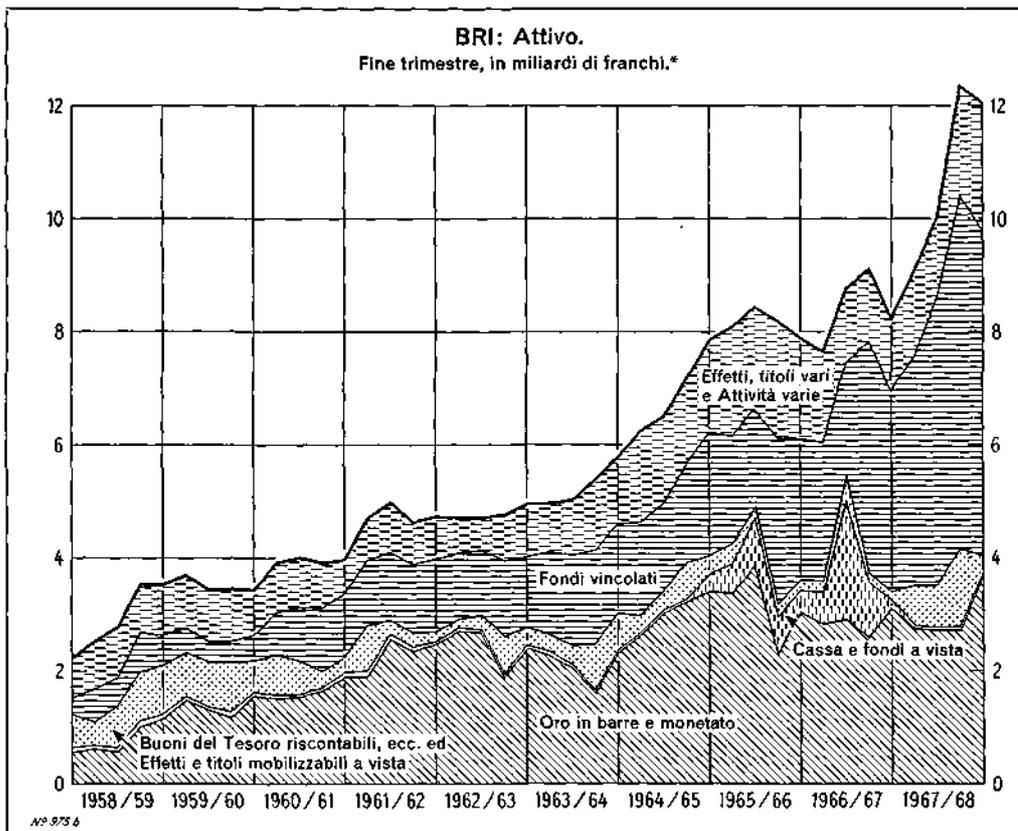
All'inizio dell'anno finanziario, i "Depositi in oro" costituivano il 46% dei fondi ricevuti in prestito, i "Depositi in valute" il 50%, mentre il restante 4% era rappresentato dagli "Effetti"; il 31 marzo 1968 le aliquote erano passate rispettivamente al 44, 51 e 5%.

#### UTILIZZO DELLE RISORSE (attivo).

L'andamento della posizione in oro della Banca può essere rilevato dalla tabella alla pagina seguente che riporta i massimi e minimi per l'esercizio finanziario.

L'aumento di 570 milioni negli averi in oro detenuti dalla Banca è dovuto alla liquidazione di alcune operazioni che hanno comportato acquisti di oro a termine e, in misura minore, alla costituzione di nuovi depositi.

Ciò con di meno, il saldo netto delle operazioni a termine è cresciuto assai considerevolmente (di 1.038 milioni) in seguito alla liquidazione di operazioni di riporto di oro contro valuta.



\* Totale della prima parte della situazione dei conti fino al 31 dicembre 1965 incluso; totale della situazione dei conti posteriormente a questa data.

**BRI: Posizione in oro.**

Fine mese	Posizione a pronti				Operazioni a termine	Posizione nella finale
	Oro in barre e monetato	Impieghi in oro	Depositi in oro	Saldo netto	Saldo netto	
milioni di franchi						
<b>1967</b>						
Marzo . . . .	3.096	420	3.561 (min.)	- 45	+ 472	427
Aprile . . . .	3.270	421	3.578	+ 113 (mass.)	+ 317 (min.)	430
Giugno . . . .	2.737	421	3.971	- 813	+ 1.229	416 (min.)
Luglio . . . .	2.673 (min.)	422 (mass.)	3.924	- 829	+ 1.250	421
Dicembre . . .	2.720	403 (min.)	5.032	- 1.909 (min.)	+ 2.355 (mass.)	446
<b>1968</b>						
Marzo . . . .	3.666 (mass.)	407	5.128 (mass.)	- 1.055	+ 1.510	455 (mass.)
Variazione dal 31 marzo 1967 al 31 marzo 1968	+ 570	- 13	+ 1.567	- 1.010	+ 1.038	+ 28

Fra le fluttuazioni registrate durante l'anno finanziario, occorre rilevare il massimo raggiunto da questo saldo netto alla fine di dicembre 1967 (+2.355 milioni). Questa variazione è il risultato di operazioni di riporto di oro contro valuta eseguite con la Banca nazionale svizzera soprattutto in tale mese e progressivamente liquidate nel primo trimestre del 1968.

**BRI: Composizione della cassa e di altri investimenti.**

Natura	Fine esercizio				Variazione	
	1967		1968			
milioni di franchi						
<b>Cassa</b>						
Oro . . . . .	3.096		3.666		+ 570	
Valute . . . . .	156	3.252	49	3.715	- 107	+ 463
<b>Altri investimenti</b>						
Oro . . . . .	420		407		- 13	
Valute . . . . .	4.559	4.979	7.918	8.325	+ 3.359	+ 3.346
<b>Totale</b>						
Oro . . . . .	3.516		4.073		+ 557	
Valute . . . . .	4.715	8.231	7.967	12.040	+ 3.252	+ 3.809

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

**A. Cassa e portafoglio riscontabile.**

Il conto "Oro in barre e monetato" (che consisteva quasi esclusivamente di oro in barre) è aumentato di 570 milioni, come è già stato menzionato sopra.

All'inizio dell'esercizio finanziario il totale del conto "Cassa in contanti e in conti a vista presso banche" ammontava a 156 milioni. Poichè esso rispecchia, grosso modo, l'andamento nel passivo del bilancio del conto "Depositi in valute a vista", al 31 maggio 1967 il totale predetto era sceso pressochè al livello

di fine esercizio, ossia a 49 milioni; successivamente ha subito soltanto variazioni assai limitate.

Al 31 marzo 1968 il totale degli averi in oro e valute della Banca costituiva poco meno del 31 % del totale del bilancio contro il 39,5 % di un anno prima.

Alla fine del precedente esercizio finanziario, il portafoglio "Buoni del Tesoro riscontabili" ammontava a 70 milioni. Siccome i fondi ricevuti in diverse occasioni nel corso dell'esercizio in base agli impegni di riporto conclusi fra banche centrali, ed ai quali la Banca partecipa, sono stati investiti in questa forma, il totale del portafoglio è aumentato in misura notevole. Esso ammontava a 1.335 milioni alla fine del 1967 e il massimo, con 1.458 milioni, è stato raggiunto alla fine di gennaio 1968. In seguito alla liquidazione della maggior parte di queste operazioni, alla fine dell'anno finanziario il totale era sceso a 232 milioni.

Il portafoglio "Effetti e titoli mobilizzabili a vista" è passato da 74 a 70 milioni.

All'inizio dell'anno finanziario il totale degli impieghi a vista e del portafoglio riscontabile della Banca, che comprende le varie voci summenzionate, ammontava a 3.396 milioni e rappresentava il 41 % del totale del bilancio. Il 31 marzo 1968 le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 4.017 milioni e 33 %. Nello stesso periodo, i depositi a vista nel passivo del bilancio si sono ridotti da 2.833 a 2.060 milioni, sicchè la loro aliquota sul totale del bilancio si è dimezzata, scendendo da 34 al 17 %.

#### B. Fondi vincolati.

Dall'inizio alla fine dell'anno finanziario, il totale del conto "Depositi vincolati e anticipazioni" è salito da 3.551 a 5.775 milioni, registrando quindi un incremento assai cospicuo: 2.224 milioni pari al 63 %. Questo aumento è dovuto all'impiego di fondi ricevuti in seguito a operazioni di riporto su oro e di depositi ricevuti dalla Banca nel quadro dell'accordo del 1966. Alla fine di dicembre 1967 il totale del conto ha toccato il suo massimo, con 6.231 milioni, avendo la Banca ricevuto un volume cospicuo di fondi da banche centrali per brevi periodi, giunti a scadenza dopo la fine dell'anno, i quali sono stati utilizzati per operazioni su diversi mercati, contribuendo così ad attenuare in una certa misura i movimenti che il rimpatrio su vasta scala di fondi a fine anno tende a provocare.

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

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1967	1968	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi . . . . .	3.805	7.319	+ 3.514
Da 3 a 6 mesi . . . . .	499	523	+ 24
Da 6 a 9 mesi . . . . .	254	72	— 182
Da 9 a 12 mesi . . . . .	248	82	— 166
A oltre un anno . . . . .	29	27	— 2
<b>Totale . . . . .</b>	<b>4.835</b>	<b>8.023</b>	<b>+ 3.188</b>

Anche il totale del conto "Altri effetti e titoli" ha subito un sensibile aumento, essendo più che raddoppiato: da 864 a 1.841 milioni. L'incremento rispecchia gli acquisti di buoni del Tesoro britannico e l'impiego della maggior parte dell'importo che è affluito alla Banca dalle nuove emissioni di effetti.

Come nel caso dei depositi ricevuti dalla Banca, anche i suoi investimenti con scadenza fino a tre mesi hanno subito una notevole espansione. Nel corso dell'anno finanziario essi sono pressochè raddoppiati e il loro sviluppo ha in effetti superato quello verificatosi nel totale delle attività riportate nella tabella che precede. Gli impieghi con scadenza da tre a sei mesi sono cresciuti in misura assai modesta.

D'altro canto, gli investimenti con scadenza superiore a sei mesi presentano tutti una flessione, soprattutto quelli con scadenza fra sei e dodici mesi, che sono diminuiti di oltre due terzi.

In seguito a questi movimenti, alla fine dell'esercizio finanziario i fondi investiti con scadenza superiore a sei mesi rappresentavano soltanto circa il 2% del totale degli impieghi a termine della Banca. Occorre, infine, osservare che, come negli anni più recenti, un'aliquota notevole di queste attività era inoltre mobilizzabile con brevissimo preavviso.

\* \* \*

In misura ancora maggiore che negli esercizi finanziari precedenti, per gran parte dello scorso anno la crescente attività della Banca è stata legata alla più stretta cooperazione fra le banche centrali.

Le cause principali di questa accresciuta attività della Banca possono essere riassunte brevemente qui di seguito: 1) la partecipazione della Banca agli impegni di riporto su valute conclusi fra banche centrali, in particolare alla rete di riporti creata con la Banca della Riserva federale di Nuova York. Il volume delle operazioni di riporto effettuato dalla Banca in questa connessione ha raggiunto il suo massimo alla fine di dicembre con un importo pari a \$S.U. 746 milioni; successivamente è diminuito e al 31 marzo 1968 era sceso ad un importo pari a \$S.U. 55 milioni; 2) il più ampio volume di riporti di oro contro valute eseguiti con banche centrali; 3) l'incremento dei depositi, costituiti soprattutto da banche centrali; 4) la maggiore assistenza prestata ad alcune autorità monetarie, sia direttamente sia congiuntamente con altre banche centrali; 5) lo sviluppo delle sue funzioni di intermediaria fra le banche centrali e il mercato.

Il bilancio rispecchia l'espansione dell'attività della Banca, anche se non pone in rilievo l'incidenza di determinate operazioni, quali le facilitazioni accordate a banche centrali, che non erano ancora state utilizzate alla fine dell'anno finanziario.

Occorre, infine, menzionare che, a causa delle circostanze prevalenti, durante gli ultimi mesi dell'esercizio finanziario la Banca ha ridotto le sue operazioni sul mercato dell'oro.

L'utile netto dell'esercizio chiuso al 31 marzo 1968 ha superato in misura assai notevole quello dell'anno finanziario precedente (per i dettagli vedasi la Sezione 6, più avanti).

Il volume delle operazioni della Banca ha raggiunto un nuovo livello senza precedenti di 174 miliardi nel 1967-68 contro 110 miliardi nel 1966-67 e 86 miliardi nel 1965-66.

## 2. Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali.

In conformità degli accordi in vigore, nell'anno sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di 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 1967-68 si è chiuso il 15 aprile 1968 e per il Prestito Young il 1° giugno 1968. Gli interessi per l'esercizio 1967-68 sono ammontati a un importo equivalente a circa 10,2 milioni di franchi per il Prestito Dawes e ad un importo equivalente a circa 35,1 milioni di franchi per il Prestito Young; essi sono stati debitamente versati alla Banca, che ha provveduto a ripartirli fra gli Agenti nazionali. Durante l'esercizio finanziario 1967-68, i rimborsi per entrambi i prestiti sono stati effettuati, in parte, mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e, in parte, mediante sorteggio.

La questione se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'Accordo di Londra sia applicabile nel caso della rivalutazione del DM, introdotta nel 1961 è tuttora insoluta. 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 tabelle a pagina 190.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, le cui operazioni sono state eseguite in conformità degli accordi relativi.

La situazione di questo prestito è indicata nella seguente tabella.

**Prestito internazionale del Governo austriaco 1930.**

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni convalidate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1959 al 1966	1967	
Americana . . .	\$	1.687.000	538.000	85.000	1.044.000
Anglo-Olandese.	£	856.600	289.800	44.600	542.200
Svizzera . . . .	fr.sv.	7.102.000	1.886.000	308.000	4.908.000

**Prestito estero tedesco 1924**  
(Prestito Dawes).

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1958-59 al 1966-67	1967-68	
<b>Obbligazioni convertite</b>					
Americana . .	\$	44.113.000	15.129.000	2.156.000	26.828.000
Belga . . . . .	£	583.500	142.000	19.300	422.200
Britannica . .	£	8.277.200	2.016.700	269.500	5.991.000
Francese . . .	£	1.929.600	464.700	62.500	1.402.400
Olandese . . .	£	1.323.900	304.300	42.700	976.900
Svedese . . . .	cor.sv.	14.209.000	3.210.000	446.000	10.553.000
Svizzera . . . .	£	1.130.800	272.100	37.000	821.700
Svizzera . . . .	fr.sv.	8.251.000	1.825.000	257.000	6.169.000
<b>Obbligazioni consolidate</b>					
Americana . .	\$	8.207.000	2.130.000	253.000	5.824.000
Belga . . . . .	£	157.800	42.700	5.300	109.800
Britannica . .	£	2.232.000	596.400	74.900	1.560.700
Francese . . .	£	498.900	134.500	16.800	347.600
Olandese . . .	£	291.600	70.400	9.500	211.700
Svizzera . . . .	£	115.000	30.200	3.900	80.900
Svizzera . . . .	fr.sv.	415.000	101.000	11.000	303.000

**Prestito Internazionale del Governo tedesco 1930**  
(Prestito Young).

Emissione	Valuta	Valore nominale*			
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1958-59 al 1966-67	1967-68	
<b>Obbligazioni convertite</b>					
Americana . .	\$	55.474.000	6.150.000	862.000	48.462.000
Belga . . . . .	fr.belgi	202.803.000	22.295.000	3.042.000	177.466.000
Britannica . .	£	20.656.400	2.252.800	308.000	18.095.600
Francese . . .	fr.fr.	445.607.000	48.602.000	6.663.000	390.342.000
Olandese . . .	Fiorini	52.558.000	5.630.000	785.000	46.143.000
Svedese . . . .	cor.sv.	92.763.000	10.165.000	1.383.000	81.215.000
Svizzera . . . .	fr.sv.	58.383.000	6.407.000	872.000	51.104.000
Tedesca . . . .	DM	14.504.000	1.573.000	215.000	12.716.000
<b>Obbligazioni consolidate</b>					
Americana . .	\$	9.006.000	982.000	126.000	7.898.000
Belga . . . . .	fr.belgi	45.670.000	5.059.000	645.000	39.966.000
Britannica . .	£	4.928.600	538.600	69.100	4.320.900
Francese . . .	fr.fr.	98.152.000	10.561.000	1.365.000	86.226.000
Olandese . . .	Fiorini	8.498.000	924.000	120.000	7.454.000
Svedese . . . .	cor.sv.	6.014.000	666.000	84.000	5.264.000
Svizzera . . . .	fr.sv.	1.405.000	152.000	20.000	1.233.000
Tedesca . . . .	DM	416.000	45.000	5.000	366.000

\* Valore nominale al 1° maggio 1968, 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.

### 3. La Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio.

Ai termini di un contratto, stipulato il 28 novembre 1954 con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, la Banca ha continuato a esercitare le funzioni di Terzo Designato per i prestiti della CECA, garantiti ai sensi del contratto medesimo.

L'importo globale dei prestiti garantiti era, originariamente, equivalente a circa 817 milioni di franchi. I rimborsi effettuati dalla Comunità fino al 1° aprile 1968 sono ammontati all'equivalente di circa 327 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 490 milioni di franchi. La tabella che segue riporta i particolari dei prestiti.

La Comunità ha utilizzato i gettiti dei prestiti per concedere crediti nei paesi membri della CECA.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1968	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 <sup>a</sup>	1954	Stati Uniti	Governo S.U.	\$ 100.000.000	64.700.000	3 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	1979
2 <sup>a</sup>	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brusselle	Fr.belgi 200.000.000	141.000.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
3 <sup>a</sup>	1955	Germania	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	15.877.850	3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	15.877.850	3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	1981
4 <sup>a</sup>	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	14.100.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
5 <sup>a</sup>	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 <sup>1</sup>	1.786.470	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1977
6 <sup>a</sup>	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	27.500.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1974
7 <sup>a2</sup>	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	13.600.000	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1975
10 <sup>a</sup>	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	81.569.962	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1982
11 <sup>a2</sup>	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	25.800.000	5	1978
13 <sup>a2</sup>	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	21.700.000	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1980
15 <sup>a</sup>	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	91.397.335	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1986
16 <sup>a</sup>	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	46.650.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981

<sup>1</sup> Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di franchi francesi vecchi. <sup>2</sup> I titoli garantiti dell'8<sup>a</sup>, 9<sup>a</sup>, 12<sup>a</sup> e 14<sup>a</sup> serie sono stati rimborsati integralmente.

Durante l'anno finanziario sotto rassegna, la Banca ha ricevuto dai debitori e distribuito agli Agenti nazionali l'equivalente di circa 26 milioni di franchi per interessi e l'equivalente di circa 39 milioni di franchi per rimborsi.

La Comunità ha anche emesso prestiti non garantiti, in conformità del citato contratto, 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).**

Come è stato spiegato nel capitolo VI della presente Relazione, la Banca ha continuato a fungere da Agente per l'esecuzione delle operazioni finanziarie dell'AME, nel quadro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Come nello scorso anno la Banca ha ricevuto a questo riguardo, a titolo di contributo alle spese amministrative da essa sostenute, l'importo di fr.sv. 500.000, oltre al rimborso delle spese varie; questi importi sono stati accreditati alle "Spese di amministrazione" nel Conto profitti e perdite.

#### **5. Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali.**

Durante lo scorso anno, assai ricco di avvenimenti, sono stati chiaramente dimostrati la portata e il valore della stretta cooperazione fra le banche centrali nel campo monetario e a questo riguardo la Banca ha svolto una funzione di crescente importanza.

La Banca ha continuato a partecipare attivamente ad accordi conclusi da gruppi di importanti banche centrali nell'intento di attenuare le tensioni sorte all'interno del sistema monetario internazionale, fungendo da intermediaria per quanto concerne le facilitazioni messe a disposizione a questo scopo. Durante l'anno, la Banca ha gradualmente aumentato la sua partecipazione al sistema di impegni di riporto cui la Banca della Riserva federale di Nuova York ha dato vita. Il totale degli accordi di riporto stipulati fra quest'ultima e la Banca dei Regolamenti Internazionali ammonta ora a \$S.U. 1.600 milioni, di cui \$600 milioni in franchi svizzeri e \$1.000 milioni in altre valute europee. Come negli anni precedenti, la Banca ha contribuito, con la cooperazione di alcune banche centrali, a coordinare gli sforzi per alleggerire tensioni non desiderabili sui mercati, soprattutto sul mercato dell'eurodollaro.

Nel campo degli studi e dello scambio di informazioni la Banca ha continuato ad organizzare riunioni di esperti delle banche centrali, oltre alle riunioni regolari del Consiglio di amministrazione, sia per studiare problemi economici e monetari d'interesse generale, sia per l'esame di questioni particolari, come l'evoluzione nei mercati dell'oro e dei cambi, nonché in quello dell'eurodollaro.

La Banca ha continuato a esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dalla Dichiarazione ministeriale del Gruppo dei dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri del Gruppo e al Gruppo di Lavoro 3 dell'OCSE i dati stati-

stici relativi ai mezzi utilizzati per finanziare saldi attivi e passivi nei loro conti con l'estero. Questi dati costituiscono una base indispensabile per la sorveglianza multilaterale sulla creazione di liquidità internazionale. I Governatori delle banche centrali del Gruppo, in occasione delle loro riunioni presso la sede della Banca, si scambiano inoltre informazioni, non appena possibile, circa gli impegni intervenuti tra i membri del Gruppo per la concessione di nuove o più estese facilitazioni di credito e l'evoluzione dei crediti stessi. Nello scorso anno si è avuto occasione di constatare quanto questa forma di cooperazione possa riuscire utile.

La Banca ha continuato a partecipare ai lavori dei Sostituti del Gruppo dei dieci e a quelli dei suoi Gruppi di Studio che si occupano del problema della liquidità internazionale, della creazione di nuovi strumenti di riserva e del processo di aggiustamento. I servizi della Banca hanno prestato la loro assistenza anche in questo campo.

La costante cooperazione fra le banche centrali ha consolidato le relazioni fra la Banca, da un lato e l'OCSE e il F. M. I. dall'altro.

## **6. Distribuzione dell'utile netto.**

I conti relativi al trentottesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1968, presentano un avanzo di 53.497.848 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 47.074.487 franchi.

In considerazione del cospicuo utile conseguito nell'anno finanziario 1967-68, il Consiglio di amministrazione ha deciso di continuare ad alimentare l'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e l'accantonamento per costruzioni nella misura, rispettivamente, di 1.997.848 franchi e 6.500.000 franchi.

Dopo aver dedotto questi due importi trasferiti agli accantonamenti, l'utile netto ammonta a 45 milioni di franchi. La distribuzione di questo importo è stabilito dall'Articolo 53 degli Statuti. In conformità di questo articolo, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale distribuisca come segue l'utile netto di 45 milioni di franchi: 1) un importo di 7.500.000 franchi a titolo di dividendo cumulativo del 6%, ossia 37,50 franchi per azione, in base alla lett. b) dell'Articolo 53; 2) un ulteriore importo di 7.500.000 franchi a titolo di dividendo massimo addizionale del 6%, ossia 37,50 franchi per azione, in base alla lett. c) dell'Articolo 53, senza effettuare quest'anno alcun trasferimento al Fondo di riserva speciale per dividendi; 3) un importo di 15 milioni di franchi al Fondo di riserva generale in base alla lett. d) dell'Articolo 53; 4) la rimanenza dell'utile netto disponibile, ossia 15 milioni di franchi, ad un nuovo Fondo di riserva libero, in base alla lett. f) dell'Articolo 53. Il Consiglio di amministrazione avrà il diritto di utilizzare questo Fondo non soltanto per far fronte ad eventuali perdite subite dalla Banca, ma anche per qualsiasi altro scopo conforme agli Statuti.

In base alle proposte del Consiglio di amministrazione, il dividendo complessivo della Banca ammonterà, per l'anno finanziario 1967-68, a 75 franchi. Esso sarà pagabile il 1° luglio 1968, nella misura di 107,15 franchi svizzeri per azione e il pagamento sarà effettuato il 1° luglio 1968 agli azionisti iscritti sui registri della Banca al 25 giugno 1968.

Per l'anno finanziario 1966-67 la ripartizione è ammontata a 112,50 franchi per azione, di cui 54,47 franchi costituivano il saldo del dividendo cumulativo non dichiarato. La distribuzione di 75 franchi per azione proposta per l'anno finanziario 1967-68 rappresenta il dividendo complessivo previsto dalle lett. b) e c) dell'Articolo 53 degli Statuti della Banca.

Il bilancio, il conto profitti e perdite e la relazione dei sindaci sono riprodotti alla fine di questa Relazione.

La contabilità della Banca è stata debitamente verificata dai signori Price Waterhouse & Co., Zurigo, che hanno confermato che il bilancio e il conto profitti e perdite rispecchiano fedelmente ed esattamente la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1968, nonchè gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei signori Price Waterhouse & Co. si trova in calce al bilancio.

#### **7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione.**

Nella riunione del Consiglio di amministrazione tenutasi l'8 maggio 1967, il Presidente, Dott. M. W. Holtrop, ha annunciato che, avendo lasciato la sua carica di Presidente della Nederlandsche Bank il 30 aprile 1967, aveva deciso di rassegnare le dimissioni dalla carica di Consigliere della Banca dei Regolamenti Internazionali a far data dal 30 giugno 1967.

Nella stessa riunione dell'8 maggio 1967 il Consiglio ha eletto, in base agli Articoli 28(3) e 29 degli Statuti, il Dott. J. Zijlstra, succeduto al Dottor Holtrop nella carica di Presidente della Nederlandsche Bank come proprio membro, per il periodo sino allo spirare del mandato del Dottor Holtrop, che termina il 31 marzo 1970.

Nella riunione del Consiglio tenutasi il 12 giugno 1967 il Dott. M.W. Holtrop ha comunicato la sua decisione di lasciare la carica di Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca dei Regolamenti Internazionali a partire dalla fine di giugno 1967. Il Vice Presidente ha espresso i sinceri ringraziamenti del Consiglio per gli eminenti servizi che il Dottor Holtrop ha prestato alla Banca nei ventun anni in cui ha fatto parte del Consiglio di amministrazione e, in particolare, nelle sue funzioni di Presidente del Consiglio e Presidente della Banca dal luglio 1958.

Nella stessa riunione il Consiglio ha eletto, in base all'Articolo 39 degli Statuti, Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca per un periodo di tre anni, a partire dal 1° luglio 1967, il Dott. J. Zijlstra, Presidente della Nederlandsche Bank.

Siccome il mandato del Signor Maurice Frère, come Vice Presidente, veniva a scadere il 31 dicembre 1967, nella riunione del Consiglio tenutasi l'11 dicembre 1967 egli è stato rieletto, in base all'Articolo 39 degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 31 dicembre 1970.

I mandati del Signor Karl Blessing, Presidente della Bundesbank e del Dott. Rudolf Brinckmann, come Consiglieri, venivano a scadere, rispettivamente il 31 marzo e il 31 maggio 1968. Nella riunione tenutasi l'11 marzo 1968 il Presidente del Consiglio di amministrazione ha annunciato che in base all'Articolo 28(2), paragrafo 3, i membri di diritto del Consiglio avevano rieletto sia il Signor Blessing che il Dottor Brinckmann per un ulteriore periodo di tre anni che terminerà, rispettivamente il 31 marzo e il 31 maggio 1971.

Siccome il mandato del Dott. Edwin Stopper, come Consigliere, veniva a scadere il 31 marzo 1968, nella riunione del Consiglio tenutasi l'11 marzo 1968 egli è stato rieletto, in base all'Articolo 28(3) degli Statuti, per un ulteriore periodo di tre anni, che avrà termine il 31 marzo 1971.

## CONCLUSIONE.

Gli sviluppi economici e monetari dello scorso anno sono stati ricchi di avvenimenti. Alcuni hanno presentato aspetti favorevoli, ma la più parte ha rispecchiato gravi problemi di fondo.

Sul piano dell'attività economica, i paesi continentali dell'Europa occidentale sono usciti dal periodo di pausa o recessione che avevano attraversato fino all'estate del 1967 e, dall'autunno, sono entrati in una fase di rinnovata espansione. Si può ora constatare che, con la principale eccezione della Germania, nei nove mesi all'incirca che precedettero tale espansione, il rallentamento dell'attività economica è stato meno intenso e diffuso che nell'anno di recessione 1958. Ad ogni modo, le politiche monetarie e fiscali si sono volte ad agevolare l'espansione e a questo stimolo hanno positivamente risposto i sistemi produttivi. La nuova fase ascendente dell'attività economica sta ora procedendo in un'atmosfera di ragionevole contenimento dei prezzi, senza pressioni sul mercato del lavoro da parte della domanda. Molto recentemente, tuttavia, in Francia si sono verificate perturbazioni sociali e politiche, che rendono le prospettive meno sicure.

Dopo la pausa intervenuta dall'ultimo trimestre del 1966 a circa la metà del 1967, anche l'attività economica degli Stati Uniti ha ripreso nuovo slancio. Ma in questo caso il movimento ciclico è stato prematuro. Sospinta da un imponente disavanzo del bilancio, l'economia americana è ricaduta in una situazione di domanda globale in eccesso; i prezzi sono andati crescendo con un ritmo assai rapido e gli incrementi dei salari sono stati eccessivi dal punto di vista della stabilità monetaria e dei prezzi. Il livello inflazionistico della domanda ha inoltre avuto gravi ripercussioni sul saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Se è vero che la politica monetaria ha assunto un indirizzo fortemente restrittivo, così che i suoi effetti, in relazione alla domanda di credito, si sono rispecchiati in saggi d'interesse eccezionalmente alti, sussiste tuttavia l'evidente necessità di una drastica riduzione del disavanzo di bilancio in grado di esercitare un'azione equilibratrice.

Nel Regno Unito, invece, l'espansione economica è stata imbrigliata dall'energico bilancio del marzo 1968, allo scopo di conferire l'indispensabile priorità al processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. Sebbene le richieste salariali siano ancora eccessive, pare che la pressione della domanda sui prezzi sarà trascurabile e l'espansione dell'attività economica molto modesta, fino a quando il ritmo più intenso delle esportazioni non avrà impresso un nuovo stimolo alla domanda globale.

Sul piano internazionale, diversi avvenimenti sono da considerarsi negativi, per quanto li si possa ritenere inevitabili in vista delle circostanze che li hanno determinati.

In primo luogo, si è avuta nel novembre 1967 la svalutazione della sterlina. La sterlina aveva sperimentato ripetute difficoltà ed era chiaro che le cause prime

della sua debolezza risalivano a parecchio tempo addietro, senza che alcuna azione decisa per superarle venisse adottata. La necessità immediata della svalutazione è tuttavia scaturita dagli eventi politici ed economici, occorsi principalmente in altri paesi, che hanno ancora una volta determinato un cospicuo saldo passivo della bilancia dei pagamenti britannica e un'imponente fuga dalla sterlina. Questo movimento crescendo d'intensità, le autorità hanno, a quanto pare, ritenuto che le possibilità di successo di una nuova serie di misure deflazionistiche, senza mutamento della parità di cambio, erano troppo esigue per giustificare i rischi e i sacrifici che esse comportavano.

La politica di bilancio e quella monetaria mirano ora ad agevolare il mantenimento della nuova parità. Ma per consolidare la posizione esterna è essenziale che gli obiettivi stabiliti dal bilancio abbiano la loro conferma nei fatti, che redditi e prezzi vengano effettivamente contenuti e che, in un tempo non troppo lungo, si ottenga dapprima il pareggio e poi un saldo attivo nei conti con l'estero. L'imponente indebitamento a breve e a medio termine verso l'estero mette in rilievo che il paese ha bisogno di conseguire rapidamente un cospicuo saldo attivo nella bilancia dei pagamenti e di evitare che la struttura delle riserve dell'area della sterlina nel suo complesso venga ulteriormente danneggiata.

Secondariamente, per quanto riguarda la posizione esterna degli Stati Uniti, l'evento capitale degli ultimi dodici mesi è rappresentato dal nuovo programma in materia di bilancia dei pagamenti annunciato il 1° gennaio 1968. Controlli diretti erano già stati introdotti parecchi anni prima, per cui il nuovo programma non costituisce il primo passo su questa via. Tuttavia, il campo di applicazione più ampio delle misure e il loro più accentuato rigore stanno a ribadire il mutamento che la dottrina tradizionale, contraria a qualsiasi controllo diretto sull'economia, ha subito negli Stati Uniti. Tali misure, unitamente ai controlli più rigidi adottati dal Regno Unito negli ultimi anni, rappresentano un serio regresso nell'evoluzione verso la liberazione degli scambi che è stata una conquista degli anni post-bellici. Benchè le circostanze della guerra nel Vietnam possano giustificarle, è difficile non provarne disappunto.

Le ragioni immediate del nuovo programma sono da ricercare nell'ondata speculativa, soprattutto per quanto riguarda l'oro, seguita alla svalutazione della sterlina, e nel notevole deterioramento del saldo passivo nei conti con l'estero degli Stati Uniti, dovuto all'eccesso della domanda riemerso negli ultimi mesi dell'anno scorso. Ma si deve aggiungere che durante molti anni, nelle preoccupazioni delle autorità, la bilancia dei pagamenti ha avuto un posto trascurabile rispetto alla situazione interna e si esitò ad agire direttamente sui fattori che stavano all'origine del peggioramento della posizione del dollaro quale moneta di riserva. In un primo periodo, l'aumento dei dollari nelle riserve delle autorità monetarie estere contribuì notevolmente al progresso dell'economia mondiale, nonchè a rendere possibile il ritorno alla convertibilità e alla liberazione degli scambi commerciali. Però, da tempo, era evidente che il crescente volume di passività a breve verso l'estero in presenza di riserve auree decrescenti si palesava, a lungo andare, insostenibile. Di fatto, tuttavia, le misure americane hanno mirato soltanto a limitare le perdite di oro.

In terzo luogo, domenica 17 marzo 1968, le banche centrali aderenti al Consorzio dell'oro hanno deciso di sospendere le forniture di metallo al mercato e di consentire che offerta e domanda determinino liberamente il prezzo di mercato. Contemporaneamente esse hanno dichiarato che le transazioni fra banche centrali continueranno ad essere effettuate a \$35 l'oncia. Pure questo è stato un evento importante dell'anno scorso.

A questo punto si entra in una zona di incertezza che impedisce di vedere chiaramente il futuro del sistema monetario, perchè soltanto il trascorrere del tempo potrà verificare la validità pratica nel più lungo periodo dell'accordo suddetto. Al presente, il prezzo di mercato dell'oro è nettamente superiore a quello ufficiale; ma l'importante è di sapere quale sarà il prezzo dell'oro che tenderà a prevalere in avvenire, quando l'offerta e la domanda sul mercato avranno assunto un andamento più normale. Se il prezzo di mercato tenderà ad oscillare di poco intorno a quello ufficiale, sarà possibile mantenere l'accordo. D'altro canto, se il divario fra i due prezzi dovesse allargarsi, è probabile che diminuisca la mobilità delle riserve auree ufficiali nel regolamento dei saldi attivi e passivi delle bilance dei pagamenti. Siccome le riserve ufficiali globali sono costituite per oltre la metà di oro, il fatto che quest'ultimo sia praticamente immobilizzato potrebbe creare degli inconvenienti. Senza parlare poi dei problemi più vasti relativi alla funzione finale dell'oro nel sistema, sulla quale i principali paesi non hanno un parere comune.

Un aspetto più promettente degli avvenimenti recenti è offerto dalla conclusione dei negoziati sul progetto di una nuova facilitazione da istituirsi nel F. M. I. sotto forma di diritti speciali di prelievo, che ora è stato inviato per l'approvazione ai governi dei paesi membri. Questi diritti potrebbero contribuire effettivamente all'incremento della liquidità internazionale, a condizione che tutti i paesi membri del F. M. I. facciano un uso ragionevole della nuova facilitazione. In sostanza ciò significa che i diritti speciali di prelievo non dovrebbero essere utilizzati per finanziare persistenti saldi attivi e passivi delle bilance dei pagamenti e quindi come mezzo per eludere il processo di aggiustamento.

Poichè non si sa quando, a quali condizioni e per quali importi la nuova facilitazione sarà posta in essere, non è possibile, al presente, valutarne la futura importanza nel sistema monetario internazionale. Vi è un ampio accordo nel ritenere che i diritti speciali di prelievo potranno diventare un utile supplemento delle attività di riserva esistenti e di altre facilitazioni intese a creare liquidità. Alcuni sostenitori, tuttavia, assegnano ad essi un compito più ambizioso, perchè affermano che, quando i diritti speciali di prelievo saranno diventati uno strumento accettato e apprezzato nei regolamenti internazionali, essi costituiranno il mezzo essenziale per assicurare un'adeguata espansione delle riserve globali. Evidentemente, affinchè tale prospettiva possa realizzarsi, bisognerebbe risolvere alcune difficoltà che potrebbero insorgere.

Una di queste può consistere semplicemente nella quantità. Se il totale attuale delle riserve auree ufficiali non dovesse in futuro accrescersi, occorrerebbe anche evitare, in un qualche modo, che le riserve ufficiali di dollari tendano continuamente all'aumento, altrimenti esse potrebbero diventare una crescente minac-

cia per la convertibilità del dollaro. In tal caso, le assegnazioni di diritti speciali di prelievo dovrebbero fornire per l'incremento indispensabile delle riserve, quanto prima era dato dall'oro e dal dollaro. La creazione di diritti speciali di prelievo dovrebbe, pertanto, essere effettuata per cospicui importi che potrebbero sembrare eccessivi a quei paesi i cui conti con l'estero presentassero un saldo attivo.

Un altro problema può essere costituito dal fatto che l'atteggiamento dei principali paesi detentori di riserve dovrà subire un mutamento piuttosto radicale. Con il susseguirsi delle assegnazioni annuali di diritti speciali di prelievo, questo strumento diventerebbe, in crescente misura, il mezzo prevalente a disposizione dei paesi per difendere le loro parità di cambio nei momenti in cui insorgessero difficoltà nelle rispettive bilance dei pagamenti. Ma contemplare il progressivo sviluppo di una simile situazione, e più ancora incoraggiarlo, sembra corrisponda a richiedere un grado di coesione politica e di cooperazione nel processo di aggiustamento maggiore di quanto non si sia avuto nel passato.

Sebbene il conseguimento di questi obiettivi meriti ogni sforzo, non si può ancora dire in quale misura essi potranno venire realizzati nel più lungo periodo. Nel frattempo, sarà opportuno procedere con una certa cautela. Siccome l'oro offre i vantaggi di essere accettato universalmente e di possedere un valore intrinseco e il dollaro quelli della flessibilità e della redditività, non sarebbe prudente sminuire prematuramente il ruolo futuro di questi ben sperimentati strumenti di riserva.

GABRIEL FERRAS  
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE**

**AL 31 MARZO 1968**

# BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 58 ...)

		%
<b>Oro in barre e monetato</b> ... ..	3.665.928.131	30,4
<b>Cassa in contanti e in conto a vista presso banche</b> ...	49.139.422	0,4
<b>Buoni del Tesoro riscontabili</b> ... ..	232.632.111	1,9
<b>Effetti e titoli mobilizzabili a vista</b> ... ..	70.078.916	0,6
<b>Depositi vincolati e prestiti</b>		
A 3 mesi al massimo ... ..	5.317.067.110	44,2
Da 3 a 6 mesi ... ..	390.756.098	3,2
Da 6 a 9 mesi ... ..	18.704.141	0,2
Da 9 a 12 mesi ... ..	59.635.896	0,5
	5.775.163.235	
<b>Effetti e titoli vari</b>		
In oro		
A 3 mesi al massimo ... ..	294.911.174	2,5
Da 3 a 6 mesi ... ..	78.142.423	0,6
Da 6 a 9 mesi ... ..	12.112.121	0,1
Da 9 a 12 mesi ... ..	21.824.355	0,2
In valute		
A 3 mesi al massimo ... ..	1.706.516.479	14,2
Da 3 a 6 mesi ... ..	64.047.655	0,5
Da 6 a 9 mesi ... ..	41.213.648	0,3
Da 9 a 12 mesi ... ..	1.386.178	0,0
Ad oltre un anno ... ..	27.490.040	0,2
	2.247.644.273	
<b>Attività varie</b> ... ..	745.034	0,0
<b>Immobili ed arredi</b> ... ..	1	0,0
	<u>12.041.331.123</u>	<u>100</u>
<b>CONTI D'ORDINE</b>		
a. Operazioni a termine su oro:		
Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare) ... ..	1.510.866.464	
b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca per conto terzi:		
Oro in custodia ... ..	1.219.469.025	
Saldi bancari ... ..	32.080.111	
Effetti ed altri titoli a custodia ... ..	641.181.605	

# 31 MARZO 1968

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO

		%
<b>Capitale</b>		
Autorizzato ed emesso: 200.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna ... .. 500.000.000		
Liberate per il 25 %		125.000.000 1,0
<b>Riserve</b>		
Fondo di riserva legale	12.500.000	
Fondo di riserva speciale per dividendi	10.007.964	
Fondo di riserva generale	22.751.960	
		45.259.924 0,4
<b>Depositi (in oro)</b>		
<b>Banche centrali</b>		
Da 9 a 12 mesi	113.611.909	0,9
Da 6 a 9 mesi	175.847.801	1,5
Da 3 a 6 mesi	7.022.142	0,1
A 3 mesi al massimo	2.632.362.353	21,9
A vista	1.600.916.020	13,3
<b>Altri depositanti</b>		
Da 6 a 9 mesi	17.267.172	0,1
A 3 mesi al massimo	192.947.157	1,6
A vista	388.393.025	3,2
		5.126.367.579
<b>Depositi (in valute)</b>		
<b>Banche centrali</b>		
Ad oltre un anno	11.007.074	0,1
Da 9 a 12 mesi	1.383.009	0,0
Da 6 a 9 mesi	61.001.878	0,5
Da 3 a 6 mesi	540.454.497	4,5
A 3 mesi al massimo	4.512.657.984	37,5
A vista	54.047.397	0,4
<b>Altri depositanti</b>		
Da 6 a 9 mesi	7.805.820	0,1
Da 3 a 6 mesi	92.785.357	0,8
A 3 mesi al massimo	589.772.165	4,9
A vista	16.490.376	0,1
		5.887.405.557
<b>Effetti</b>		
Da 9 a 12 mesi	160.277.761	1,3
Da 3 a 6 mesi	310.163.744	2,6
A 3 mesi al massimo	61.799.948	0,5
		532.241.453
<b>Partite varie</b>		40.556.610 0,3
<b>Accantonamenti</b>		
Accantonamento per contingenze	220.000.000	
Accantonamento per costruzioni	17.500.000	
		237.500.000 2,0
<b>Conto profitti e perdite</b>		45.000.000 0,4
		<u>12.041.331.123 100</u>

**RELAZIONE DEI VERIFICATORI DEI CONTI AL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE E AGLI AZIONISTI DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA.**

A nostro avviso, il bilancio che precede e l'annesso Conto profitti e perdite rispecchiano fedelmente ed esattamente la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1968, nonchè degli utili conseguiti nell'esercizio finanziario chiuso a questa data.

Ci sono state fornite tutte le informazioni e spiegazioni da noi ritenute necessarie. A nostro parere, la contabilità della Banca è stata condotta con regolarità: il bilancio e il Conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e spiegazioni ricevute.

Zurigo, 3 maggio 1968

PRICE WATERHOUSE & Co.

## CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1968

	Franchi oro
Interessi netti ed altri redditi ... ..	62.457.488
<b>meno: Spese d'amministrazione:</b>	
Consiglio d'amministrazione ... ..	141.920
Direzione e personale ... ..	7.101.184
Funzionamento degli uffici ed altre spese ... ..	1.716.536
	8.959.640
Avanzo netto delle operazioni ... ..	53.497.848
<b>meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti:</b>	
per spese straordinarie d'amministrazione ... ..	1.997.848
per costruzioni ... ..	6.500.000
	8.497.848
<b>UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1968</b> ... ..	<b>45.000.000</b>

## RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO

(Articolo 53, Lett. b, c, d, f, degli Statuti)

	Franchi oro
Utile netto ... ..	45.000.000
<b>Dividendo cumulativo di 37,50 franchi oro per azione</b> (6% sul capitale versato) ... ..	7.500.000
	37.500.000
<b>Dividendo non cumulativo addizionale di 37,50 franchi oro per azione</b> (6% sul capitale versato) ... ..	7.500.000
	30.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva generale ... ..	15.000.000
	15.000.000
Trasferimento ad un Fondo di riserva libero ... ..	15.000.000
	-
	-

## CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam { Presidente del Consiglio d'amministrazione,  
Presidente della Banca  
Maurice Frère, Brusselle Vice Presidente del Consiglio d'amministrazione

Hubert Ansiaux, Brusselle  
M. J. Babington Smith, Londra  
Karl Blessing, Francoforte s/M.  
Dott. Rudolf Brinckmann, Amburgo  
Jacques Brunet, Parigi  
Dott. Guido Carli, Roma  
Henri Deroy, Parigi  
Dott. Donato Menichella, Roma  
Sir Leslie O'Brien, Londra  
Dott. Edwin Stopper, Zurigo  
Per Åsbrink, Stoccolma

### Sostituti

Dott. Paolo Baffi, oppure } Roma  
Prof. Pietro Stoppani }  
Bernard Clappier, oppure } Parigi  
Marcel Théron }  
C. J. Morse, oppure } Londra  
R. G. Raw }  
Cecil de Strycker, Brusselle

### DIREZIONE

Gabriel Ferras Direttore Generale  
Dott. Milton Gilbert Consigliere economico,  
Capo del Dipartimento monetario  
ed economico  
Dott. Antonio d'Aroma Segretario Generale,  
Capo di Dipartimento  
Dott. Hans H. Mandel Capo del Dipartimento bancario  
D. H. Macdonald Direttore  
Georges Janson Direttore  
Henri Guisan Consigliere giuridico  
Dott. Antonio Rainoni Direttore

---

Jan Knap Condirettore