

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

TRENTANOVESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1968 - 31 MARZO 1969

BASILEA

9 giugno 1969

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
I. Le principali fonti di squilibrio economico	3
Germania (p. 4); Francia (p. 14); Regno Unito (p. 22); Stati Uniti (p. 30); creazione di riserve nel sistema monetario (p. 36)	
II. Moneta, credito e mercati dei capitali	41
Inflazione e saggi d'interesse (p. 41); risparmio, investimenti e saggi d'interesse (p. 43); credito bancario e formazione di attività liquide (p. 46); emissioni interne sul mercato dei capitali (p. 50); emissioni di obbligazioni estere e internazionali (p. 52): <i>emissioni estere</i> (p. 53), <i>emissioni internazionali</i> (p. 54); sviluppi nei singoli paesi: <i>Canada</i> (p. 58), <i>Giappone</i> (p. 59), <i>Italia</i> (p. 61), <i>Svizzera</i> (p. 63), <i>Austria</i> (p. 65), <i>Belgio</i> (p. 66), <i>Paesi Bassi</i> (p. 68), <i>Danimarca</i> (p. 70), <i>Norvegia</i> (p. 72), <i>Svezia</i> (p. 73), <i>Finlandia</i> (p. 75), <i>Spagna</i> (p. 76), <i>Portogallo</i> (p. 77); paesi dell'Europa orientale (p. 78): <i>Unione sovietica</i> (p. 80), <i>Cecoslovacchia</i> (p. 80), <i>Ungheria</i> (p. 80), <i>Germania orientale</i> (p. 81), <i>Romania</i> (p. 81), <i>Bulgaria</i> (p. 81), <i>Albania</i> (p. 81), <i>Polonia</i> (p. 81), <i>Jugoslavia</i> (p. 81)	
III. Scambi e pagamenti internazionali	83
Esportazioni mondiali (p. 83); volume del commercio estero, 1880-1968 (p. 84); esportazioni e importazioni ripartite per area (p. 86); bilance dei pagamenti per aree (p. 87); mutamenti nella fisionomia dei movimenti di capitali (p. 88); bilance dei pagamenti dei paesi dell'Europa occidentale (p. 92): <i>paesi CEE</i> (p. 92), <i>paesi EFTA</i> (p. 93), <i>altri paesi dell'Europa occidentale</i> (p. 95), <i>Italia</i> (p. 95), <i>Unione economica Belgio-Lussemburgo</i> (p. 97), <i>Paesi Bassi</i> (p. 99), <i>Spagna</i> (p. 100), <i>Grecia</i> (p. 101), <i>Austria</i> (p. 102), <i>Svizzera</i> (p. 103), <i>Danimarca</i> (p. 103), <i>Finlandia</i> (p. 104), <i>Svezia</i> (p. 105), <i>Norvegia</i> (p. 107), <i>Canada</i> (p. 108), <i>Giappone</i> (p. 110)	
IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio	112
Produzione aurifera, mercato dell'oro e riserve auree (p. 112); Fondo monetario internazionale (p. 119); riserve ufficiali e altri movimenti monetari: <i>Stati Uniti</i> (p. 121), <i>Regno Unito</i> (p. 124), <i>secondo Accordo di gruppo per i saldi in sterline</i> (p. 126), <i>paesi dell'Europa continentale</i> (p. 127), <i>Germania</i> (p. 130), <i>Svizzera</i> (p. 132), <i>Italia</i> (p. 133), <i>Austria</i> (p. 134), <i>Francia</i> (p. 134), <i>Belgio</i> (p. 135), <i>Paesi Bassi</i> (p. 136), <i>altri paesi europei</i> (p. 136), <i>Canada</i> (p. 137), <i>Giappone</i> (p. 138); mercati dei cambi (p. 138): <i>la sterlina</i> (p. 138), <i>il marco tedesco</i> (p. 140), <i>il franco svizzero</i> (p. 142), <i>il franco francese</i> (p. 143), <i>la lira</i> (p. 145), <i>altre valute: franco belga</i> (p. 145), <i>florino olandese</i> (p. 145), <i>scellino austriaco</i> (p. 146), <i>corona norvegese</i> (p. 146), <i>corona svedese</i> (p. 146), <i>corona danese</i> (p. 146), <i>peseta spagnola</i> (p. 146), <i>escudo portoghese</i> (p. 146), <i>dollaro canadese</i> (p. 146), <i>yen giapponese</i> (p. 147); altri sviluppi valutari (p. 147)	

V. Il mercato delle eurodivise 150

Posizioni globali sull'estero (p. 152), distribuzione geografica (p. 155), dimensione netta del mercato dell'eurodollaro (p. 157); andamento dei saggi d'interesse (p. 162)

VI. L'Accordo monetario europeo 168

Proroga dell'Accordo (p. 168); operazioni in base all'Accordo: Fondo europeo (p. 168), Sistema multilaterale di regolamenti (p. 170); situazioni dei conti (p. 172); amministrazione dell'Accordo monetario europeo (p. 173)

VII. Attività della Banca 175

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 175); operazioni del Dipartimento bancario (p. 176); composizione delle risorse (p. 177), utilizzo delle risorse (p. 180); le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente per il servizio di prestiti internazionali (p. 183); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la CEECA (p. 185); la Banca come Agente dell'OCSE (Accordo monetario europeo) (p. 186); distribuzione dell'utile netto (p. 187); adeguamento del capitale e degli Statuti della Banca (p. 188); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 190)

Conclusione 192

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1969.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

	Pagina
I. Le principali fonti di squilibrio economico	
Germania:	
Variazioni nelle esportazioni e importazioni e nella domanda interna ed esterna*	9
Bilancia dei pagamenti	11
Francia: Bilancia dei pagamenti	18
Regno Unito:	
Bilancia dei pagamenti	26
Bilancio pubblico	29
Stati Uniti:	
Bilancio pubblico	31
Bilancia dei pagamenti	34
Variazioni nelle riserve globali	37
Cause delle variazioni nelle riserve globali	38
II. Moneta, credito e mercati dei capitali	
Variazioni nei rendimenti delle obbligazioni e nei prezzi interni	42
Risparmio, investimenti e rendimenti obbligazionari*	44
Sistema bancario: Situazione monetaria	47
Saggi ufficiali di sconto	49
Mercati dei capitali: Emissioni (al netto)	51
Emissioni estere e internazionali di obbligazioni	53
Emissioni obbligazionarie internazionali*	55
Rendimenti delle obbligazioni in dollari SU e DM*	56
Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie	60
Svezia: Flussi creditizi netti	74
Economie dei paesi dell'Europa orientale: Reddito nazionale, produzione industriale ed agricola	79
III. Scambi e pagamenti internazionali	
Commercio mondiale	83
Commercio mondiale e prezzi del commercio estero*	84
Paesi industriali: Aumento delle esportazioni verso differenti aree	85
Bilance dei pagamenti: Posizioni effettive e variazioni	87
Stati Uniti: Bilancia dei movimenti di capitali privati	88

Bilance dei pagamenti:	
Paesi dell'Europa occidentale	94
Italia	96
Unione economica Belgio-Lussemburgo	98
Paesi Bassi	99
Svezia	106
Canada	109
Giappone	110

IV. Oro, riserve monetarie e tassi di cambio

Produzione mondiale di oro	112
Fonti e usi dell'oro	113
Prezzi sul mercato dell'oro*	114
Riserve mondiali di oro	117
FMI: Prelievi e riacquisti	120
Stati Uniti: Movimenti monetari esterni	123
Regno Unito: Movimenti monetari esterni	125
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone: Posizioni monetarie verso l'estero	129
Germania: Movimenti monetari esterni	131
Francia: Movimenti monetari esterni	135
Quotazioni del dollaro SU per la sterlina*	139
Quotazioni del DM e del franco svizzero per il dollaro SU*	141
Quotazioni del franco francese e della lira italiana per il dollaro SU*	144

V. Il mercato delle eurodivise

Banche commerciali: Passività e attività in alcune valute verso non residenti*	151
Variazioni nelle posizioni esterne delle banche in alcune valute estere	153
Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti	156
Dimensione del mercato dell'eurodollaro (stime)	159
Saggi d'interesse per dollari e franchi svizzeri sui mercati nazionali ed esteri*	163
Banche dichiaranti: Passività e attività a breve verso non residenti	165
Banche commerciali di dieci paesi:	
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti	166
Passività e attività a breve in alcune valute estere verso non residenti, escluse le posizioni verso il paese di emissione della relativa valuta	167

VI. L'Accordo monetario europeo

Fondo europeo: Utilizzo dei crediti concessi	170
Sistema multilaterale di regolamenti: Pagamenti effettuati	171
Fondo europeo: Situazione dei conti	172

VII. Attività della Banca

Totali annuali del bilancio	176
Conti d'ordine.	177
Passivo*	177
Composizione delle risorse.	178
Origine delle risorse ricevute in prestito	179
Natura e termini delle risorse ricevute in prestito	179
Posizione in oro	180
Attivo*.	181
Cassa e altri investimenti	181
Depositi vincolati e anticipazioni e Altri effetti e titoli	183
Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes)	184
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young)	184
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	185
Prestiti garantiti della CECA	186

TRENTANOVESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ANNUALE

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 9 giugno 1969.

Signori,

ho l'onore di presentare la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il trentanovesimo esercizio finanziario, iniziato il 1° aprile 1968 e terminato il 31 marzo 1969.

Dopo aver dedotto gli importi trasferiti agli accantonamenti, l'utile netto ammonta, come lo scorso anno, a 45.000.000 di franchi oro.

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

Il capitolo I della presente Relazione esamina gli sviluppi nei quattro paesi (Germania, Francia, Regno Unito e Stati Uniti) ai quali risalgono le principali fonti di squilibrio economico nel 1968. I tre capitoli successivi passano in rassegna le variazioni che si sono manifestate in diversi paesi nei seguenti settori: credito, pagamenti internazionali, produzione aurifera, riserve monetarie e tassi di cambio. Il quinto capitolo presenta una disamina degli eventi occorsi sul mer-

cato delle eurodivise e nel sesto vengono descritte le operazioni dell'Accordo monetario europeo. Nel capitolo VII si fa cenno della funzione che la Banca svolge nel promuovere la cooperazione fra banche centrali, sono esposte le operazioni correnti della Banca e figura un resoconto delle funzioni che la Banca adempie per conto della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonché quale Fiduciario e Agente fiscale per il servizio di prestiti internazionali.

I. LE PRINCIPALI FONTI DI SQUILIBRIO ECONOMICO.

L'abbandono del prezzo ufficiale sul mercato dell'oro, in seguito alla sospensione, nel marzo 1968, delle vendite di metallo prelevato dalle riserve ufficiali, ha certamente eliminato una delle fonti di difficoltà esistenti nel settore dei pagamenti internazionali. L'atmosfera di crisi si è dileguata rapidamente e dai sintomi osservati sembrava che potesse prevalere un periodo di calma. Sono sorte peraltro nuove difficoltà, in parte fortuite, che nell'anno passato hanno provocato notevoli crisi valutarie. Le principali fonti di squilibrio si sono manifestate in quattro paesi (Germania, Francia, Regno Unito e Stati Uniti), per ciascuno dei quali sono esaminati nel presente capitolo i relativi sviluppi. Prima, però, sarà opportuno considerare la situazione economica in un quadro più ampio.

Dopo il periodo generale di arresto o di recessione fra gli ultimi mesi del 1966 e il terzo trimestre del 1967 all'incirca, l'attività economica già nel primo trimestre 1968 era entrata in una fase di nuova espansione ciclica, che è continuata di buon passo per tutto il resto dello scorso anno e prosegue tuttora. Le caratteristiche della ripresa sono state, tuttavia, fondamentalmente diverse nei principali paesi. Mentre, nella maggior parte dei paesi industriali, l'anno scorso non è stato contrassegnato da inflazione dei prezzi, le eccezioni sono state così importanti da avvolgere in un clima inflazionistico tutta la situazione. Queste eccezioni sono costituite da Stati Uniti, Regno Unito e Francia.

Soltanto negli Stati Uniti l'inflazione è stata la conseguenza diretta della domanda in eccesso. Data l'esistenza di un cospicuo disavanzo di bilancio e condizioni monetarie improntate a larghezza, la battuta d'arresto verificatasi nel 1967 nell'attività economica è stata di breve durata. Dopo la metà dell'anno si è avviata una nuova fase di rapida espansione, sicché si è giunti ben presto ad un livello di più che piena occupazione e le risorse si sono trovate sottoposte a pressione. Il "boom" si è andato accelerando in conseguenza del ritardo con cui sono state introdotte le misure restrittive di natura fiscale; e quando gli aumenti tributari sono diventati legge, nel giugno 1968, la psicologia inflazionistica era ormai così radicata che l'espansione dell'attività economica è proseguita senza soste. Verso la fine dell'anno la politica monetaria è stata orientata in senso restrittivo e poi sensibilmente inasprita nei primi mesi del 1969, ma, all'approssimarsi della metà dell'anno, i desiderati sintomi di rallentamento non erano molto vistosi. Nel frattempo, la bilancia commerciale era peggiorata e l'aumento vertiginoso dei saggi d'interesse aveva sottoposto a notevole pressione i mercati monetari e finanziari internazionali. Nello scorso anno, l'economia canadese ha presentato un andamento inflazionistico analogo, dovuto più ai cospicui miglioramenti salariali che alla pressione della domanda esercitata sulle risorse; in contrasto con quanto è avvenuto negli Stati Uniti, la bilancia commerciale del Canada è migliorata.

Nel Regno Unito, la situazione ha assunto un carattere particolare a causa della svalutazione della sterlina decisa nel novembre 1967. Nello scorso anno

l'attività economica ha progredito, nonostante le severe restrizioni imposte dal bilancio, ma ulteriori misure di contenimento si sono rese necessarie per consentire di consolidare la nuova parità della moneta. L'inflazione dei prezzi ha rappresentato un problema a sé in quanto, pur essendo in parte la conseguenza della svalutazione e dell'aumento della tassazione, essa è stata aggravata dai cospicui miglioramenti salariali e dalla domanda per consumi.

Anche in Francia l'insorgenza dell'inflazione da una situazione piuttosto equilibrata è dovuta a circostanze speciali. Essa è stata essenzialmente la conseguenza dei miglioramenti salariali, assai considerevoli, concessi allo scopo di por termine ai conflitti di natura sociale e industriale scoppiati nel maggio-giugno 1968. Oltre al colpo inferto alla fiducia nella moneta, i salari hanno impresso una forte spinta ai prezzi e la domanda per consumi ha subito un brusco balzo, che ha avuto conseguenze sfavorevoli per la bilancia dei pagamenti, nonostante un'imponente espansione della produzione. Dopo alcuni errori significativi, la politica economica è stata gradualmente diretta a ripristinare la stabilità interna ed esterna.

Nei paesi continentali dell'Europa occidentale gli sviluppi sono stati, in linea generale, maggiormente in armonia con ciò che di solito si osserva nelle prime fasi di un'espansione ciclica. Sia la politica fiscale che quella monetaria sono state indirizzate a stimolare la ripresa dell'economia; inoltre, la vivace domanda proveniente da Stati Uniti e Regno Unito ha notevolmente dilatato le esportazioni. Date queste condizioni, l'espansione ha proceduto rapidamente e la produzione ha ben presto raggiunto livelli senza precedenti. Siccome la ripresa si è avviata con discreti margini di risorse non utilizzate, nel 1968 la pressione su prezzi o salari è stata assai modesta. Tuttavia, nella primavera del 1969 avevano incominciato ad apparire sintomi di tensione in alcuni paesi, soprattutto in Germania e nei Paesi Bassi, nei quali il progresso dell'attività economica è stato eccezionalmente rapido. Nei Paesi Bassi si è, inoltre, verificata un'ondata di aumenti dei prezzi provocata dall'applicazione dell'imposta sul valore aggiunto.

In Giappone, nonostante la forte espansione della produzione e gli aumenti salariali, la pressione dei prezzi non è stata eccessiva e si è conseguito un notevole saldo attivo nei conti con l'estero.

Queste diverse tendenze delle singole economie hanno peggiorato gli squilibri esistenti nei conti merci e sebbene, in parecchi casi importanti, si siano verificati movimenti compensatori nei conti capitali, essi non possono considerarsi come sintomi di un aggiustamento durevole.

Germania.

Nei due anni successivi alla metà del 1967 la Germania è uscita da una recessione e si è rapidamente avvicinata ad un livello di piena occupazione; si è persino notato qualche sintomo di pressione sulle risorse. Ci si aspettava che il cospicuo avanzo commerciale, conseguenza della recessione, si sarebbe ridotto con l'accelerarsi della domanda. Ma, nella fattispecie, tale aspettativa non si è materializzata nel 1968. Mentre la causa immediata dell'afflusso senza precedenti

di capitali verso la Germania nel novembre è da ricercare nel fatto che gli operatori sul mercato ritenevano che le autorità stessero considerando l'opportunità di rivalutare il marco, sullo sfondo di questa situazione agivano altri elementi come l'avanzo commerciale, la debolezza del franco francese e della sterlina, e persino il ricordo della rivalutazione del 1961. Per comprendere perchè gli operatori abbiano trovato plausibili le voci sulla rivalutazione e perchè le autorità abbiano deciso in senso contrario, occorre esaminare gli sviluppi verificatisi nell'economia tedesca per un periodo più lungo.

Il contemporaneo concorso di un cospicuo saldo attivo nella bilancia dei pagamenti e di un elevato livello di attività all'interno del paese non costituiva un problema nuovo per la Germania. Nel marzo 1961, dopo che il contenimento monetario non era riuscito a frenare il "boom" a causa dell'afflusso di fondi che aveva provocato, il marco tedesco fu rivalutato del 5% come sola misura antinflazionistica efficace in una situazione di squilibrio fondamentale verso l'estero. Questa misura esercitò per parecchi mesi effetti sfavorevoli sul mercato dei cambi e la bilancia dei pagamenti della Germania s'indebolì sensibilmente. Nel 1962 le partite correnti registrarono, per la prima volta dal 1950, un deficit soprattutto in seguito al deterioramento della bilancia commerciale, in parte connesso con una flessione ciclica nella domanda estera. La partecipazione della Germania alle esportazioni mondiali non aumentò per la prima volta in molti anni, mentre le importazioni si accrebbero tre volte più rapidamente che nel 1961, nonostante condizioni alquanto meno tese nella domanda interna; ciò significa che il mutamento della parità ebbe notevole effetto. La diminuzione delle esportazioni nette contribuì ad attenuare le pressioni inflazionistiche e questo andamento fu accompagnato dall'azione delle autorità diretta a contenere il "boom" nell'edilizia. I prezzi industriali alla produzione si stabilizzarono dopo la metà del 1962 contro un aumento medio, fino al 3% all'anno, dall'inizio del 1960. Tuttavia, la situazione sul mercato del lavoro rimase assai tesa e la media della disoccupazione (0,7%) era persino alquanto inferiore a quella del 1961.

Durante il 1963 l'attività economica ebbe all'estero una ripresa, facendo accelerare l'incremento delle esportazioni tedesche al 10%, in armonia con l'espansione delle importazioni globali degli altri paesi industriali. Poichè le importazioni tedesche si incrementarono soltanto del 6% a causa delle condizioni interne più calme, l'avanzo commerciale, su base annuale rettificata per variazioni stagionali, passò da \$0,7 miliardi nel primo trimestre a \$2,5 miliardi nell'ultimo; e ad un disavanzo di \$0,3 miliardi nelle partite correnti si sostituì un avanzo di \$1,2 miliardi. Contemporaneamente, il conto capitali a lungo termine subì un mutamento di \$0,5 miliardi (da un deflusso ad un afflusso) dal 1962 al 1963 e venne registrata un'entrata di fondi attraverso le banche commerciali. Congiuntamente, questi sviluppi stimolarono una ripresa dell'attività economica in Germania e provvidero anche la liquidità monetaria addizionale necessaria per sostenerla. Dato che l'economia si trovava ancora assai vicina al livello di pieno impiego quando questi movimenti ebbero inizio, non ci fu da attendere molto per vedere le risorse di nuovo sotto pressione. E i prezzi industriali alla produzione, che erano rimasti praticamente stabili per quasi un anno, ricominciarono a salire verso la metà del 1963.

Nella primavera del 1964 il saggio di aumento delle esportazioni tedesche aveva preso a rallentare, ma a quel momento l'espansione della domanda totale era ormai sostenuta dalla spesa interna. Siccome quest'ultima stimolava le importazioni tedesche, la bilancia commerciale s'indebolì e, nella seconda metà del 1964, le esportazioni nette di beni e servizi contribuirono con meno dello 0,8% al prodotto nazionale lordo contro quasi il 2% l'anno prima. Inoltre, dopo la primavera del 1964, le misure adottate per invertire l'afflusso di capitali esteri ebbero considerevole efficacia.

Come risultato, la politica economica non era più condizionata dalla posizione verso l'estero. Le autorità furono, tuttavia, lente nel decidersi ad adottare energiche misure di restrizioni e, nei diciotto mesi successivi, le pressioni esercitate dalla domanda divennero intense. L'eccessiva pressione cui si trovava sottoposta l'economia era soprattutto visibile sul mercato del lavoro, dove, nell'autunno del 1965, su base rettificata per variazioni stagionali, i posti liberi notificati superavano di oltre quattro volte i disoccupati iscritti. La si notava anche nell'aumento di salari e prezzi; dalla metà del 1964 alla metà del 1965 i guadagni orari nell'industria subirono un incremento del 10% e i prezzi industriali alla produzione uno del 3,5%.

La bilancia dei pagamenti conseguì un notevole saldo passivo. Su basi annuali, le partite correnti andarono deteriorandosi senza interruzione, passando da un avanzo di \$0,9 miliardi nel primo trimestre del 1964 a un deficit di \$2,1 miliardi nel terzo trimestre del 1965. L'avanzo commerciale che all'inizio ammontava a \$2,3 miliardi, su base annuale, scomparve completamente durante questo periodo. Un simile andamento può, in parte, essere spiegato con il fatto che il ritorno alla stabilità in altri importanti paesi dell'Europa continentale, soprattutto in Italia e in Francia, ridusse il saggio d'incremento delle esportazioni tedesche a circa il 7% all'anno, mentre le esportazioni verso gli altri paesi della CEE registrarono, nel 1964, un'effettiva flessione. Ma il principale fattore che sta alla base della scomparsa dell'avanzo commerciale è dato dall'incremento delle importazioni, del 20% su base annuale. Sebbene l'anticipazione alla metà del 1964 dell'applicazione di riduzioni tariffarie su merci provenienti da paesi situati all'interno e all'esterno della CEE possa aver contribuito a gonfiare il totale, la sostenuta ripresa delle importazioni fu dovuta soprattutto all'eccessivo surriscaldamento cui si lasciò giungere l'economia in Germania.

Dall'estate del 1964, la politica monetaria andò facendosi più restrittiva. Le riserve legali minime furono aumentate sensibilmente e le quote di risconto vennero ridotte nell'autunno del 1965, mentre il saggio ufficiale di sconto fu portato al 4%. La politica fiscale, d'altra parte, si mosse in direzione opposta con un taglio nell'imposta sul reddito di DM 2 miliardi, introdotto all'inizio del 1965, in aggiunta ad una considerevole espansione nella spesa del settore pubblico. Inoltre, con il progressivo inasprimento della politica monetaria, le esportazioni nette di capitali, provocate dalle misure adottate all'inizio del 1964, cedettero il passo all'indebitamento verso l'estero nel 1965. Questo movimento compensò parzialmente l'assorbimento di liquidità interna dovuto al deficit delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Nella primavera del 1966 si notarono sintomi che il "boom" era un poco diminuito d'intensità, ma la pressione sul mercato del lavoro non si attenuò, nè rallentarono gli aumenti dei salari e dei prezzi. Le restrizioni creditizie vennero pertanto intensificate con un'ulteriore diminuzione delle quote di risconto e con un incremento di un punto (al 5%) nel saggio ufficiale di sconto in maggio. Gli effetti di questa misura sono illustrati dalla diminuzione dei rapporti di riserva delle banche che, alla metà del 1966, erano scesi a poco più del 7% contro il 12% di due anni prima, nonchè dall'aumento dei rendimenti sulle obbligazioni emesse dal settore pubblico a oltre l'8,5% da meno del 6,5%.

Nella seconda metà del 1966, la stretta monetaria arrestò finalmente il "boom". La spesa interna che, nel primo semestre, stava ancora crescendo in misura notevole, si ridusse del 3%, a prezzi correnti, nei dodici mesi successivi e la produzione industriale si contrasse del 6% fra la primavera del 1966 e il 1967. La disoccupazione, rettificata per variazioni stagionali, passò da 130.000 unità all'inizio del 1966 a 550.000 unità nel terzo trimestre del 1967 e il numero di lavoratori stranieri, che era salito considerevolmente durante il "boom", si ridusse di oltre 250.000 unità. La pressione dei salari diminuì, in quanto l'aumento dei guadagni orari scese al 4%, su base annuale, e i prezzi industriali alla produzione cominciarono a flettersi.

L'entità della recessione modificò l'andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Nel terzo trimestre del 1967 l'avanzo delle partite correnti ammontava a \$2,8 miliardi, su base annuale, contro un disavanzo di \$2,1 miliardi soltanto due anni prima e l'avanzo commerciale aveva raggiunto il livello di \$4,5 miliardi, pure su base annuale. Le importazioni erano scese del 5% al disotto del livello dell'autunno del 1965, mentre le esportazioni erano cresciute di quasi il 20%, rispecchiando una sostenuta domanda estera, nonchè il successo dell'azione intrapresa dall'industria tedesca per aumentare le esportazioni.

Considerando l'intero periodo che va dalla rivalutazione del 1961 alla fine del 1967, la posizione verso l'estero della Germania è stata contrassegnata da crescenti fluttuazioni. Benchè queste siano state talvolta accompagnate da mutamenti nei flussi di capitali, esse hanno soprattutto rispecchiato variazioni nelle partite correnti, specialmente nel conto merci. Le variazioni nelle importazioni ed esportazioni tedesche hanno assunto direzioni opposte durante la maggior parte di questo periodo, come può essere rilevato dalla parte superiore del grafico a pagina 9. Nelle parti inferiori, le fluttuazioni nelle importazioni ed esportazioni tedesche sono indicate in rapporto alle variazioni verificatesi, rispettivamente, nella domanda interna e in quella estera. Le variazioni nelle importazioni globali di altri paesi industriali sono considerate dati approssimativi della situazione della domanda all'estero. Le importazioni tedesche presentano generalmente un rapporto abbastanza stretto con la domanda interna, tranne che per il periodo di forte surriscaldamento dell'economia fra la metà del 1964 e la metà del 1966; e la recessione non ha fatto altro che ristabilire il precedente rapporto. Analogamente, l'andamento delle esportazioni tedesche seguì assai dappresso quello delle importazioni di altri paesi, sebbene abbiano mostrato la tendenza a mantenersi alquanto meglio durante i periodi in cui la domanda

globale all'estero rallentava. Sembra, perciò, che le variazioni nella bilancia commerciale tedesca siano state, in ampia misura, determinate più dalla differenza temporale dei movimenti ciclici in Germania e negli altri paesi, considerati nell'insieme, che da variazioni nella relativa competitività. Il fatto, poi, che queste fluttuazioni siano diventate più ampie durante il periodo riflette l'intensità anormale del movimento ciclico in Germania dopo il 1963. Il confronto fra le singole variazioni nei prezzi mette in evidenza che, durante il citato periodo, la migliorata concorrenzialità dei prezzi tedeschi rispetto a quelli di molti altri paesi esercitò senza dubbio la sua influenza sulla bilancia commerciale. Ma a partire dalla fine del 1967 il vantaggio del prezzo non sembra sia stato il fattore chiave alla base dell'imponente avanzo commerciale che è stato registrato.

Deluse le aspettative inflazionistiche verso la fine del 1966, le autorità si orientarono verso una politica economica di forte stimolo. Dalla fine dell'anno, la Bundesbank svincolò, in diverse fasi, circa DM 6 miliardi di riserve legali in favore delle banche e nella primavera del 1967 il saggio ufficiale di sconto venne ribassato al 3%. Queste misure contribuirono non soltanto a stabilizzare la domanda interna, ma anche ad agevolare il finanziamento dell'avanzo delle partite correnti, incoraggiando cospicue esportazioni di fondi, soprattutto a breve, attraverso le banche. Il governo introdusse, inoltre, speciali programmi di investimento che, complessivamente, ammontarono ad oltre l'1,5% del prodotto nazionale lordo e concesse, temporaneamente, speciali accantonamenti per ammortamenti di investimenti privati.

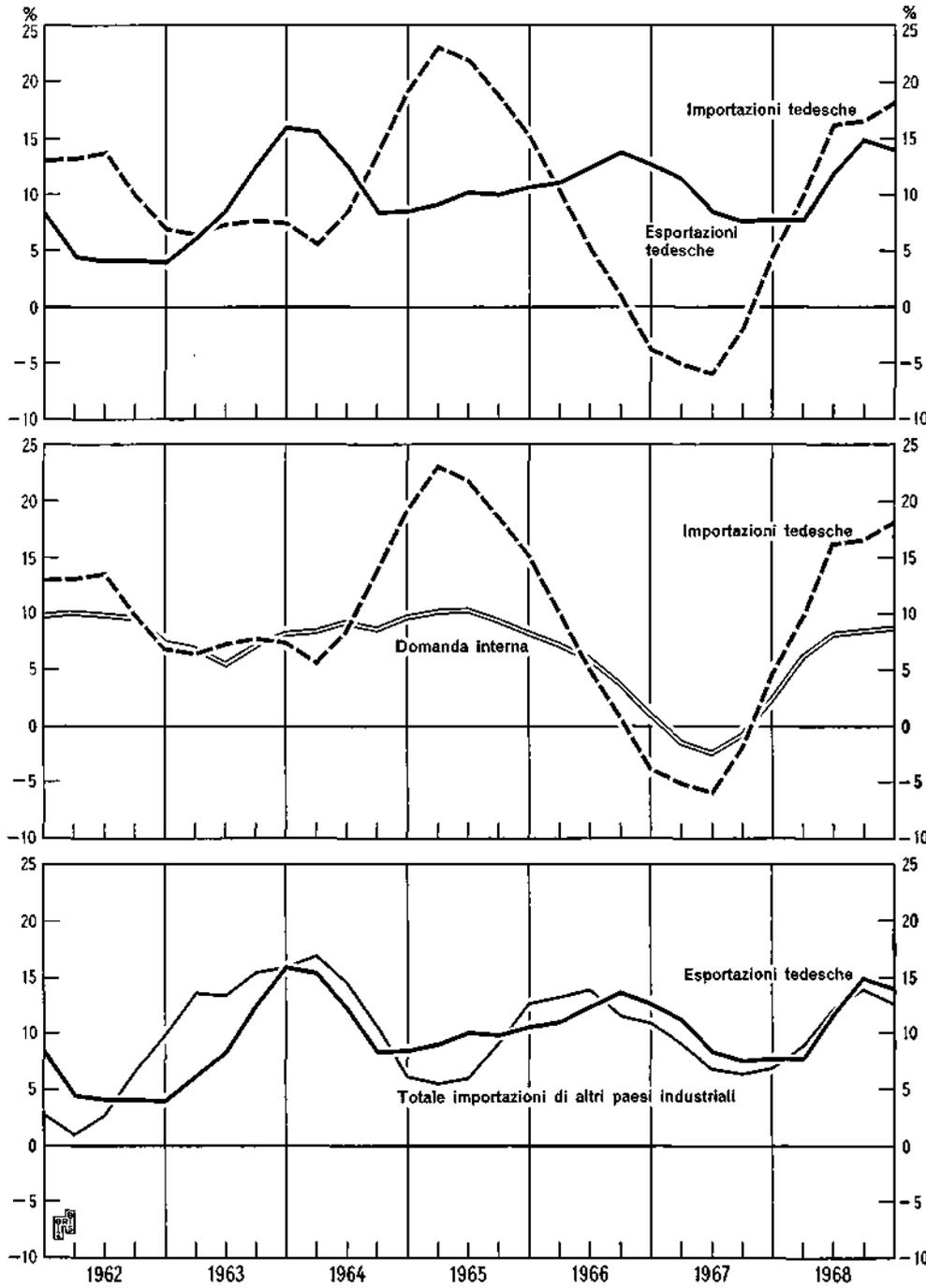
L'effetto di queste misure sulla domanda si fece ben presto sentire. Il ritmo degli investimenti fissi si andò accelerando nella seconda metà del 1967 e aumentò più rapidamente nel 1968. Le scorte aziendali furono ricostituite, quando, all'inizio del 1968, vennero chiarite le incertezze circa il trattamento fiscale cui esse sarebbero state sottoposte nel periodo di transizione dall'imposta sugli scambi al sistema dell'imposta sul valore aggiunto. Anche la spesa per i consumi andò progressivamente invigorendosi. In aggiunta alla ripresa della domanda interna, nel 1968 si è accelerata anche l'espansione delle esportazioni tedesche. Come risultato, dalla prima metà del 1967 alla seconda metà dello scorso anno, il totale della spesa finale (a prezzi correnti) è cresciuto del 9%, su base annuale.

La produzione ha reagito energicamente: dal primo semestre del 1967 al secondo semestre del 1968, la produzione industriale (esclusa l'edilizia) è aumentata di circa il 14%, rapportato ad anno. Questo risultato è stato conseguito, in parte, mediante l'assorbimento di capacità produttiva non utilizzata, rispecchiatosi nell'industria in un aumento del rapporto di utilizzazione che, alla fine del 1968, si avvicinava al 90%, aliquota registrata durante il "boom" precedente. La disoccupazione si è notevolmente ridotta, passando dalla punta di 550.000 unità alla metà del 1967 a 225.000 unità alla fine del 1968 e il rapporto di disoccupazione è sceso all'1,1% delle forze di lavoro dipendente. Si è verificata, inoltre, una forte espansione nella produzione pro capite che, nel 1968, è cresciuta dell'11% per l'industria e del 7% per l'economia in complesso.

Il rapido progresso della produzione non è stato accompagnato da pressioni su prezzi e redditi, almeno fino a 1968 inoltrato. La media dei guadagni è miglio-

Germania: Variazioni nelle esportazioni e importazioni e nella domanda interna ed esterna.

Medie mobili di variazioni trimestrali rispetto all'anno precedente, in percento.



rata di non meno dell'8%, pur lasciando ancora un margine per una lieve riduzione dei costi unitari di lavoro. Escludendo l'effetto sui prezzi dell'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto, dalla metà del 1967 alla metà del 1968 i prezzi industriali alla produzione sono diminuiti di quasi lo 0,5%, sebbene poi abbiano incominciato ad aumentare di nuovo; nel dicembre 1968 erano cresciuti dello 0,7%.

Sebbene fino alla fine del 1968 la ripresa economica non abbia prodotto seri sintomi di tensione, essa ha stimolato una forte espansione delle importazioni. Dal terzo trimestre del 1967 al quarto trimestre del 1968 le importazioni commerciali tedesche hanno registrato un incremento di oltre il 20%, su base annuale. Il fatto che, durante questo periodo, l'avanzo commerciale non sia diminuito è, pertanto, da spiegarsi interamente con il ritmo vivace delle esportazioni tedesche, che pure sono cresciute del 20%, su base annuale. Come può essere rilevato nella parte superiore del grafico alla pagina precedente, il rapporto fra le variazioni nelle esportazioni tedesche, generalmente negativo nel passato, è diventato positivo a partire dall'inizio del 1968.

Nel 1968, la sostenutezza delle esportazioni tedesche è stata in larga misura l'effetto di un balzo imprevisto della domanda all'estero, dovuto in parte a fattori anormali, quali gli scioperi nelle industrie metallurgiche americane, l'ondata di spese anticipate verificatasi nel Regno Unito all'inizio dell'anno in previsione della pubblicazione del bilancio, nonché la rapida espansione nelle importazioni francesi dopo giugno. Essa è anche da attribuire all'elevato saggio di espansione economica conseguito in altri paesi che, in taluni casi, è stato parzialmente indotto dal più forte sviluppo in atto in Germania. Inoltre, nel quarto trimestre, il volume delle merci esportate dalla Germania è stato gonfiato artificialmente, dapprima per i timori circa aggiustamenti dei cambi e successivamente per le forniture accelerate da parte degli esportatori tedeschi, allo scopo di evitare la riduzione dei rimborsi fiscali conseguente alle modificazioni annunciate in novembre.

Come risultato di ciò, nel 1968 l'avanzo commerciale è ammontato a \$4,6 miliardi contro \$4,2 miliardi nel 1967 e le partite correnti hanno conseguito un analogo incremento, raggiungendo il livello di \$2,9 miliardi. Le difficoltà che un avanzo di questo ordine di grandezza avrebbe potuto creare, sul piano interno e su quello internazionale, sono state notevolmente attenuate da un deflusso netto senza precedenti di capitali a lungo termine. Le autorità hanno attivamente incoraggiato questo movimento, continuando una politica monetaria improntata a facilitazioni, politica che, dopo l'agosto 1967, incluse per la prima volta il sostegno, da parte della Bundesbank, del mercato delle obbligazioni governative e lasciò che i saggi d'interesse in Germania diminuissero in contrasto con la tendenza in altri importanti centri finanziari. Esso è stato pure stimolato dagli effetti prodotti dal programma americano per la bilancia dei pagamenti. Si registrò, conseguentemente, un forte incremento delle emissioni sul mercato dei capitali esteri e dei prestiti sottoscritti in Germania (in buona parte dalle banche) che ha fatto salire il deflusso netto di capitali a lungo termine a \$2,8 miliardi contro meno di \$0,8 miliardi nel 1967. Per il 1968, nel complesso, la bilancia dei pagamenti di base ha registrato perciò un avanzo soltanto di \$40 milioni e, per la maggior parte dell'anno, essa è stata passiva.

Germania: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
milioni di dollari SU							
Merci							
Esportazioni (f.o.b.) . . .	13.245	14.580	16.230	17.910	20.155	21.760	24.885
Importazioni (c.i.f.) . . .	12.375	13.070	14.710	17.610	18.165	17.545	20.295
Saldo	870	1.510	1.520	300	1.990	4.215	4.590
Servizi (al netto)							
Introiti di natura militare	1.025	1.060	1.045	1.030	1.225	1.310	1.340
Turismo	— 540	— 480	— 495	— 640	— 765	— 880	— 670
Interessi e dividendi . . .	— 315	— 305	— 395	— 450	— 370	— 450	— 235
Altri servizi	— 175	— 275	— 300	— 260	— 395	— 355	— 390
Totale	— 5	—	— 145	— 320	— 305	— 175	45
Trasferimenti unilaterali (al netto)	— 1.300	— 1.265	— 1.325	— 1.600	— 1.565	— 1.575	— 1.760
Saldo delle partite correnti	— 435	245	50	— 1.620	120	2.465	2.875
Conto capitali a lungo termine (al netto)							
Capitali privati	235	745	70	560	440	— 415	— 2.500
Capitali ufficiali	— 325	— 360	— 330	— 320	— 375	— 380	— 335
Totale	— 90	385	— 260	240	65	— 795	— 2.835
Bilancia di base	— 525	630	— 210	— 1.380	185	1.670	40
Pagamenti anticipati di debiti ufficiali	—	—	—	—	— 235	—	—
Conto capitali a breve (al netto)							
Capitali privati (escluse le banche)	125	10	55	210	470	— 410	120
Capitali ufficiali	— 45	—	— 260	260	80	45	280
Errori e omissioni	285	— 125	500	705	150	—	510
Saldo complessivo	— 160	515	85	— 205	490	1.305	950

Ciò non di meno, nel secondo semestre del 1968 si sono verificate due ondate di acquisti speculativi di marchi. Era sempre più evidente che la già favorevole posizione concorrenziale della Germania continuava a migliorare in seguito alla stabilità dei prezzi interni, mentre all'estero l'inflazione era piuttosto sostenuta. Si pensava anche che l'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto al principio dell'anno avrebbe agito nella stessa direzione. Nello stesso tempo ci si rendeva conto che se in Germania si consentiva all'espansione di procedere senza freni, ben presto sarebbero apparsi sintomi di pressioni sulle risorse. Se, in queste condizioni, soprattutto la politica monetaria si fosse orientata verso misure restrittive, si sarebbe ridotto il volume dei capitali in uscita e la bilancia dei pagamenti avrebbe conseguito un cospicuo saldo attivo; in ottobre questo pericolo è stato messo in evidenza dalle difficoltà che il mercato dei capitali stava incontrando nell'assorbimento di emissioni estere. Date queste circostanze, hanno incominciato a circolare voci di una possibile rivalutazione del marco. E le voci sono apparse credibili quando ci si è accorti che, in taluni ambienti assai influenti, l'opinione stava muovendosi in favore di un più ampio aggiustamento delle parità.

La prima ondata speculativa si è verificata all'inizio di settembre; durante questo mese la Bundesbank ha dovuto assorbire dal mercato circa \$1,4 miliardi nello spazio di una decina di giorni. La maggior parte di questi fondi è stata ricanalizzata verso le banche commerciali attraverso operazioni di riporto a cambi favorevoli. Poi, nelle prime tre settimane di novembre, si è assistito ad un afflusso assai più cospicuo di fondi a breve. Nonostante ulteriori incoraggiamenti alle banche commerciali a riesportare fondi, le riserve della Bundesbank sono cresciute di \$2,4 miliardi. In questa atmosfera di crisi, il 20 novembre è stata chiusa la maggior parte dei mercati dei cambi europei e i ministri e i governatori del Gruppo dei dieci sono convenuti a Bonn per una riunione, allo scopo di discutere sull'azione da adottare per ristabilire l'ordine.

Sebbene si sia parlato della possibilità di qualche aggiustamento dei cambi, il governo tedesco ha deciso di mantenere l'esistente parità del marco. Nel prendere questa decisione il governo è stato, a quanto pare, riluttante ad adottare la misura irreversibile della rivalutazione di fronte alla prospettiva di un sostanziale mutamento nelle posizioni cicliche dei principali paesi; l'economia tedesca avrebbe continuato ad espandersi vigorosamente, mentre sarebbe stata smorzata la domanda inflazionistica negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Francia. In tal caso, un mutamento della parità avrebbe sollevato anche un grave problema di bilancio per il governo, in quanto si sarebbe dovuto aumentare fortemente il sostegno all'agricoltura. Si è fatto perciò ricorso ad altri mezzi per attenuare la crisi. L'abbuono dell'imposta sul valore aggiunto applicata alle esportazioni e l'imposta di perequazione sulle importazioni sono stati diminuiti di 4 punti fino al marzo 1970, ciò che equivale ad una rivalutazione limitata agli scambi dei prodotti industriali. Sono state, inoltre, prese misure per scoraggiare l'afflusso di fondi in Germania, disponendo che i fondi esteri detenuti dalle banche tedesche in misura superiore al livello raggiunto il 15 novembre fossero depositati presso la Bundesbank. In pari tempo, in Francia e nel Regno Unito — gli altri due paesi principalmente coinvolti nella crisi di novembre — sono state introdotte rigorose misure per contenere la domanda.

Quando, dopo la riunione di Bonn, i mercati dei cambi sono stati riaperti (25 novembre), i fondi hanno incominciato ad uscire dalla Germania; si è verificato un imponente mutamento nella posizione netta ufficiale monetaria verso l'estero che, nei tre mesi successivi, è diminuita di poco meno di \$3 miliardi. Due terzi di questo importo erano costituiti da fondi usciti attraverso le banche, mentre \$1 miliardo è stato utilizzato per finanziare un deficit della bilancia dei pagamenti di base, dovuto soprattutto alle esportazioni nette di capitali a lungo termine che hanno toccato una nuova punta.

Da dicembre a febbraio l'avanzo delle partite correnti è ammontato soltanto a \$1,3 miliardi, su base annuale, dopo aver apportato le rettificazioni stagionali. Questo andamento è da considerarsi più come una reazione all'importo artificialmente elevato di \$4,2 miliardi, registrato nei tre mesi precedenti, che come il risultato diretto degli adeguamenti tributari sugli scambi con l'estero. E quantunque dopo novembre anche le ordinazioni estere all'industria tedesca si siano ridotte rispetto al precedente eccessivo livello, nella primavera del 1969 esse non presentavano alcun sintomo di rallentamento della domanda.

Inoltre, a quel tempo, la pressione esercitata in Germania dai salari era cresciuta: le prime importanti trattative salariali del 1969, riguardanti il settore pubblico, hanno provocato un aumento generale, compresi gli incrementi addizionali per gli impiegati delle categorie più basse di stipendio, di circa il 7%, che l'industria privata avrebbe probabilmente adottato come livello minimo. Oltre alla prospettiva di una nuova forte espansione della domanda per consumi, la spesa del settore pubblico era destinata a crescere più che nel 1968 e le spese per gli investimenti aziendali avrebbero certamente mantenuto il loro movimento ascendente. Dato che il margine per un'ulteriore espansione del livello di occupazione era praticamente limitato all'assunzione di mano d'opera straniera e siccome il saggio di espansione della produttività aveva già incominciato a flettersi, la pressione della domanda sulla capacità produttiva stava diventando un problema.

Poichè la bilancia dei pagamenti era largamente passiva, almeno per il momento, era possibile adottare una politica economica improntata a moderato contenimento interno. Sebbene i saggi d'interesse stessero già salendo in reazione ai rendimenti esteri, la Bundesbank ha cessato, verso la fine di febbraio, di sostenere il mercato delle obbligazioni governative. In marzo è stato dichiarato che le facilitazioni di sconto messe a disposizione dalla banca centrale sarebbero state ridotte del 20% a partire da fine giugno e il saggio d'interesse applicato alle banche sulle anticipazioni garantite è stato accresciuto di mezzo punto, portandolo al 4%. In aprile questo saggio è stato ulteriormente aumentato, questa volta, però, accompagnato da un incremento di un punto nel saggio ufficiale di sconto. Pure in marzo il governo tedesco ha annunciato il differimento di spese federali per circa DM 2 miliardi, nonchè l'accelerazione dei versamenti dell'imposta sulle società. Il governo ha inoltre invitato le autorità regionali a ridurre il loro indebitamento.

Dopo un'ulteriore perdita di riserve in marzo, la posizione ufficiale verso l'estero è notevolmente migliorata in aprile. All'inizio di tale mese era stato introdotto il contingentamento non ufficiale delle emissioni estere sul mercato dei capitali, che ha provocato il miglioramento della bilancia dei pagamenti di base. Si è registrato inoltre un afflusso di fondi dalla Francia, in seguito alle crescenti incertezze circa l'evoluzione della situazione politica in questo paese. In aprile, le attività nette esterne ufficiali sono cresciute di oltre \$600 milioni. All'inizio di maggio si è verificata una nuova ondata di massicce speculazioni sul marco, quando si è appreso che la Repubblica federale stava esaminando ufficialmente la possibilità di rivalutare la moneta. La Bundesbank ha acquistato circa \$4 miliardi di dollari sul mercato nello spazio di pochi giorni, soprattutto prima del secondo "week-end" del mese e la situazione ha influito in senso negativo praticamente su tutte le altre maggiori valute. Ma, ancora una volta, il governo tedesco ha riaffermato la sua determinazione a non procedere alla rivalutazione, proponendo invece la proroga a tempo indeterminato delle variazioni, apportate in novembre, all'imposta sugli scambi con l'estero, nonchè un'azione più vigorosa per scoraggiare l'afflusso di fondi. Sono state inoltre proposte misure anticicliche, ivi compresi il rimborso di debiti governativi alla Bundesbank e il blocco delle entrate tributarie superiori alle stime di bilancio. Più avanti in maggio la banca centrale ha aumentato le riserve minime legali sui depositi bancari, soprattutto di quelli

provenienti dall'estero. Queste decisioni hanno contribuito ad attenuare la tensione di natura immediata esistente sui mercati dei cambi e si è verificato un riflusso di fondi dalla Germania.

Nonostante le diverse misure adottate dallo scorso novembre per evitare l'inflazione, sembra probabile che l'espansione della domanda globale in Germania continuerà a rimanere molto vivace. Ciò implicherebbe un saggio di incremento dei prezzi più veloce e dalla decisione di non rivalutare si potrebbe dedurre che verrà tollerato, in certa misura, un loro aumento. Considerati insieme agli sforzi che si stanno facendo all'estero per contenere l'inflazione, questi sviluppi in Germania dovrebbero provocare la flessione nell'avanzo delle partite correnti nel 1969 cui verrebbe ad aggiungersi la reazione agli speciali fattori che hanno esercitato la loro influenza nel 1968.

Sembra tuttavia certo che l'eccedenza sarà ancora cospicua in rapporto alla posizione ciclica della Germania. Ma essa potrebbe venire compensata da esportazioni nette di capitali a lungo termine che, per la parte dell'anno finora trascorsa, sono già ammontate a quasi \$1,5 miliardi. Da un punto di vista strutturale è opportuno che la Germania partecipi al finanziamento dello sviluppo economico di altre parti del mondo. Ma per renderlo sostenibile, occorre che, se sarà necessario, la politica fiscale aiuti a sopportare l'onere del contenimento. Mentre, nel passato, vi sono state manchevolezze in proposito, questa volta pare che si procederà in una maniera più equilibrata.

Francia.

Il crollo della fiducia nel franco francese, avvenuto nel maggio 1968, ha aggiunto un nuovo e imprevisto elemento di instabilità alla già fragile situazione esistente sui mercati dei cambi. La fuga dalla valuta francese è stata provocata dallo scoppio improvviso di agitazioni sociali e industriali e dai timori che esse avrebbero portato ad un sensibile deterioramento della posizione della Francia verso l'estero. Ma questi eventi, di origine essenzialmente interna, e le tensioni in essere nel sistema dei pagamenti internazionali hanno fortemente reagito gli uni sulle altre. Non v'è dubbio che il generale nervosismo esistente sui mercati dei cambi, aumentato dopo la svalutazione della sterlina nel novembre 1967, ha aggravato la pressione sul franco; e il brusco mutamento nella posizione della valuta francese (da una delle più forti a quella forse più immediatamente sospetta) ha, a sua volta, intensificato l'incertezza sui futuri valori relativi delle monete in linea più generale.

Negli anni antecedenti al 1968, gli sviluppi economici in Francia non avevano presentato sintomi che lasciassero presumere l'esistenza di un serio malcontento nel settore industriale. Inoltre, sebbene le richieste finali dei sindacati dei lavoratori fossero formulate soprattutto in termini di redditi più elevati, pare che gli scioperi non siano stati indotti da inadeguati miglioramenti del tenore di vita.

Nel 1963, il governo aveva adottato una politica economica improntata a restrizioni, allo scopo di alleviare la pressione sui prezzi derivante soprattutto dall'eccessivo livello della domanda per consumi. Dal 1961 al 1963 i consumi

privati reali subirono un'espansione di oltre il 14%. Mentre questo andamento era, in parte, dovuto al ritorno di circa 700.000 francesi dall'Algeria, esso rispecchiava principalmente il rapido incremento dei redditi da lavoro che, in termini monetari, aumentarono del 28% durante questi due anni. Nel 1963, il rialzo dei prezzi, calcolato in base al fattore deflazionistico del prodotto nazionale lordo, ammontò al 6% e i prezzi ingrosso registrarono un incremento di quasi il 4%. Nel settembre 1963 venne, conseguentemente, introdotto un programma di stabilizzazione, che prevedeva l'intervento diretto per contenere la lievitazione dei prezzi, nonché misure restrittive di natura fiscale e monetaria.

Nei quattro anni successivi, il livello dei redditi da lavoro aumentò, con un saggio medio annuo di poco meno del 10% (impiegando i dati dei conti economici nazionali aventi per base l'anno 1959) e il saggio di incremento dei redditi da beni di proprietà fu, in media, del 7%. In complesso, dal 1963 al 1967, il reddito personale disponibile, depurato dall'incremento dei prezzi al consumo (calcolato in 3% all'anno) si accrebbe con un saggio medio annuo del 5%; e i consumi privati reali subirono un'espansione, su base annuale, del 4,5%, ossia di circa il 3,5% all'anno, su base pro capite. Mentre queste aliquote di miglioramento erano di circa l'1% inferiori a quelle analoghe conseguite nei cinque anni prima della stabilizzazione, è da osservare che il primo di questi periodi era partito da un livello di recessione economica e comprendeva anche gli incrementi, nettamente inflazionistici, del 1962 e 1963. Inoltre, il miglioramento del tenore di vita, conseguito dal 1963 al 1967, era ancora considerevole e reggeva favorevolmente il confronto con quelli registrati in altri paesi progrediti.

Tuttavia, l'espansione del prodotto nazionale lordo reale si ridusse da un saggio medio del 5,5% per gli anni 1958-63 al 5% nei quattro anni successivi e quest'ultima aliquota non assorbì interamente le risorse produttive disponibili dell'economia. Il livello medio della disoccupazione aumentò quando, dopo il 1963, la produzione cominciò a rallentare; e sebbene l'attività economica avesse ripreso a espandersi dopo la metà del 1965, il suo effetto sul mercato del lavoro fu modesto. A partire dall'autunno del 1966 l'espansione della produzione diminuì a causa della debolezza della domanda all'estero, soprattutto in Germania, e di un progresso meno rapido della spesa per i consumi in Francia. I disoccupati iscritti negli appositi registri che, nel 1963, erano stati inferiori a 100.000 unità, aumentarono senza interruzione (sulla base di dati rettificati per variazioni stagionali) dopo il primo trimestre del 1966, per toccare 235.000 unità nel primo trimestre del 1968. Dato questo livello per i disoccupati iscritti, il totale può aver raggiunto 400.000 unità, ossia più del 2% dei lavoratori salariati, quantunque questa cifra esageri certamente la disponibilità di mano d'opera addizionale in molte aree industriali.

Sembrò, inoltre, che la situazione sul mercato del lavoro cominciasse a migliorare. Dopo la metà del 1967 la domanda estera si era consolidata e, all'inizio del 1968, la politica economica fu modificata in modo da conseguire un'espansione più rapida. La riduzione delle scorte aziendali, che si era verificata prima dell'introduzione delle nuove aliquote dell'imposta sul valore aggiunto all'inizio del 1968, stava invertendo la tendenza. Mentre la produzione industriale non aveva praticamente compiuto alcun progresso per oltre un anno fino al terzo trimestre

del 1967, dalla fine dell'estate del 1967 alla primavera successiva aumentò di oltre l'8%, su base annuale. Sebbene, in aprile 1968, questo andamento non si fosse ancora rispecchiato in una riduzione della disoccupazione, i posti liberi notificati erano aumentati e la media delle ore lavorative era cresciuta. E' quindi improbabile che la situazione sul mercato del lavoro sia stata un fattore alla base degli scioperi di maggio-giugno.

Quantunque le cause degli scioperi siano state di natura piuttosto socio-politica che strettamente economica, ben presto se ne sono viste le conseguenze economiche. L'effetto immediato è stato una perdita nella produzione pari a circa il 3% del prodotto nazionale lordo, su base annuale. Ma il risultato di gran lunga più importante è stato il cospicuo incremento dei redditi nominali, cui hanno aderito governo e imprenditori durante i negoziati tenuti a fine maggio congiuntamente con i sindacati dei lavoratori, contribuendo in tal modo a porre termine agli scioperi. Le condizioni stipulate prevedevano un aumento generale del 10% dei salari e miglioramenti più elevati dei saggi salariali minimi, nonché la riduzione delle ore lavorative e maggiori benefici accessori; in aggiunta, il governo ha accettato di aumentare i pagamenti relativi alla sicurezza sociale. Tutti questi miglioramenti avrebbero dovuto imprimere una forte spinta a costi e prezzi e l'attesa che ciò si verificasse, nonché la possibilità che venissero adottate restrizioni valutarie, hanno aggravato la fuga di fondi all'estero. In conseguenza, compito della politica economica, al quale spettava nettamente la priorità, sia per ragioni interne che internazionali, era quello di contenere nella più ampia misura possibile l'inflazione potenziale dei costi.

Si decise che questo obiettivo sarebbe stato conseguito nel modo migliore, incoraggiando una rapida espansione della produzione; il cospicuo aumento della produttività che ne sarebbe potuto derivare avrebbe contribuito ad assorbire l'incremento dei costi di lavoro. E' stato, pertanto, alleggerito il carico fiscale delle aziende, allo scopo di rendere meno gravosi gli aumenti dei prezzi e sono stati ripristinati i crediti d'imposta per i nuovi investimenti. Queste agevolazioni, in parte compensate da imposte più elevate sui redditi personali, più la maggiore spesa pubblica, hanno portato il disavanzo generale di bilancio a fr.fr. 14 miliardi per il 1968 (era già stato aumentato da fr.fr. 1,9 a 5,5 miliardi prima degli scioperi). E, in aggiunta, sono state attenuate alcune misure di politica monetaria: per migliorare, temporaneamente, la liquidità bancaria, si è provveduto a innalzare le quote di sconto e a ridurre l'aliquota minima di carta a medio termine che le banche hanno l'obbligo di detenere. Sono stati, inoltre, introdotti crediti speciali e facilitazioni a bassi saggi d'interesse per le imprese di dimensioni medie e per gli esportatori. Queste misure possono aver manifestato la tendenza ad aumentare la liquidità già esistente nel settore delle imprese, creatasi con la riduzione delle scorte che seguì alle perdite subite dalla produzione durante gli scioperi. Per fronteggiare i pericoli insiti in questa politica economica di forte stimolo, si è esteso il controllo diretto sui prezzi e sono stati introdotti controlli valutarie, a titolo temporaneo, alcune quote d'importazione, nonché sussidi alle esportazioni per sostenere la bilancia dei pagamenti. In pari tempo è stato rialzato il saggio ufficiale di sconto e i saggi d'interesse a breve del mercato sono stati ritoccati all'insù per contribuire a contenere il deflusso di fondi all'estero.

Terminati gli scioperi, la produzione si è ripresa rapidamente. Da marzo a dicembre, la produzione industriale ha registrato un incremento del 7,5% e l'intero aumento è dovuto ad un'espansione nella produzione pro capite. Il livello di occupazione nell'industria manifatturiera si è abbassato durante il predetto periodo e, sebbene i disoccupati iscritti siano diminuiti sensibilmente dopo agosto, alla fine dell'anno il loro numero era quasi uguale a quello raggiunto prima degli scioperi. Da marzo a dicembre i saggi salariali orari sono cresciuti quasi del 14% e la media dei guadagni è forse aumentata in misura maggiore. Sicchè, sebbene sia stato conseguito un notevole progresso nella produttività, i costi unitari di lavoro sembrano avere subito un sensibile incremento. Nonostante le misure adottate per attenuare la pressione sui prezzi, i prezzi ingrosso dei prodotti industriali sono saliti del 5,5% da marzo a dicembre e i prezzi al minuto del 4%. Quali che siano stati i meriti della politica di espansione all'interno del paese, occorre dire che essa ha avuto effetti negativi sulla bilancia dei pagamenti.

Negli anni immediatamente precedenti al 1968, i cospicui saldi attivi verso l'estero, registrati dalla Francia all'inizio degli anni sessanta, erano sensibilmente diminuiti. Esclusi i pagamenti anticipati di debiti ufficiali, dal 1959 al 1963 l'avanzo delle partite correnti e delle transazioni su capitali a lungo termine con paesi non appartenenti all'area del franco era ammontato, in media, a oltre \$1 miliardo all'anno. Nel 1964, l'eccedenza della bilancia di base si ridusse a poco più di \$500 milioni, a causa, in ampia misura, del fatto che per la prima volta, dal 1958, la bilancia commerciale conseguì un deficit. Ma, siccome il suo andamento migliorò l'anno successivo in seguito all'influsso esercitato dalle prime misure di stabilizzazione, l'eccedenza della bilancia di base salì di nuovo a \$750 milioni.

Poi, nei due anni successivi, l'avanzo si ridusse notevolmente e, nel 1967, ammontò soltanto a \$275 milioni. Calcolato sulla base di cassa, l'avanzo delle partite correnti verso i paesi non appartenenti all'area del franco che, nel 1965, era stato di \$460 milioni, si era praticamente dileguato nel 1967, in seguito all'indebolimento sia del conto merci che delle partite invisibili. Il peggioramento della bilancia commerciale durante questi due anni è, in ampia misura, il risultato dell'attenuazione della domanda globale in altri paesi nel 1966-67, la quale si è rispecchiata in una lenta espansione delle esportazioni francesi. D'altra parte, il deterioramento delle partite invisibili da un avanzo di \$130 milioni a un disavanzo di entità lievemente superiore, è sembrato più di natura strutturale. Esso ha fatto seguito a un precedente peggioramento rispetto all'avanzo netto delle partite invisibili che era di \$540 milioni nel 1960, dovuto soprattutto alle crescenti spese francesi per viaggi all'estero e alle maggiori rimesse da parte dei lavoratori stranieri. Sebbene, dopo il 1965, il saldo del conto turismo non abbia presentato ulteriori flessioni, il livello delle rimesse dei lavoratori ha continuato ad aumentare e nel 1967 vi è stato un deterioramento nel conto del governo in connessione con il ritiro della NATO e la rimozione delle basi militari americane dalla Francia.

L'afflusso netto di capitali privati a lungo termine, un elemento tipico che ha accompagnato l'avanzo delle partite correnti francesi negli anni sessanta, si

contrasse nel 1966, per riprendersi nell'anno successivo, quando esso costituì la contropartita di quasi l'intera eccedenza conseguita nella bilancia dei pagamenti di base. Nel 1967 si è, tuttavia, verificato un deflusso di capitali a breve, in parte dovuto agli acquisti privati di oro effettuati nelle condizioni eccezionali createsi nell'ultimo trimestre dell'anno, in seguito al quale la bilancia dei pagamenti è divenuta passiva.

All'inizio del 1968, pertanto, spariti gli eccessivi saldi attivi conseguiti al principio degli anni sessanta, la posizione di fondo verso l'estero era forse ancora positiva o, almeno, in equilibrio. La posizione delle riserve ufficiali, con attività nette per circa \$7 miliardi, era fortissima. E, sebbene esistesse qualche preoccupazione circa l'effetto che l'introduzione delle riduzioni tariffarie della CEE e dei negoziati Kennedy, prevista per la metà del 1968, avrebbe avuto sull'industria francese, è certo che, a quel tempo, la debolezza verso l'estero non costituiva un problema.

Francia: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	Media	1964	1965	1966	1967	1968 ²
	1959-63	milioni di dollari SU				
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	5.220	7.625	8.265	8.985	10.150	11.250
Importazioni	4.900	7.715	7.935	9.015	10.000	11.900
Saldo commerciale	320	— 90	330	— 30	150	— 650
Servizi (al netto)						
Inferensi e dividendi	70	55	85	90	105	.
Turismo	190	35	25	10	5	.
Rimesse dei lavoratori	— 140	— 230	— 275	— 330	— 365	.
Transazioni governative	70	65	55	35	— 125	.
Altri servizi	220	250	290	265	250	.
Totale	410	175	130	70	— 140	— 800
Saldo delle partite correnti	730	85	460	40	10	— 1.450
Conto capitali a lungo termine (al netto)						
Capitali privati						
Investimenti netti francesi all'estero	10	— 75	— 175	— 215	— 305	.
Investimenti netti esteri in Francia	420	600	535	370	615	.
Totale	430	525	360	155	310	.
Capitali ufficiali	— 80	— 80	— 70	— 75	— 45	.
Totale	350	445	290	80	265	— 300
Bilancia di base	1.080	530	750	120	275	— 1.750
Capitali a breve, regolamenti multilaterali e aggiustamenti	90	265	390	255	— 310	— 1.400
Pagamenti anticipati di debiti ufficiali	— 360	—	— 180	— 70	—	—
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	810	795	960	305	— 35	— 3.150

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Stime provvisorie della BRI.

La situazione è stata trasformata dalla perdita di fiducia in conseguenza degli scioperi. Non sono stati pubblicati dati ufficiali sulla bilancia dei pagamenti francese per il 1968, ma le stime provvisorie elaborate dalla BRI indicano che, per l'anno nel suo complesso, il saldo passivo è ammontato a oltre \$3 miliardi. La bilancia di base ha conseguito un deficit di circa \$1,75 miliardi; si è verificato, inoltre, un deflusso di capitali a breve di quasi \$2 miliardi, ivi compresa un'uscita di fondi attraverso le banche per \$0,5 miliardi. Le attività nette estere ufficiali sono pertanto diminuite di \$3,7 miliardi durante l'anno. A questo totale di finanziamenti ufficiali si è fatto fronte, per poco meno della metà, con prelievi dal FMI e crediti esteri; il saldo è stato soddisfatto con l'oro e le riserve valutarie della Francia.

Occorre sottolineare che il saldo passivo registrato nel 1968 dalla bilancia dei pagamenti francese è dovuto più ad una perdita di fiducia che ad un'effettiva e cospicua flessione nel saldo delle transazioni di fondo. Ciò è evidente per i movimenti di capitali a breve, ma vale anche per lo stesso disavanzo della bilancia di base. La precedente importazione netta di capitali a lungo termine si è quasi certamente trasformata in un cospicuo deflusso, accompagnato da una notevole variazione nel saldo degli investimenti in titoli, dato che gli interessati cercavano sicurezza all'estero; la fuga di capitali è stata aggravata dall'intenzione, annunciata all'inizio di settembre, di aumentare sensibilmente l'imposta di successione francese. Nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, una ragione importante per cui si è indebolito il saldo netto delle partite invisibili è costituita dall'aumento delle rimesse all'estero da parte dei lavoratori stranieri, che hanno trasferito anche i risparmi accantonati oltre quelli da guadagni correnti; e gran parte della flessione nel saldo commerciale, calcolato sulla base di cassa, è la conseguenza di un movimento sfavorevole nei termini di pagamento.

A prescindere da questi effetti della sfiducia e dalla perdita temporanea di introiti dal turismo, dovuta agli scioperi e alla situazione di incertezza, il deterioramento delle transazioni fondamentali nel 1968 risulterebbe relativamente modesto. In particolare, le statistiche doganali mostrano una contrazione nel saldo commerciale di soli \$260 milioni per l'anno nel suo complesso. Ciò non di meno, alla fine del 1968 la situazione era peggiorata più seriamente. Nel quarto trimestre, le importazioni, sulla base delle statistiche doganali, avevano superato del 15% il livello raggiunto prima di maggio e le esportazioni erano cresciute meno del 9%, sicché il disavanzo commerciale ammontava, su base annuale, a circa \$2,25 miliardi in confronto di meno di \$1 miliardo nel primo quadrimestre del 1968. La debolezza della bilancia commerciale è stata gonfiata dall'effetto sfavorevole che l'incertezza circa la moneta ha prodotto sulle transazioni commerciali stesse, soprattutto nel quarto trimestre e da importazioni eccessivamente ampie dalla Germania in dicembre. Fondamentalmente, però, essa ha rispecchiato la rapida espansione dell'attività economica dopo giugno e anche, probabilmente, un deterioramento della capacità concorrenziale della Francia.

Sebbene, da maggio a novembre, il cambio del franco rispetto al dollaro si sia mantenuto quasi sempre al limite inferiore nei mercati dei cambi, il volume delle vendite è stato meno uniforme. Vi è stata una pressione sostenuta per quasi

due mesi dopo la riapertura del mercato dei cambi di Parigi all'inizio di giugno, ma si è attenuata rapidamente dopo l'annuncio, diramato al principio di luglio, che le riserve della Francia avrebbero ricevuto assistenza multilaterale per \$1,3 miliardi. La ripresa delle vendite massicce, per un breve periodo, all'inizio di settembre, sembra essere stata provocata più dalla speculazione circa una rivalutazione del marco che da un mutamento tangibile nella posizione del franco, sebbene questo movimento abbia quasi coinciso con l'abolizione dei controlli valutari introdotti in maggio. Pare invece che una nuova ondata speculativa in favore del marco sia all'origine della pressione assai più forte cui il franco è stato sottoposto in novembre, ben presto rafforzata dalla voce che era imminente un adeguamento multilaterale delle parità di cambio. Malgrado la convinzione generale che la parità del franco sarebbe stata abbassata dopo la riunione di Bonn, il governo francese decise di mantenerla inalterata. Un'importante ragione di questa determinazione sembra risiedere nel fatto che la svalutazione avrebbe intensificato le forti pressioni sui prezzi tuttora esistenti nell'economia e non avrebbe pertanto offerto una base per un'espansione stabile. In appoggio a questa decisione, sono state adottate nuove importanti misure di politica economica e, nello stesso tempo, concordate nuove facilitazioni creditizie internazionali per un importo di \$2 miliardi.

Reagendo immediatamente alla crisi in via di sviluppo, la Banca di Francia ha inasprito il controllo sulla liquidità interna. Sono state aumentate le riserve legali delle banche, come pure la loro aliquota minima di carta a medio termine, ed è stato imposto un limite all'espansione del credito bancario. Il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal livello del 5 %, fissato in luglio, al 6 %. Poi, dopo aver annunciato la decisione di mantenere la parità esistente, sono state adottate misure fiscali, ivi compresi tagli nelle spese previste dal bilancio e la sostituzione dell'imposta su stipendi e salari con un'aliquota più elevata dell'imposta sul valore aggiunto. Quest'ultima misura mirava ad aumentare le entrate di bilancio e a sostenere direttamente la bilancia dei pagamenti, dato che l'imposta sul valore aggiunto è dovuta sulle importazioni, ma è interamente recuperabile sulle esportazioni. Lo scopo era di ridurre il disavanzo di bilancio, previsto per il 1969, da fr.fr. 11,7 miliardi, quale era stato annunciato in ottobre, a fr.fr. 6,4 miliardi. Tali provvedimenti sembravano intesi a moderare l'espansione della domanda interna, conseguendo questo risultato parzialmente attraverso un incremento dei prezzi. Ma, siccome il movimento ascendente dei costi continuava a provocare spinte inflazionistiche, sono state prese altre misure per contenere l'aumento dei prezzi, ivi incluso il blocco dei prezzi praticati per servizi e beni non ancora coperti da controlli. Sono stati, inoltre, ripristinati i controlli valutari, questa volta più rigorosi.

I provvedimenti hanno subito arrestato il drenaggio delle attività nette ufficiali e, da dicembre a febbraio, sono state ricuperate le fortissime perdite sostenute in novembre. Questo andamento è soprattutto il risultato dei controlli valutari, in base ai quali i residenti francesi erano tenuti, fra l'altro, a rimpatriare i crediti in valute estere. Le banche francesi avrebbero dovuto ridurre e successivamente rendere equilibrata la loro posizione netta in valute. E i residenti francesi avrebbero avuto un accesso rigorosamente limitato a valute estere a

termine, riducendo così la necessità, per le banche, di conservare i saldi in valute a pronti costituiti dopo maggio. Pare che l'effetto iniziale dei controlli valutari sia andato attenuandosi in marzo, quando la Francia ha ripreso a registrare perdite nelle riserve. E, in aprile, le incertezze create dalle dimissioni del Presidente hanno dato origine ad un massiccio esodo di fondi. Il deflusso è continuato nel mese di maggio, quando si è verificata un'altra ondata di speculazioni sul marco in conseguenza di rinnovate voci di rivalutazione.

E' ancora troppo presto per potersi fare un'idea chiara sui pieni effetti che le misure adottate dopo il novembre produrranno; misure che sono state rafforzate all'inizio di maggio con la proroga, fino alla fine dell'anno, del limite sui crediti bancari e con l'inasprimento del credito al consumo. Nei primi mesi del 1969, il saggio di espansione della produzione industriale sembrava essere rallentato soltanto lievemente ed è stato accompagnato da un incremento del livello complessivo dell'occupazione e della media delle ore lavorative. Questo fatto, insieme all'alto livello dei saggi salariali, lascia supporre che la domanda per consumi, già aumentata sensibilmente nella seconda parte del 1968, rimarrà probabilmente vivace. Molto dipenderà dal saggio con cui, quest'anno, cresceranno i salari; la posizione assunta in marzo dal governo contro le richieste di ulteriori notevoli miglioramenti salariali indica una resistenza più rigida. Contemporaneamente si prevede un notevole incremento degli investimenti, sebbene essi potrebbero venire limitati da restrizioni creditizie; e, pur notevolmente ridotto, il disavanzo di bilancio rimane cospicuo. Tenuto conto della ricostituzione delle scorte aziendali, che si sono esaurite alla fine del 1968, e di un incremento delle esportazioni, sembra che la domanda globale, anche se senza dubbio subirà un rallentamento, rimarrà sostenuta, ciò che implica un ulteriore incremento del volume delle importazioni.

In queste condizioni non è facile prevedere un rapido miglioramento della bilancia commerciale. Le variazioni tributarie, apportate in novembre, rendono le merci nazionali relativamente meno care di quelle importate soltanto nella misura in cui l'abolizione dell'imposta su stipendi e salari è trasferita nei prezzi. Anche se ciò avvenisse per l'intera imposta, il vantaggio rappresentato dalla differenza relativa dei prezzi in generale ammonterebbe, al massimo, a non più del 2,5%. E le quote d'importazione temporanea, introdotte in giugno, sono state abolite alla fine del 1968. Inoltre, il trattamento più favorevole delle esportazioni in base al nuovo sistema fiscale non fa altro che compensare l'abolizione dei sussidi all'esportazione (pari al 6% dei costi per salari da giugno a novembre e al 3% successivamente a questa data fino a febbraio) e gli incrementi del saggio speciale di sconto per gli esportatori. Finora, pertanto, il sostegno alla bilancia commerciale da parte dell'amministrazione non è stato aumentato in misura consistente. Sul risultato delle partite visibili influirà maggiormente l'espansione della domanda in Francia e il saggio d'incremento sui mercati esteri. D'altra parte, le partite invisibili potrebbero migliorare. I proventi dal turismo dovrebbero ritornare ad un livello più normale. La Francia beneficerà inoltre dei pagamenti più cospicui effettuati dal Fondo agricolo della CEE. Contemporaneamente, i controlli valutari limitano ora il deflusso all'estero di capitali detenuti da residenti francesi. E', peraltro, improbabile che si verificheranno cospicui ritorni

di fondi fintato che la fase di debolezza nelle transazioni commerciali non sarà stata nettamente superata.

La situazione non si presenta facile per i mesi futuri. La pressione sui prezzi potrebbe incominciare ad attenuarsi, purchè i salari vengano tenuti sotto controllo e la produttività continui a presentare un elevato saggio di espansione. Ciò potrebbe contribuire a infondere fiducia, ma resterebbe la prospettiva che, per qualche tempo a venire, le partite correnti della bilancia dei pagamenti saranno in deficit.

Regno Unito.

Nel Regno Unito, la decisione presa nel novembre 1967 di portare la parità della sterlina da \$2,80 a \$2,40 avrebbe dovuto imprimere alla domanda estera e interna uno spostamento in favore dei prodotti britannici sufficiente da permettere alle partite correnti e al conto capitali a lungo termine della bilancia dei pagamenti di conseguire un avanzo di ragionevole entità. Siccome questo fatto, da solo, sarebbe stato di forte stimolo all'economia, occorreva adottare altre misure fiscali e monetarie restrittive, allo scopo di contenere l'espansione della domanda globale e così agevolare lo spostamento delle risorse verso le esportazioni e la riduzione delle importazioni. Il contenimento non avrebbe dovuto impedire l'aumento della produzione, nè una certa riduzione del margine di capacità non utilizzata dell'economia. Siccome questo margine non era molto grande, mentre sussisteva incertezza circa l'andamento che avrebbero assunto esportazioni, importazioni e redditi monetari dopo la svalutazione, è chiaro che le autorità non disponevano di molta libertà di movimento e facevano affidamento sulla possibilità di agire rapidamente, qualora più tardi si fossero presentate difficoltà impreviste.

Quando fu annunciata la svalutazione, la disoccupazione ammontava al 2,3% delle forze lavorative, ma il numero dei posti vacanti, a giudicare dalle passate esperienze, era maggiormente compatibile con un tasso di disoccupazione più vicino al 2%. Inoltre, in una misura che si è potuto apprezzare pienamente soltanto alcuni mesi dopo, il margine di capacità produttiva non utilizzata stava velocemente sparendo, in seguito ad un'espansione della spesa per i consumi provocata dalle misure adottate durante l'estate e l'autunno. Le restrizioni creditizie e quelle sugli aumenti salariali erano state attenuate, diverse categorie di trasferimenti governativi avevano subito incrementi, mentre la domanda del settore pubblico di beni e servizi continuava a crescere sensibilmente. Al momento della svalutazione l'azione delle autorità si era limitata ad un nuovo inasprimento della politica creditizia, ivi compresi un aumento del saggio ufficiale di sconto all'8%, restrizioni selettive nel campo delle anticipazioni bancarie e condizioni più rigorose per le vendite rateali. Per l'anno finanziario 1968-69 il bilancio prevedeva tagli nel programma della spesa pubblica ed aumenti dell'imposta sulle società. Nel gennaio 1968 furono annunciate riduzioni assai più cospicue nella spesa pubblica, tanto militare che civile, contribuendo così sensibilmente a diminuire il suo saggio di espansione, in termini reali, dal 7,5% nell'anno finanziario 1967-68 all'1% nel 1969-70. Si dichiarò pure che il bilancio avrebbe incluso ulteriori notevoli incrementi dell'imposizione.

Le aspettative di ritocchi nei prezzi dovuti alla svalutazione e ai futuri incrementi fiscali provocarono un'ulteriore espansione della spesa per i consumi che, nel primo trimestre, è cresciuta del 12 %, su base annuale. Ancora più rapido è stato l'incremento delle importazioni: da un trimestre al successivo esse sono salite dell'8 %, in termini di volume e del 13 %, in termini monetari. La generale atmosfera di sfiducia nella moneta ha pure stimolato gli acquisti di azioni, ivi compreso un cospicuo deflusso di fondi investiti in azioni di miniere australiane. La situazione sul mercato dei cambi, rimasta sfavorevole alla sterlina dalla svalutazione in poi a causa delle perturbazioni create dagli imponenti acquisti speculativi di oro, è stata aggravata dall'espansione delle importazioni e dal deflusso di capitali destinati ad investimenti in titoli. Tutti questi sviluppi sono andati crescendo d'intensità fino all'inizio di marzo, quando la sterlina si è trovata sottoposta a notevole pressione e le autorità hanno effettuato cospicui prelievi dalle nuove facilitazioni, per l'importo di \$1,5 miliardi, che le banche centrali avevano messo a disposizione del Regno Unito al momento della svalutazione. Quando i paesi aderenti al Consorzio dell'oro decisero, il 17 marzo, di sospendere le vendite di metallo al mercato, le facilitazioni di sostegno per la sterlina furono accresciute per portare il totale dei crediti immediatamente disponibili (compreso il credito, su base "stand-by", del FMI) a \$4 miliardi.

Il bilancio per l'anno finanziario 1968-69, presentato due giorni dopo, prevedeva aumenti tributari, che in dodici mesi avrebbero dato un gettito stimato a £923 milioni. L'imposta sulle società (come era stato annunciato al momento della svalutazione) veniva portata dal 40 al 42,5 % e si introdusse un'imposta speciale, da pagarsi per un solo anno, sui redditi da investimenti di cospicua entità. Il grosso degli incrementi cadde, tuttavia, sulla tassazione indiretta: l'imposta sugli acquisti, le imposte di consumo, le tasse sui veicoli a motore e l'imposta selettiva sul livello dell'occupazione subirono tutte quante sensibili incrementi. Si stimava che, nella seconda metà del 1968, le variazioni or ora menzionate avrebbero ridotto i consumi privati reali del 2 % rispetto al livello dell'anno precedente. Nel discorso del bilancio fu anche enunciato il proposito di presentare la necessaria legislazione per poter continuare l'azione di contenimento dei redditi monetari e dei prezzi. Nell'anno a decorrere dal luglio 1968, gli aumenti salariali, a prescindere da accordi per produttività eccezionali, non avrebbero potuto superare il 3,5 % e pure le distribuzioni di dividendi sarebbero state soggette a limiti.

Anche in campo monetario l'adozione di ulteriori misure si è dimostrata necessaria. Nel primo semestre del 1968, il credito concesso dalle banche al settore privato è cresciuto di £765 milioni contro incrementi di £235 e 410 milioni nei periodi corrispondenti rispettivamente del 1967 e 1966. Per poter accordare credito su questa scala, le banche hanno ridotto i propri averi in titoli governativi in misura assai superiore a quella stagionale. Verso la fine di maggio, la Banca d'Inghilterra si dispose a inasprire ulteriormente il credito. Importanti categorie di impieghi, prima escluse dal calcolo del limite massimo, quali il credito all'esportazione e quello a saggio fisso accordato per la costruzione di navi, avrebbero ora dovuto essere comprese in tale limite, che venne stabilito al 104 % del livello del novembre 1967, già raggiunto dalle principali banche nazionali. Al-

l'incirca dallo stesso tempo, la Banca d'Inghilterra ha cominciato anche a sostenere in misura minore il mercato dei titoli di prim'ordine, lasciando che la loro debolezza si rispecchiasse maggiormente nell'effettivo andamento dei prezzi delle obbligazioni e dei saggi d'interesse.

I numerosi provvedimenti adottati o annunciati fra novembre e maggio hanno influito in varia misura sull'andamento della domanda e della produzione per il resto del 1968. Per quanto riguarda la domanda estera, l'attesa espansione delle esportazioni si è realizzata, stimolata non soltanto dalla svalutazione, ma anche dalla estrema vivacità degli scambi internazionali nel 1968. Per il Regno Unito il confronto con il 1967 è complicato dagli scioperi dei portuali, proclamati nell'autunno di tale anno, i quali ritardarono alcune esportazioni fino all'inizio del 1968. Ma tenuto, grosso modo, conto di questo fatto, per il 1968 l'incremento del volume delle esportazioni si è aggirato sul 10%, che corrisponde a tre volte l'aumento medio annuale registrato nel decennio precedente. L'espansione è stata continua nel corso dell'anno, ma il movimento più rapido è stato osservato nel terzo trimestre.

Quanto alla domanda interna, la spesa del settore pubblico si è ridotta un poco più velocemente del previsto. Nel 1968, l'aumento della spesa ordinaria e in conto capitali, considerato complessivamente, è stato di circa l'1%, in termini di volume. Contemporaneamente, gli investimenti delle imprese private in impianti fissi e in scorte si sono mantenuti piuttosto stazionari fino all'autunno, quando hanno assunto un ritmo più vivace. I consumi privati sono tuttavia cresciuti. L'eccezionale ondata di spesa registrata nel primo trimestre, la quale ha fatto scendere il livello del risparmio personale ben al disotto del suo rapporto normale con il reddito disponibile, si è affievolita poco dopo la presentazione del bilancio e, nel secondo trimestre, i consumi globali, in termini reali, sono tornati al livello che avevano raggiunto alla metà del 1967. Successivamente si è avviata però una ripresa che è persistita fino alla fine dell'anno. Nel secondo semestre del 1968, invece dell'attesa riduzione, in termini reali, del 2%, vi è stato un incremento di quasi l'1% rispetto al periodo corrispondente del 1968. Per l'intero 1968 i consumi privati hanno superato del 2,5% il livello del 1967.

La ripresa della spesa per i consumi, dopo la metà dell'anno, ha rispecchiato dapprima il movimento dei redditi personali, sebbene, nel quarto trimestre, questo movimento sia stato di nuovo aggravato da una flessione nel saggio del risparmio personale. Nell'industria, i guadagni nominali superavano del 2,5% il livello del semestre precedente e di oltre l'8% quello della seconda metà del 1967. Questo fatto è dovuto, in parte, al maggior numero di ore lavorate, ma l'elemento più importante è dato dagli aumenti salariali largamente superiori al massimo stabilito del 3,5%. Anche i prezzi al minuto sono cresciuti sensibilmente (rispettivamente del 2,2 e 5,6% per gli stessi due periodi), ma oltre metà dell'incremento è da attribuire alla svalutazione e agli aggravati tributari. Gli aumenti salariali dell'entità ora menzionata non sono stati ovviamente la conseguenza di pressioni generali sul mercato del lavoro; difatti, il saggio medio di disoccupazione, del 2,3%, registrato per il 1968, è stato di poco superiore a quello per il 1967. Si è notato un lieve aumento nel numero dei posti vacanti, cosa che ha messo in evi-

denza la scarsità di mano d'opera in determinati settori, ma anche il totale complessivo dei posti di lavoro liberi è rimasto assai al disotto delle punte toccate nel 1965-66. C'era da aspettarsi che l'aumento dei prezzi seguito alla svalutazione avrebbe provocato la richiesta di miglioramenti salariali, tanto più che la svalutazione era stata decisa soltanto cinque mesi dopo l'attenuazione delle restrizioni in vigore sugli aumenti salariali. Ma il notevole aumento delle agitazioni nel settore industriale è dovuto anche all'opposizione dei sindacati, sia alla proroga della legislazione sul controllo dei salari sia, più avanti nell'anno, alle proposte del governo in materia di riforma della legge sugli scioperi.

Nel 1968, il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto del 3%, cioè assai meno dell'incremento nel totale della spesa finale. La differenza rispecchia soprattutto un aumento del 9% nel volume delle importazioni di merci, la massima parte del quale si è verificata nei primi mesi dopo la svalutazione. Gli scioperi dei portuali possono avere gonfiato alquanto l'entità dell'espansione registrata a quel tempo, ma il loro effetto sulle importazioni è stato inferiore a quello sulle esportazioni. Successivamente, il movimento è andato rallentando. Nel 1968, il volume delle importazioni di materie prime industriali è cresciuto del 10%, quello dei prodotti semilavorati del 16% e quello dei prodotti finiti dell'11%. Aumenti di simile entità sono piuttosto sorprendenti quando si consideri che sono stati conseguiti nella scia della svalutazione, pur tenendo conto del fatto che la produzione si trovava in una fase di ripresa ciclica e che questa era la prima espansione che si verificava dall'abolizione dell'imposta speciale sulle importazioni, avvenuta nel novembre 1966. Si ritiene che, nel 1968, la ricostituzione delle scorte, la quale può spiegare alcuni aumenti analoghi delle importazioni nel passato, non abbia toccato un livello eccezionale. Ed i fornitori esteri non hanno generalmente praticato prezzi bassi: i valori unitari delle importazioni, in termini di sterline, sono quasi subito cresciuti dell'11%. Mentre l'esistenza di fattori speciali (quali gli acquisti speculativi di argento per conto di non residenti) e le fluttuazioni a breve termine nel volume delle importazioni sono in qualche misura accidentali, la mancata riduzione di tale volume rispetto all'elevato livello raggiunto all'inizio dell'anno suggerisce che la preferenza dell'economia per le merci importate è stata più forte di quanto ci si fosse resi conto. Se ciò è vero, anche i futuri livelli delle esportazioni dovranno aumentare di altrettanto per assicurare un duraturo equilibrio nei conti con l'estero.

L'elevata domanda di importazioni è stata uno dei principali fattori che hanno impedito un rapido miglioramento della bilancia commerciale in armonia con l'espansione delle esportazioni. L'altro elemento è dato dal peggioramento delle ragioni di scambio del 3,5% perchè, dopo la svalutazione, l'incremento dei prezzi all'importazione è stato maggiore di quello dei prezzi all'esportazione, in termini di sterline; per il volume degli scambi del 1967, questo fatto, da solo, avrebbe accresciuto il disavanzo commerciale di quasi £200 milioni. Per il 1968, le partite visibili hanno effettivamente registrato un deficit di £795 milioni contro £640 milioni nel 1967. L'avanzo delle partite invisibili è invece cresciuto di £135 milioni e il deflusso di capitali a lungo termine si è ridotto di £80 milioni. Il secondo movimento è da attribuire quasi interamente, ma il primo solo in piccola parte, a fattori temporanei, fra cui il differimento a fine anno di pagamenti

per interessi e ammortamenti sui prestiti nord-americani. Siccome la voce "Errori e omissioni" ha presentato uno spostamento, da positivo a negativo, di £310 milioni, il disavanzo complessivo delle partite monetarie da finanziare è cresciuto di £250 milioni, raggiungendo il livello di £550 milioni. Difatti, questo deficit è stato coperto mediante prelievo, in giugno, del credito, su base "stand-by", di £583 milioni, concesso dal FMI al momento della svalutazione.

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1967	1968				
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di sterline, rettificati per variazioni stagionali						
Merci (f.o.b.)						
Importazioni	5.565	6.790	1.670	1.665	1.720	1.740
Esportazioni e riesportazioni	5.025	6.105	1.490	1.435	1.570	1.610
Saldo	— 540	— 685	— 180	— 230	— 150	— 130
Pagamenti per servizi dell'aviazione militare SU (al netto)	— 100	— 110	— 25	— 30	— 35	— 20
Servizi (al netto)	240	375	65	130	115	70
Saldo partite correnti	— 400	— 420	— 140	— 130	— 70	— 80
Conto capitali a lungo termine						
Capitali ufficiali	— 60	20	— 20	30	20	— 5
Capitali privati						
Investimenti britannici all'estero	— 435	— 620	— 180	— 165	— 100	— 170
Investimenti esteri nel Regno Unito	375	560	70	115	270	105
Totale capitali a lungo termine (al netto)	— 120	— 40	— 130	— 20	190	— 70
Bilancia di base, rettificata per variazioni stagionali	— 520	— 460	— 270	— 150	120	— 150
Bilancia di base, prima della rettificazione	— 520	— 460	— 295	— 105	65	— 120
Partita bilanciante	220	— 90	— 85	5	15	— 20
Saldo complessivo	— 300	— 550	— 380	— 100	80	— 140

Durante l'estate e l'autunno il governo della sterlina è stato, tuttavia, anche complicato da altri fattori. In primo luogo, gli altri paesi dell'area della sterlina, preoccupati di dover sostenere perdite valutarie nel futuro, hanno incominciato a ridurre le attività in sterline facenti parte delle loro riserve. Sono state avviate consultazioni per limitare la minaccia alla stabilità monetaria che tali conversioni rappresentavano. Dopo lunghe discussioni, protrattesi per tutta l'estate, in settembre è stato reso noto che un gruppo di dodici banche centrali e la BRI avevano convenuto di mettere a disposizione del Regno Unito una facilitazione creditizia a medio termine (descritta nel capitolo IV) per l'importo di \$2 miliardi, allo scopo di compensare le fluttuazioni nei saldi in sterline detenuti da paesi appartenenti al resto dell'area di questa moneta. Conseguentemente, sono stati anche stipulati accordi fra il Regno Unito ed i predetti paesi, in base ai quali il grosso dei loro averi ufficiali in sterline ha ricevuto una garanzia di cambio in dollari SU, a condizione che ciascun paese mantenga nelle proprie riserve

un'aliquota minima in sterline. L'accordo è entrato in vigore verso la fine di settembre e ha posto rapidamente fine alla diversificazione delle riserve dei paesi appartenenti all'area della sterlina.

Nel corso dell'anno, oltre al movimento di questi saldi facenti parte delle riserve, è stato registrato anche un cospicuo deflusso di fondi privati in sterline, soprattutto durante le crisi valutarie di marzo e novembre. Sono inoltre sensibilmente aumentati i fondi in sterline che le banche hanno messo a disposizione per le esportazioni britanniche e per gli scambi dei paesi terzi e, allo scopo di contenere in qualche misura questa tendenza, in ottobre è stato vietato l'utilizzo di sterline per finanziare il commercio fra paesi non appartenenti all'area stessa. Nel 1968, i crediti lordi in sterline verso detentori non ufficiali residenti fuori dell'area della sterlina sono saliti da £794 a 1.041 milioni, mentre le passività sono scese da £656 a 537 milioni. Non esisteva poi alcun incentivo per indurre i fondi a ritornare attraverso il mercato dell'eurodollaro, dato che i margini degli arbitraggi d'interessi con copertura fra eurodollari e sterline sono sempre rimasti sfavorevoli alla sterlina. Questo andamento ha rispecchiato non soltanto la forte domanda di eurodollari, soprattutto da parte delle banche americane, ma anche la debolezza della sterlina sul mercato dei cambi a termine. Per far fronte ai deflussi di sterline la Banca d'Inghilterra ha effettuato cospicui prelievi dalle facilitazioni a breve accordate da altre banche centrali; durante l'anno le riserve si sono inoltre ridotte di £114 milioni.

Quando il limitato miglioramento della bilancia dei pagamenti e la relativa sostenutezza della domanda interna sono apparsi più evidenti, si è provveduto ad adottare misure addizionali per correggere la situazione. Al principio di novembre è stato annunciato un notevole inasprimento del credito al consumo. Poi, dopo lo sconvolgimento dei mercati dei cambi verificatosi più avanti nello stesso mese, sono state introdotte ulteriori restrizioni: imposte sugli acquisti e imposte di consumo hanno subito un incremento del 10% e le misure restrittive sul credito sono state intensificate. I limiti dei prestiti bancari sono stati abbassati dal 104% del livello di novembre 1967 al 98% per le banche affiliate alla stanza di compensazione e le banche scozzesi e al 102% per le altre banche; i nuovi livelli avrebbero dovuto essere raggiunti nel marzo 1969, sebbene, per ragioni di equità fra le singole banche, i crediti all'esportazione e per la costruzione di navi con garanzia statale, precedentemente inclusi, erano stati di nuovo esclusi dai limiti. E' stato introdotto, inoltre, per un anno, un sistema di depositi sulle importazioni di prodotti semilavorati e finiti. In base ad esso, gli importatori erano tenuti a depositare presso le autorità doganali, per un periodo di sei mesi, un importo infruttifero, pari al 50% del valore di importanti categorie di merci importate. Si calcolava che, nel maggio 1969, tali depositi avrebbero toccato un livello di circa £600 milioni, contribuendo così notevolmente a restringere la liquidità. L'effetto combinato delle misure adottate in novembre, ivi comprese le restrizioni sul credito al consumo, avrebbe dovuto ridurre la spesa per i consumi dell'1% nella prima metà del 1969.

Nella politica di gestione del debito pubblico si è continuato ad assegnare importanza alla finalità di differire la monetizzazione dei titoli. Ciò non di meno, nel quarto trimestre, i privati (escluse le banche) hanno ridotto i propri averi

in titoli di prim'ordine di £193 milioni, portando così il totale delle vendite nette per l'anno a £207 milioni contro acquisti netti per £286 milioni nel 1967. Le autorità hanno lasciato che le vendite dei titoli di prim'ordine si rispecchiassero parzialmente nei prezzi di mercato, sicchè i rendimenti su titoli governativi a lungo termine che erano saliti gradualmente dal 6,5% all'inizio del 1967 al 7,6% nel giugno 1968, sono passati all'8% a fine anno e a circa il 9% nel maggio 1969.

Nel 1968, i mezzi di pagamento sono cresciuti del 6,5% contro il 10% nell'anno precedente. Nello stesso anno, la domanda di credito è diminuita soltanto in misura trascurabile; il ricorso a prestiti da parte del settore pubblico si è ridotto notevolmente, pur rimanendo cospicuo, e quello del settore privato è aumentato di alquanto. Il minore saggio di espansione per quanto riguarda i mezzi di pagamento è stato pertanto connesso con l'assorbimento assai maggiore di liquidità attraverso il saldo passivo dei conti con l'estero.

Nel primo trimestre del 1969 il bilancio pubblico è diventato attivo, in misura sensibilmente superiore a quella stagionale, sottraendo così molta liquidità al settore privato. Le condizioni sul mercato dei capitali si sono fatte tese, spingendo i rendimenti sulle obbligazioni industriali ad oltre il 9% e lasciando nelle mani dei garanti delle sottoscrizioni diverse emissioni di titoli lanciate da società. La domanda per anticipazioni bancarie è rimasta sostenuta e, alla fine di gennaio, la Banca d'Inghilterra ha diramato un altro invito alle banche affiliate alla stanza di compensazione, mettendo in rilievo che il credito concesso dalle banche era ancora assai superiore all'obiettivo fissato per marzo, che era necessario ridurre del 3% o di £150 milioni il totale (rettificato per variazioni stagionali) del credito al settore privato e che sarebbe stato quindi necessario, da parte delle banche, esercitare maggiori pressioni sui debitori non prioritari per ottenere il rimborso dei crediti concessi. Il 27 febbraio, il saggio ufficiale di sconto che, precedentemente, era stato ribassato in due fasi al 7%, è stato riportato all'8% per adeguarlo meglio ai saggi interni ed esteri e così rafforzare il contenimento del credito.

Durante questi mesi la sterlina si è di nuovo alquanto consolidata, dato che sui mercati dei cambi si è ristabilita la calma e le bilance dei pagamenti dei paesi appartenenti al resto dell'area della sterlina hanno registrato i consueti saldi attivi stagionali. Può darsi che il miglioramento sia stato dovuto in parte anche all'afflusso di fondi a breve in connessione con il sistema di depositi sulle importazioni e alle condizioni tese esistenti nel settore del credito. L'equilibrio di fondo dell'economia non è tuttavia molto mutato. La spesa per i consumi è andata rallentando, ma la ripresa degli investimenti industriali è continuata; la disoccupazione è alquanto diminuita e non si è riscontrato alcun ulteriore miglioramento nella bilancia commerciale.

Date queste condizioni, al bilancio per il 1969-70 è stato affidato il compito di mantenere il contenimento della domanda interna al livello in essere. L'imposta sulle società è stata portata dal 42,5 al 45%, le aliquote dell'imposta sugli acquisti sono state aumentate e i tributi su benzina, scommesse e vini hanno pure subito incrementi. La variazione più importante è tuttavia costituita dall'aumento dell'imposta selettiva sul livello dell'occupazione, il quale entrerà in vigore il

Regno Unito: Bilancio pubblico.

Voci	Anni finanziari			
	1968-69		1969-70	
	Stime dopo le variazioni	Rendiconto	Stime prima delle variazioni	Stime dopo le variazioni
milioni di sterline				
Entrate ordinarie				
Imposte dirette e indirette	12.475	12.888	14.007	14.464
Altre entrate	400	475	544	544
Totale entrate	12.875	13.363	14.551	15.008
Spese ordinarie				
Servizi di approvvigionamento	10.725	10.810	11.613	11.800
Servizio permanente del debito consolidato	764	805	751	751
Totale spese	11.489	11.615	12.364	12.551
Avanzo	1.386	1.748	2.187	2.457
Prestiti del debito consolidato (al netto)	- 1.744	- 1.423	- 1.631	- 1.631
Avanzo (+) o disavanzo generale (-)	- 358	+ 325	+ 556	+ 826

7 luglio 1969; questo incremento contribuirà, da solo, con il 40% alle maggiori entrate tributarie previste in £340 milioni per l'intero anno. In seguito a queste variazioni, nel nuovo anno finanziario il governo dovrebbe rimborsare oltre £800 milioni di debiti contro rimborsi netti effettivi per £281 milioni nell'anno precedente. Nel settore monetario, i rendimenti effettivi di realizzazione sui titoli governativi detenuti da investitori soggetti al fisco sono stati migliorati, esentandoli dall'imposta sugli utili di capitali a lungo termine e il costo del credito bancario per le persone fisiche è stato aumentato, abolendo gli sgravi fiscali relativi ai pagamenti di interessi sui prestiti bancari. Il Cancelliere dello Scacchiere ha sottolineato che desidera che le banche affiliate alla stanza di compensazione e quelle scozzesi facciano sostanziali progressi verso i limiti di crediti per esse stabiliti (il credito accordato era diminuito in marzo e, di nuovo, in aprile, lasciando le banche, nel loro complesso, non molto al disopra dei limiti fissati). E' stato pure annunciato un nuovo programma di risparmio contrattuale, che prevede agevolazioni tributarie sul risparmio personale fino a £10 al mese. Tenuto conto di un aumento delle pensioni nella misura dell'11%, che decorrerà dall'autunno, è stato calcolato che, in complesso, il bilancio consentirà un'espansione del prodotto nazionale lordo di quasi il 3% nei prossimi dodici mesi; le esportazioni e gli investimenti fissi costituiranno gli elementi dinamici della domanda, mentre i consumi privati reali subiranno scarse variazioni.

Nelle previsioni pubblicate insieme alle proposte di bilancio si assume che le esportazioni di beni e servizi aumenteranno del 6% in volume e le importazioni del 3-3,5% fra la prima metà del 1969 e la metà corrispondente del 1970. Congiuntamente ad un modesto incremento delle ragioni di scambio ciò comporterebbe un notevole miglioramento della bilancia commerciale e del saldo complessivo della bilancia dei pagamenti. Questo obiettivo deve continuare a godere di un alto grado di priorità, perchè il progresso verso il saldo attivo nei conti con l'estero è stato lento. Mentre, nel 1968-69, l'elevato livello delle importazioni

rispetto al prodotto nazionale lordo non era facilmente prevedibile, il ritardo con cui sono state adottate le restrizioni di bilancio e le richieste di cospicui aumenti salariali dopo la svalutazione hanno complicato le difficoltà. Per rendere efficace l'attuale politica diretta a conseguire un avanzo di bilancio e il contenimento monetario, nei mesi a venire gli incrementi salariali dovranno essere assai modesti.

Stati Uniti.

Durante la prima metà del 1967 l'attività economica negli Stati Uniti rimase stazionaria, sebbene prima dell'inizio dell'anno fossero state adottate misure di politica monetaria meno restrittive. Nel secondo semestre, però, la spinta espansionistica rappresentata dal cospicuo disavanzo del bilancio federale ebbe il sopravvento. Difatti, le spese del governo federale (compresi i trasferimenti) superavano di circa il 13% il livello dell'anno precedente, mentre le entrate erano cresciute soltanto del 6%; anche l'edilizia residenziale si riprese rapidamente non appena si poté di nuovo disporre prontamente di fondi ipotecari. Da giugno a dicembre la produzione industriale aumentò di oltre l'8%, su base annuale e, all'inizio del 1968, l'economia si trovava in una nuova fase di "boom", con tutte le maggiori componenti della domanda interna finale in via di forte espansione. Nel primo trimestre, il saggio di disoccupazione è sceso al 3,6%, indicando così che le risorse erano sottoposte a considerevole pressione. I miglioramenti salariali concessi all'inizio dell'anno significavano che i guadagni orari stavano progredendo in media del 6%, su base annuale, mentre i prezzi al consumo aumentavano col ritmo di circa il 4%, rapportato ad anno.

Data questa situazione, all'inizio del 1968 era evidente la necessità di un'azione restrittiva tanto nel settore fiscale che in quello monetario. Al principio del 1967 l'Amministrazione aveva dapprima proposto un incremento tributario sotto forma di una sovrimposta del 6% sulle imposte sul reddito; in agosto l'aliquota fu portata al 10% e tale rimase nel messaggio sul bilancio del 1968. Non vi era, tuttavia, alcuna prospettiva che la misura sarebbe stata approvata immediatamente e siccome una riduzione nella spesa del governo federale sembrava poco probabile, soprattutto per ragioni militari, il compito di contenere il "boom" ricadde, in un primo momento, interamente sulla politica monetaria.

La situazione monetaria era già divenuta alquanto tesa nella seconda metà del 1967, come dimostra il sensibile aumento dei saggi d'interesse. Il saggio dei buoni del Tesoro a tre mesi salì dal 3,5% in giugno al 5% in dicembre, mentre i rendimenti sulle obbligazioni governative a lungo termine passò dal 4,8 al 5,4%. Tuttavia, piuttosto che una pressione sulla liquidità bancaria, questo andamento rispecchiava il fabbisogno finanziario del governo (per questi sei mesi l'effettivo disavanzo di bilancio ammontò a \$19,3 miliardi). In novembre, le autorità incominciarono a inasprire le posizioni di riserva delle banche e continuarono in questa politica, tanto per ragioni interne che esterne, fino al maggio 1968. Il credito concesso dalla Riserva federale alle banche affiliate è cresciuto da \$130 milioni a quasi \$750 milioni (ossia circa allo stesso livello raggiunto nel terzo trimestre del 1966) e l'espansione dei prestiti bancari e degli investimenti è rallen-

tata dall'11,5% nel 1967 al 6,5%, su base annuale, nella prima metà del 1968. Intanto i saggi d'interesse erano cresciuti ulteriormente. Tre incrementi, di mezzo punto ciascuno, hanno spinto il saggio ufficiale di sconto al 5,5% in aprile, il livello più elevato toccato dal 1929. Il saggio massimo del 5,5% pagabile sui certificati di deposito di cospicua entità è stato sostituito, quando i saggi per i buoni del Tesoro hanno superato questo limite, con una gamma graduata di saggi, che vanno dal 5,5% per le scadenze più brevi al 6,25% per le scadenze di 180 o più giorni. Le banche hanno conseguentemente portato il saggio per i crediti di prim'ordine dal 6 al 6,5%.

Nonostante il contenimento monetario, nel secondo trimestre la produzione è cresciuta con la stessa rapidità registrata nel primo, mentre i prezzi sono aumentati con un ritmo alquanto più veloce. In complesso, nel primo semestre del 1968, il prodotto nazionale lordo reale ha superato di oltre il 4,5% il livello dell'anno precedente: l'espansione della domanda è dovuta principalmente alla spesa del governo federale, ai consumi privati e all'edilizia residenziale. Anche i prezzi al consumo erano cresciuti del 4% e i prezzi ingrosso dei prodotti finiti del 3%.

L'azione delle autorità è entrata in una nuova fase quando, alla fine di giugno, il Congresso ha finalmente approvato l'incremento tributario. Oltre alla sovrimposta del 10%, applicabile per un anno, sulle imposte sul reddito, con retroattività al 1° aprile per le persone fisiche e al 1° gennaio per le società, le nuove misure disponevano la proroga delle imposte di consumo del 7% per gli autoveicoli e del 10% per le chiamate telefoniche interurbane nonché l'accelerazione della riscossione dell'imposta sulle società. Esse stabilivano, inoltre, una riduzione di \$6 miliardi nella previsione della spesa del governo federale per il 1968-69, ma una parte di questo importo sarà certamente compensata da incrementi nelle spese per la difesa e di altra natura non soggette a limiti.

Poichè l'incremento dell'imposizione è stato approvato in un momento in cui la situazione nel settore del credito era tesa, ci si attendeva che esso avrebbe

Stati Uniti: Bilancio pubblico.

Voci	Anni finanziari			
	1967-68 Rendiconto effettivo	1968-69 Rendiconto probabile	1969-70	
			Prime stime	Stime rivedute
miliardi di dollari SU				
Entrate				
Imposte sul reddito personale e delle società	97,4	122,5	128,3	128,3
Imposte sul livello dell'occupazione e contributi	29,2	34,8	39,9	39,9
Altre entrate	27,1	28,8	30,5	30,5
Totale entrate	153,7	186,1	198,7	198,7
Spese				
Difesa nazionale	80,5	81,0	81,5	80,4
Sicurezza sociale	43,5	48,8	55,0	} 112,5
Altre spese	54,9	55,1	58,8	
Totale spese	178,9	184,9	195,3	192,9
Avanzo (+) o disavanzo (-) di bilancio	- 25,2	+ 1,2	+ 3,4	+ 5,9

fortemente contenuto le pressioni indotte dalla domanda e forse sarebbe persino riuscito a deprimere l'attività economica al disotto del livello di piena occupazione. Quale misura precauzionale si è pertanto proceduto alquanto in fretta ad attenuare le restrizioni nel campo monetario. Durante l'estate e l'autunno si è avuta una riduzione nel ricorso al credito da parte delle banche affiliate al Sistema della Riserva federale e i saggi d'interesse del mercato sono diminuiti fino a mezzo punto.

Questo mutamento nella politica monetaria si è dimostrato prematuro, perchè l'aumento dell'imposizione non ha dato i risultati sperati. Invece di rallentare nella seconda parte dell'anno, il "boom" si è ulteriormente accelerato, proseguendo vivacemente nel primo semestre del 1969. Questo andamento è dovuto alla domanda del settore privato, che è rimasta elevata malgrado la riduzione nel disavanzo di bilancio. Sulla base dei conti nazionali, questo disavanzo è diminuito da \$9,4 miliardi, su base annuale, nella prima metà dell'anno a \$1,3 miliardi nel secondo semestre ed è stato sostituito da un modesto avanzo nel primo trimestre del 1969. Dopo parecchi anni di prezzi crescenti e in una situazione di forti pressioni sulle risorse, ciò non è evidentemente bastato a contenere l'espansione dei redditi disponibili o la tendenza ascendente degli investimenti aziendali.

Nel trimestre immediatamente successivo a quello in cui sono stati introdotti i ritocchi tributari si è assistito ad un cospicuo incremento della spesa per i consumi, soprattutto di autoveicoli e altri beni durevoli e ad una contrazione nel rapporto del risparmio personale dal 7,5 al 6,3%. Questo andamento è rallentato nell'autunno, ma allora si era già avviata una ripresa delle spese in conto capitali, essendo gli investimenti fissi privati cresciuti, in termini reali, del 4,5% dal terzo al quarto trimestre. Come risultato, nel secondo semestre del 1968 la produzione ha continuato a progredire vigorosamente, sebbene con un ritmo alquanto più lento che nella prima metà dell'anno. Le pressioni sulle risorse si sono intensificate e il saggio di disoccupazione si è ridotto al 3,3%. Costi e prezzi sono cresciuti nella stessa misura di prima. Per l'anno nel suo insieme, il prodotto nazionale lordo è aumentato del 5% in termini reali e del 9% a prezzi correnti.

L'espansione ininterrotta è stata accompagnata da un progresso molto più rapido del credito bancario nel secondo semestre dell'anno, agevolato dalla politica monetaria meno restrittiva adottata durante l'estate. Da giugno a dicembre i prestiti bancari e gli investimenti sono cresciuti del 15%, su base annuale, contro il 6,5% nei sei mesi precedenti. Sebbene l'espansione dei crediti non bancari sia rallentata, il totale complessivo dei fondi che, nel secondo semestre, i prenditori non finanziari hanno ricevuto in prestito ha superato di circa il 18% quelli ottenuti nella prima metà dell'anno. Quando la sostenutezza del "boom" è diventata più evidente, le autorità hanno fatto di nuovo ricorso alla politica monetaria, inasprendola. Il credito che le banche affiliate hanno ricevuto dal Sistema della Riserva federale ha ripreso a salire nel quarto trimestre, raggiungendo, nel gennaio 1969, il livello di oltre \$800 milioni e rimanendovi durante i mesi della primavera. Il saggio ufficiale di sconto, che era stato abbassato al 5,25% in agosto, è stato portato al 5,5% in dicembre e al 6% in aprile, quando anche le riserve per i depositi a vista sono state aumentate di mezzo punto. I saggi d'interesse di mercato hanno seguito un andamento analogo, poichè il saggio per i buoni

del Tesoro è passato dal 5,1 % in agosto al 6,2 % in gennaio, rimanendo successivamente per lo più al disopra del 6 %. Questa aliquota superava il limite massimo degli interessi che, in base alla Disposizione "Q", potevano essere corrisposti sui certificati di deposito e siccome questi ultimi sono andati diminuendo, le banche hanno aumentato le loro offerte per i depositi di eurodollari. In febbraio, il saggio per gli eurodollari sul mercato di Londra è salito all'8,5 %, mentre le passività delle banche americane verso le loro filiali estere sono passate da circa \$7 miliardi nel quarto trimestre del 1968 a quasi \$10 miliardi verso la fine di marzo 1969. Il maggiore costo per i depositi ha naturalmente influito sui saggi applicati alla concessione di crediti: il saggio per i crediti di prim'ordine, che era stato ridotto al 6,25 % in settembre, è stato aumentato quattro volte da dicembre a marzo, mese nel quale ha raggiunto il 7,5 %. Sui mercati dei capitali a lungo termine il rendimento sulle obbligazioni del governo americano ha superato il 6 % in marzo e quello sulle obbligazioni delle società il 7 %.

Nel primo trimestre del 1969 il ritorno ad una politica monetaria restrittiva si è rispecchiato in un'espansione meno rapida del credito bancario e dei mezzi di pagamento, ma la domanda globale interna è rimasta assai sostenuta e la produzione ha continuato a progredire. L'indice della produzione industriale ha toccato la media di 169,7 contro quella di 167,4 nel trimestre precedente. Si sono notati alcuni sintomi che il "boom" potrebbe incominciare a rallentare e il saggio di incremento del prodotto nazionale lordo reale, ammontante al 3 % per anno, ha registrato una riduzione per il terzo trimestre consecutivo. L'incremento nominale di \$16 miliardi nel prodotto nazionale lordo è stato però press'a poco uguale a quello conseguito nel trimestre precedente, a causa di un più cospicuo aumento dei prezzi. E le previsioni, che nel 1969 l'industria aumenterà sensibilmente le spese in conto capitali, hanno messo in rilievo la mentalità espansionistica che prevale nel mondo degli affari.

Di fronte a questa situazione, la nuova Amministrazione ha deciso di inasprire alquanto le misure fiscali, sostenendole con una politica creditizia restrittiva, allo scopo di frenare l'inflazione nell'anno che ci sta davanti. Non si mirava a mettere bruscamente fine allo slancio dell'economia, ma ad attenuare gradualmente le pressioni inflazionistiche. Le stime per il bilancio dell'anno finanziario 1969-70 sono state rivedute e si è proposto un taglio di \$4 miliardi nelle spese precedentemente raccomandate, portando l'avanzo programmato a \$5,8 miliardi contro un'eccedenza prevista per il 1968-69 di \$1,2 miliardi. Per quanto riguarda l'imposizione, si è proposta l'abrogazione immediata dagli sgravi fiscali nella misura del 7 % per le spese di investimento, nonché la proroga della sovrimposta sul reddito, la cui aliquota dovrebbe peraltro essere ridotta dal 10 al 5 %, a decorrere dal 1° gennaio 1970.

Nel 1968, l'espansione dell'economia ha provocato, com'era prevedibile, un forte deterioramento del conto beni e servizi della bilancia dei pagamenti americana. Le importazioni di merci sono cresciute del 23 % (a \$33,3 miliardi) e sebbene anche le esportazioni si siano dilatate di quasi il 10 % (a \$33,4 miliardi), l'avanzo commerciale è praticamente sparito. Circa un ottavo dell'incremento delle importazioni può essere attribuito a scioperi effettuati o annunciati nel-

l'industria del rame e nelle acciaierie, ma il rimanente ha rispecchiato la pressione generale esercitata dalla domanda. Un aumento di \$440 milioni negli interessi e dividendi netti percepiti da investimenti esteri ha in parte compensato il deterioramento del conto merci, ma l'avanzo complessivo del conto beni e servizi si è ridotto da \$3,5 a 0,8 miliardi. Ciò nonostante, nel 1968, la bilancia dei pagamenti, sulla base sia della liquidità, sia delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali, ha presentato un risultato assai migliore che in anni precedenti, in seguito ad un'importante variazione verificatasi nei movimenti dei capitali dopo il primo trimestre.

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1967	1968				
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU, rettificati per variazioni stagionali						
Merch						
Esportazioni non militari	30.465	33.380	7.915	8.380	8.835	8.250
Importazioni non militari	26.990	33.275	7.880	8.335	8.590	8.470
Saldo	3.475	105	35	45	245	— 220
Servizi (al netto)						
Interessi e dividendi	5.705	6.145	1.380	1.570	1.640	1.545
Spese militari	— 3.100	— 3.140	— 805	— 760	— 740	— 830
Turismo	— 1.550	— 1.320	— 340	— 340	— 375	— 265
Altri servizi	— 1.040	— 980	— 240	— 175	— 230	— 330
Totale servizi	15	705	— 5	295	295	120
Saldo dei beni e servizi	3.490	810	30	340	540	— 100
Donazioni e capitali ufficiali (al netto)	— 4.210	— 3.975	— 1.160	— 1.070	— 940	— 805
Capitali privati SU (al netto)						
Investimenti diretti	— 3.020	— 2.745	— 375	— 1.035	— 1.170	— 165
Altri capitali a lungo termine	— 1.270	— 1.050	— 200	— 60	— 175	— 620
Capitali a breve	— 1.215	— 1.065	— 130	— 355	— 455	— 120
Capitali esteri (al netto)	3.185	8.385	1.410	2.485	1.830	2.655
Errori e omissioni	— 530	— 200	— 275	— 485	420	145
Saldo sulla base della liquidità	— 3.570	160	— 700	— 180	50*	990*
Aumento delle passività liquide (escluse quelle verso autorità monetarie estere), meno aumento delle passività ufficiali non liquide	170	1.460	130	1.690	370	— 730
Saldo sulla base delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali	— 3.400	1.620	— 570	1.510	420	260

* Le stime successive hanno dato i seguenti risultati: 3° trimestre \$ 80 milioni; 4° trimestre \$ 850 milioni.

Il miglioramento conseguito nel conto capitali è dovuto a diversi fattori che hanno influito tanto sui capitali americani che su quelli esteri. In primo luogo, le misure americane (le restrizioni più severe relative all'uscita di fondi introdotte all'inizio del 1968, nonché la rigorosa politica monetaria) hanno diminuito il deflusso netto di capitali delle società americane da una media di \$2,9 miliardi nel 1966-67 a circa \$380 milioni nel 1968. Nel quarto trimestre dell'anno sono

stati trasferiti agli Stati Uniti fondi appartenenti a società per il considerevole importo di \$550 milioni. Gli investimenti diretti esteri si sono contratti soltanto lievemente, ma un'aliquota assai maggiore è stata finanziata con crediti ricevuti dall'estero, soprattutto dal mercato dell'eurodollaro. Le vendite di obbligazioni private americane all'estero sono cresciute da circa \$450 milioni nel 1967 a \$2,2 miliardi nel 1968. In aggiunta, le attività estere lorde delle banche americane e delle case di intermediazione hanno subito una riduzione di \$360 milioni contro un incremento di \$540 milioni nel 1967, ossia una variazione di \$900 milioni.

Secondariamente, gli acquisti esteri di azioni americane sono balzati da \$800 milioni nel 1967 a \$1.950 milioni nel 1968. In parte, questo movimento è probabilmente da attribuire all'attrattiva esercitata dalle azioni americane in periodo di "boom"; un altro fattore importante è costituito dalle incertezze politiche causate dalla situazione creatasi in Francia e in Cecoslovacchia.

Complessivamente, il conto capitali privati (escluse le variazioni nelle passività liquide) è migliorato di \$4,6 miliardi, registrando un'entrata di \$1 miliardo nel 1968. Inoltre, le uscite per donazioni governative e crediti a lungo termine si sono contratte di \$235 milioni. Questi miglioramenti hanno superato in misura notevole il deterioramento del conto beni e servizi, sicchè il deficit da coprire con altri movimenti monetari privati o ufficiali si è ridotto da \$4,2 a 2,2 miliardi. Gli averi esteri non ufficiali in dollari sono tuttavia aumentati di \$3,8 miliardi, in seguito, soprattutto, all'indebitamento delle banche americane verso il mercato dell'eurodollaro, per cui i regolamenti ufficiali hanno conseguito un avanzo di poco più di \$1,6 miliardi.

Anche la bilancia della liquidità ha registrato una modesta eccedenza statistica, nonostante la considerevole espansione nelle passività liquide verso detentori esteri privati, perchè passività verso istituzioni ufficiali per \$2,4 miliardi sono state convertite dalla forma liquida in quella non liquida.

Nel primo trimestre del 1969 la bilancia dei pagamenti, sulla base della liquidità, ha accumulato un notevole saldo passivo. Le partite correnti sono alquanto deteriorate, in quanto gli scioperi dei portuali americani hanno influito negativamente sulla bilancia commerciale. Alla fine del 1968 anche l'afflusso temporaneo di fondi delle società americane ha nettamente invertito la sua tendenza e gli acquisti di titoli governativi americani non liquidi da parte di detentori ufficiali esteri sono stati assai inferiori a quelli di prima. Il risultato è stato che la bilancia della liquidità ha presentato un deficit di \$1,8 miliardi, sebbene le società americane abbiano raccolto altri \$500 milioni sui mercati obbligazionari esteri e gli acquisti esteri di azioni americane siano continuati. Ciò non di meno, sulla base dei regolamenti ufficiali, è stato registrato un avanzo di \$1,1 miliardi, soprattutto perchè le passività delle banche americane verso le loro filiali estere hanno subito un ulteriore incremento di \$3 miliardi.

Si può pertanto rilevare che, lo scorso anno, la posizione degli Stati Uniti verso l'estero è fondamentalmente deteriorata. Questo andamento è stato temporaneamente compensato da vasti spostamenti di capitali, ma la compensazione è dovuta a circostanze insolite che, probabilmente, non si ripeteranno nell'anno che ci sta davanti. Nei primi mesi del 1969 i saggi d'interesse a breve hanno pre-

sentato una tendenza ascendente in Europa e numerosi paesi continentali hanno adottato misure per arrestare o invertire il flusso di fondi liquidi verso il mercato dell'eurodollaro. Contemporaneamente, la situazione sui mercati europei delle obbligazioni si è tesa e, in aprile, parecchie emissioni di società sono state differite o sono state sottoscritte soltanto in parte. Un rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti avvantaggerebbe naturalmente la bilancia commerciale, ma non si sa in quale misura, dato che l'inflazione degli ultimi anni ha indebolito la concorrenzialità dei prezzi dell'industria americana rispetto ad altri importanti paesi, soprattutto Germania, Giappone e Italia. E', pertanto, comprensibile che i punti di vista espressi nelle sfere ufficiali sulle prospettive della bilancia dei pagamenti americana non siano improntati a ottimismo.

Creazione di riserve nel sistema monetario.

Accanto agli squilibri dei quattro paesi discussi più sopra, il Giappone e l'Italia hanno entrambi presentato una cospicua posizione creditoria durante lo scorso anno. Il saldo attivo del Giappone che, nel 1968, è ammontato a \$1 miliardo, aveva soprattutto natura ciclica, in quanto l'anno precedente la sua bilancia dei pagamenti aveva registrato un saldo passivo. Il saldo attivo dell'Italia è stato più persistente; nonostante che, nel 1968, le sue partite correnti abbiano conseguito un'eccedenza maggiore, il saldo attivo complessivo è stato contenuto in poco meno di \$600 milioni, dato che le esportazioni di capitali hanno raggiunto il ragguardevole importo di oltre \$2 miliardi.

Oltre ai problemi di aggiustamento che i saldi attivi e passivi di notevole entità nei conti con l'estero comportano, durante alcuni anni il sistema monetario si è trovato esposto alle tensioni derivanti dal fatto che l'incremento autonomo delle riserve è stato, in complesso, inadeguato. Sotto questo aspetto, comunque, lo scorso anno è stato meno sfavorevole dell'anno precedente, sebbene il miglioramento non risulti evidente dalle statistiche relative alle riserve globali.

La linea di netta demarcazione si è prodotta nel marzo 1968, quando è stato abbandonato il prezzo ufficiale dell'oro sul mercato di Londra e pertanto gli anni che servono di confronto sono aprile 1968-marzo 1969 e i dodici mesi precedenti. Il principale miglioramento verificatosi fra questi due periodi è che l'imponente perdita di riserve auree cedute al mercato nel primo periodo è stata arrestata lo scorso anno. Come si può rilevare dalla seguente tabella, nel 1968-69 le riserve auree dei paesi sono effettivamente cresciute di \$1,1 miliardi, mentre nel 1967-68 erano diminuite di \$2,6 miliardi. Dal punto di vista del funzionamento del sistema, l'incremento delle riserve auree, conseguito lo scorso anno, non è stato così favorevole come sembra, perchè \$360 milioni sull'importo di \$1,1 miliardi riguardano trasferimenti da istituzioni internazionali (soprattutto dal FMI) alle riserve ufficiali dei paesi. Inoltre, oro per \$625 milioni è affluito alle riserve del Sud Africa direttamente dalla produzione interna e, perciò, non è entrato nel sistema in senso attivo. Nel 1967-68, i trasferimenti di oro dalle istituzioni internazionali ai paesi erano ammontati a \$290 milioni, sicchè il sistema aveva perduto oro monetario per quasi \$2,9 miliardi; e ciò nonostante il fatto che il Sud Africa avesse ceduto quasi l'intera produzione di oro nuovo.

Variazioni nelle riserve globali, 1966-69.

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva nel FMI	Totale
	milioni di dollari SU			
Tutti i paesi				
Aprile 1966 - Marzo 1967	- 480	+ 1.100	+ 330	+ 950
Aprile 1967 - Marzo 1968	- 2.595	+ 5.065	- 530	+ 1.940
Aprile 1968 - Marzo 1969	+ 1.130*	+ 55*	+ 400	+ 1.585
Gruppo dei dieci				
Aprile 1966 - Marzo 1967	- 570	+ 15	+ 390	- 165
Aprile 1967 - Marzo 1968	- 3.390	+ 4.355	- 660	+ 305
Aprile 1968 - Marzo 1969	- 60	- 645	+ 205	- 500
Altri paesi sviluppati				
Aprile 1966 - Marzo 1967	+ 85	- 40	- 120	- 75
Aprile 1967 - Marzo 1968	+ 275	+ 150	+ 80	+ 505
Aprile 1968 - Marzo 1969	+ 870	+ 245	+ 110	+ 1.225
Paesi in via di sviluppo				
Aprile 1966 - Marzo 1967	+ 5	+ 1.125	+ 60	+ 1.190
Aprile 1967 - Marzo 1968	+ 520	+ 560	+ 50	+ 1.130
Aprile 1968 - Marzo 1969	+ 320*	+ 455*	+ 85	+ 860
Gruppo dei dieci, esclusi Stati Uniti e Regno Unito				
Aprile 1966 - Marzo 1967	+ 345	+ 215	+ 760	+ 1.320
Aprile 1967 - Marzo 1968	- 725	+ 2.275	- 780	+ 770
Aprile 1968 - Marzo 1969	- 175	- 1.265	- 640	- 2.080
Regno Unito				
Aprile 1966 - Marzo 1967	- 360	+ 45	-	- 315
Aprile 1967 - Marzo 1968	- 185	- 350	-	- 535
Aprile 1968 - Marzo 1969	- 15	- 235	-	- 250
Stati Uniti				
Aprile 1966 - Marzo 1967	- 555	- 245	- 370	- 1.170
Aprile 1967 - Marzo 1968	- 2.480	+ 2.430	+ 120	+ 70
Aprile 1968 - Marzo 1969	+ 130	+ 855	+ 845	+ 1.830

* Dato più recente di cui si dispone.

Il vantaggio che il sistema ha tratto da questa variazione nella posizione ufficiale in oro fra i due anni indicati può essere descritto come segue: alla flessione nel totale degli averi ufficiali in oro, registrata nel 1967-68, ha corrisposto un deficit in conto transazioni ufficiali delle bilance dei pagamenti di tutti i paesi considerati complessivamente; ma poichè, nel 1968-69, le riserve auree ufficiali si sono mantenute costanti, i disavanzi dei paesi in conto transazioni ufficiali sarebbero stati più che compensati dagli avanzi conseguiti da altri paesi. Per diverse ragioni non è possibile dire quali paesi abbiano nel 1967-68 assorbito il disavanzo netto del sistema o, nello scorso anno, beneficiato della migliorata posizione in oro: non sono disponibili dati sulla ripartizione per paesi degli acquisti speculativi privati di oro o sui mezzi utilizzati per finanziarli; e gli acquisti privati di metallo sarebbero comunque commisti con altri fattori che concorrono a influenzare i conti con l'estero. Considerando soltanto l'effetto diretto di una riduzione netta nell'oro monetario, nel 1967-68 avrebbero conseguito una posizione debitoria i paesi i cui residenti avessero acquistato oro con fondi nazionali. Dato che l'acquisto di oro era vietato nel Regno Unito e negli Stati Uniti, questo effetto diretto non avrebbe potuto influire su alcuno di questi due paesi.

La speculazione sull'oro ha tuttavia esercitato per altre vie una forte influenza sulle posizioni esterne degli Stati Uniti e del Regno Unito. Nel caso degli Stati Uniti l'ondata di acquisti di oro ha minato la fiducia nel dollaro, sicchè si sono avute cospicue conversioni di dollari detenuti da residenti esteri soprattutto in metallo, ma anche, in una certa misura, in altre valute. Sembra inoltre certo che i termini di pagamento e l'afflusso di capitali esteri negli Stati Uniti siano stati temporaneamente sfavorevoli. Così, la posizione americana per quanto riguarda i pagamenti e le disponibilità necessarie per i finanziamenti ufficiali è stata peggiorata dall'ondata di acquisti di oro; l'assenza di queste pressioni dopo il marzo 1968 è stata certamente una condizione necessaria, sebbene non una causa diretta, perchè gli Stati Uniti potessero conseguire un'eccedenza nei regolamenti ufficiali.

Forze analoghe hanno operato nel caso del Regno Unito, ma con effetti assai maggiori. E' chiaro che nelle varie parti del mondo i detentori di sterline hanno proceduto a massicci acquisti di oro; inoltre, la fiducia nella nuova parità della sterlina non poteva certamente venire restaurata subito dopo il novembre 1967, data la forte perturbazione sul mercato dell'oro. Ad ogni modo, è evidente che le risorse necessarie per i finanziamenti ufficiali furono assai cospicue nei mesi di massiccia speculazione sull'oro.

Questi fattori aiutano a spiegare le variazioni paradossali che negli ultimi due anni hanno avuto luogo nelle riserve globali, riportate nella tabella, soprattutto nelle riserve dei paesi del Gruppo dei dieci. Sebbene il sistema abbia subito perdite di oro nel 1967-68 e registrato aumenti nello scorso anno, le riserve globali si sono incrementate più nel primo periodo che nel secondo. Questo andamento è il risultato dell'espansione straordinaria di oltre \$5 miliardi negli averi globali in valute estere nel 1967-68, mentre lo scorso anno il loro aumento è stato trascurabile.

Cause delle variazioni nelle riserve globali.

Voci	Aprile 1966- marzo 1967	Aprile 1967- marzo 1968	Aprile 1968- marzo 1969
	milioni di dollari SU		
Variazioni nelle riserve globali	+ 950	+ 1.940	+ 1.585
Oro	- 480	- 2.595	+ 1.130
Posizioni di riserva FMI	+ 330	- 530	+ 400
composte da: sottoscrizioni in oro	+ 365	+ 55	+ 25
prelievi di paesi membri dalla "tranche" di credito	- 35	- 585	+ 375
Valute estere derivanti da transazioni speciali	- 245	+ 8.245	+ 2.140
obbligazioni non negoziabili del governo americano	- 345	+ 755	+ 1.590
facilitazioni delle banche centrali (stime)	+ 100	+ 7.000	+ 550
portafoglio titoli in dollari del Regno Unito	-	+ 490	-
Altre valute estere (residuo)	+ 1.345	- 3.180	- 2.085

Nella tabella che riporta le cause delle variazioni nelle riserve globali si può rilevare che, nel 1967-68, l'eccezionale espansione delle riserve valutarie dipende interamente da un loro incremento per \$8,2 miliardi scaturiti da transazioni speciali. Questa imponente creazione di riserve è connessa con le necessità dei finanziamenti ufficiali del Regno Unito e degli Stati Uniti e si è prodotta in due modi: per circa \$7 miliardi attraverso l'utilizzo di facilitazioni accordate da banche centrali e per \$755 milioni attraverso nuove emissioni di obbligazioni "Roosa". L'importo di \$7 miliardi, per l'effetto statistico prodotto sulle riserve dall'utilizzo di facilitazioni concesse da banche centrali, rispecchia soprattutto l'assistenza a breve ricevuta dalla Banca d'Inghilterra da altre autorità monetarie, tanto nei mesi che sono sfociati nella svalutazione quanto durante la susseguente crisi sul mercato dell'oro. Esso rispecchia anche i prelievi, piuttosto cospicui, effettuati dalla Riserva federale sulla sua rete di riporti, durante la crisi sul mercato dell'oro nel 1967-68. Per quanto riguarda questo importo di \$7 miliardi, occorre ricordare che l'assistenza prestata alla Banca d'Inghilterra dagli Stati Uniti ha un doppio effetto statistico sulle riserve, poichè vengono computati tanto i dollari ricevuti dal Regno Unito quanto la contropartita in sterline ricevuta dagli Stati Uniti.

Nell'anno successivo, 1968-69, il totale delle riserve valutarie è rimasto praticamente invariato e quelle del Gruppo dei dieci sono persino alquanto diminuite: di \$645 milioni. All'interno del Gruppo dei dieci, gli squilibri nei pagamenti in conto transazioni ufficiali non sono stati inferiori a quelli registrati nei dodici mesi precedenti; difatti, la somma degli avanzi in conto transazioni ufficiali è cresciuta sensibilmente, passando da \$1,4 a 5,7 miliardi, mentre la somma dei disavanzi è aumentata in misura modesta: da \$5,9 a 6,1 miliardi. Il finanziamento di questi squilibri è stato tuttavia diverso da quello dell'anno prima. Ciò può essere rilevato dal fatto che la creazione globale di riserve attraverso transazioni speciali è stata di poco superiore a \$2 miliardi: \$0,5 miliardi attraverso facilitazioni accordate da banche centrali e \$1,6 miliardi attraverso nuove obbligazioni "Roosa". I due principali paesi debitori (Francia e Regno Unito) hanno finanziato gran parte dei loro deficit senza fare ricorso a transazioni speciali, sia con le riserve sia attraverso l'indebitamento verso il FMI. Durante questo periodo, il principale paese creditore (Stati Uniti) ha notevolmente ridotto il suo ricorso alla rete di riporti della Riserva federale, sebbene contemporaneamente l'importo di obbligazioni "Roosa" emesse sia all'incirca raddoppiato. Queste sono state utilizzate soprattutto per finanziare l'avanzo dei regolamenti ufficiali registrato nel Canada a partire dalla primavera del 1968, e anche in connessione con l'accordo di compensazioni militari stipulato fra Stati Uniti e Germania.

Nessuno dei due periodi sopra menzionati si è distinto per la stabilità del sistema monetario internazionale. Ma, dei due, il 1967-68 è stato certamente il più perturbato, in quanto la svalutazione della sterlina, l'ondata di acquisti speculativi di oro e l'abbandono del prezzo ufficiale nelle vendite di oro sul mercato di Londra sono tutti eventi che si sono verificati nello spazio di pochi mesi. Il maggiore incremento delle riserve globali registrato nel 1967-68 non può quindi essere considerato un segno favorevole; difatti, è appunto perchè il 1967-68 è stato un anno tanto perturbato che si sono intraprese transazioni speciali su scala

tale che, nonostante la perdita di oro sostenuta dal sistema, ha provocato un'espansione di \$2 miliardi nelle riserve globali. L'incremento delle riserve nel sistema è pertanto dipeso dalle perturbazioni monetarie, in mancanza di un meccanismo autonomo per ottenere questo risultato. E resta da chiedersi se le attività create in questo modo, per forza di circostanze, possano semplicemente essere considerate come aumenti delle riserve globali, ignorando le passività corrispondenti. I paesi creditori, ad ogni modo, non le dimenticheranno certamente.

II. MONETA, CREDITO E MERCATI DEI CAPITALI.

Nel 1968 le condizioni monetarie nell'America del Nord e nel Regno Unito hanno avuto uno sviluppo secondo linee decisamente diverse rispetto a quelle dei paesi continentali dell'Europa occidentale. L'inflazione si è acuita negli Stati Uniti, accompagnandosi ad una forte domanda di credito e ad un sensibile aumento dei saggi d'interesse. Dagli ultimi mesi del 1968 in poi, con il progressivo inasprirsi delle misure monetarie, i saggi d'interesse hanno raggiunto livelli mai verificatisi in passato. Pure in Canada e nel Regno Unito il costo del denaro è stato spinto ad altezze eccezionali, in conseguenza del fatto che questi due paesi hanno dovuto difendere la loro posizione sull'estero e anche perchè si sono rese necessarie restrizioni monetarie per contrastare le tendenze inflazionistiche interne.

Al contrario, la maggior parte dei paesi continentali ha mantenuto dai primi mesi del 1967 fin quasi alla fine del 1968 condizioni monetarie relativamente libere da restrizioni, allo scopo di sostenere il movimento espansionistico dell'attività economica. Per alcuni paesi con bilancia dei pagamenti eccedentaria l'obiettivo è stato anche quello di incoraggiare deflussi compensativi di capitali.

Verso la fine del 1968, nei paesi continentali si è avuto però un cambiamento sia nella situazione economica sia nell'atteggiamento delle autorità responsabili della politica monetaria. Alcuni paesi si sono resi conto, spesso in maniera alquanto improvvisa, che stavano avvicinandosi ai limiti della capacità produttiva e hanno introdotto misure restrittive del credito atte a correggere la loro situazione interna e verso l'estero. Al di là di queste iniziative, sta comunque il fatto che alcuni paesi, e anche altri, hanno mostrato una crescente preoccupazione per la perdita globale di riserve valutarie ufficiali derivante dal forte drenaggio di fondi verso l'estero. Per evitare che questo deflusso raggiungesse livelli troppo elevati sono state adottate alcune misure specifiche, ma c'era un limite alla loro efficacia. D'altra parte permettere che l'uscita di fondi provocasse un aumento dei saggi interni d'interesse al disopra di certi livelli comportava il rischio di compromettere tanto l'espansione dell'economia nazionale quanto il processo di aggiustamento della posizione sull'estero attraverso il movimento delle partite correnti.

Questo capitolo esamina dapprima i recenti movimenti dei saggi d'interesse alla luce delle variazioni dei flussi finanziari, per poi passare ad analizzare gli sviluppi nei diversi paesi — compresi quelli dell'Europa orientale — non trattati nel capitolo I.

Inflazione e saggi d'interesse.

Dopo il generale allentamento delle restrizioni monetarie avvenuto verso la fine del 1966, i saggi d'interesse sulle due sponde dell'Atlantico hanno mostrato una tendenza parallela ad abbassarsi fino ai primi giorni della primavera 1967. Successivamente però l'andamento dei saggi stessi si è differenziato in maniera sorprendente, come dimostra la tabella che segue. Nei due anni fino al marzo

1969 i rendimenti nominali di obbligazioni governative a lungo termine sono fortemente cresciuti negli Stati Uniti, Canada, Regno Unito e Giappone. Sul Continente invece i rendimenti sono diminuiti in Germania e Svizzera ed hanno subito modeste variazioni altrove, a prescindere da un sensibile aumento in Francia e da incrementi più moderati nei Paesi Bassi e in Svezia.

Rendimenti delle obbligazioni e prezzi interni: Variazioni comparative.

Paesi	Rendimenti delle obbligazioni governative a lungo termine				Aumenti annuali dei prezzi al consumo al		
	Marzo 1967	Marzo 1968	Marzo 1969	Variazione dal marzo 1967 al marzo 1969	Marzo 1967	Marzo 1968	Marzo 1969
	percentuali			in punti di percento	percentuali		
Regno Unito	6,5	7,3	8,8	+ 2,3	3,5	3,4	6,3
Francia	6,1	6,4	7,9	+ 1,8	2,8	3,8	6,0
Canada	5,5	6,9	7,2	+ 1,7	3,2	4,3	4,4
Stati Uniti	4,4	5,4	6,0	+ 1,6	2,7	3,9	5,1
Giappone	7,6	8,7	8,9	+ 1,3	4,0	5,3	3,9
Paesi Bassi	6,0	6,5	7,0	+ 1,0	2,9	3,9	7,9
Svezia	5,9	6,3	6,7	+ 0,8	4,7	2,1	1,9
Danimarca	8,1	8,5	8,4	+ 0,3	4,3	10,5	4,3*
Austria	7,1	7,9	7,4	+ 0,3	4,5	3,1	2,6
Italia	6,6	5,7	5,6	+ 0,3	1,9	1,7	1,7
Belgio	6,8	6,5	6,8	—	2,9	2,9	3,6
Svizzera	5,2	4,7	4,8	— 0,4	3,8	3,4	2,5
Germania	7,2	6,7	6,4	— 0,8	2,2	1,5	2,3

* Febbraio.

In termini di allineamento internazionale, questi sviluppi hanno avuto praticamente la tendenza a colmare il divario, esistente da lungo tempo, fra i rendimenti degli Stati Uniti e quelli medi continentali. Inoltre nel Regno Unito i rendimenti sono aumentati a livelli ben superiori a quelli che erano tipici del Continente e nel Canada hanno raggiunto altezze relativamente elevate. In tutti e tre i paesi l'aumento è stato in gran parte collegato con il persistere o intensificarsi di pressioni inflazionistiche interne e di conseguenza nel Regno Unito e negli Stati Uniti ogni miglioramento verificatosi nel conto capitali ha contribuito soltanto a mitigare gli effetti di una debole posizione delle partite correnti. L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti è stato perciò più compensativo che reale. In Giappone, e in misura minore in Canada, un rafforzamento nel 1968 delle partite correnti ha diminuito il bisogno di importazione di capitali. Pertanto, gli alti saggi d'interesse a lungo termine non erano del tutto giustificati in base alla posizione di questi paesi verso l'estero.

Per il medesimo assunto, l'andamento dei saggi d'interesse nella maggior parte dei paesi continentali ha rispecchiato essenzialmente la relativa assenza di pressioni inflazionistiche durante il periodo di ripresa e nella prima fase dell'espansione. Da un punto di vista internazionale non si può pertanto dire, senza le debite precisazioni, che negli ultimi due anni sia stato raggiunto un migliore equilibrio di fondo nei saggi d'interesse. Ciò sarà vero soltanto con l'assestamento

della domanda globale su livelli più normali e con l'adozione — ma questo può essere un'altra questione — di misure dirette a conseguire obiettivi a più lungo termine sul piano delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Risparmio, investimenti e saggi d'interesse.

Nell'individuare i vari fattori che hanno influenzato la recente dinamica dei saggi d'interesse, è utile in primo luogo volgere lo sguardo agli orientamenti in generale del risparmio e degli investimenti. L'esperienza suggerisce che i saggi d'interesse a lungo termine normalmente si muovono quasi in parallelo con il saggio di formazione del capitale fisso interno. Ciò rispecchia la circostanza che la propensione al risparmio è di solito più stabile di quella relativa agli investimenti. Comunque non è sempre così, poiché variazioni nelle componenti del risparmio, sia autonome sia indotte da grossi cambiamenti della domanda esterna, possono attivamente influenzare i saggi d'interesse. Questi, naturalmente, sono poi sensibili alle modifiche intervenute nelle aspettative per quanto riguarda la domanda, i prezzi e le eventuali misure delle autorità.

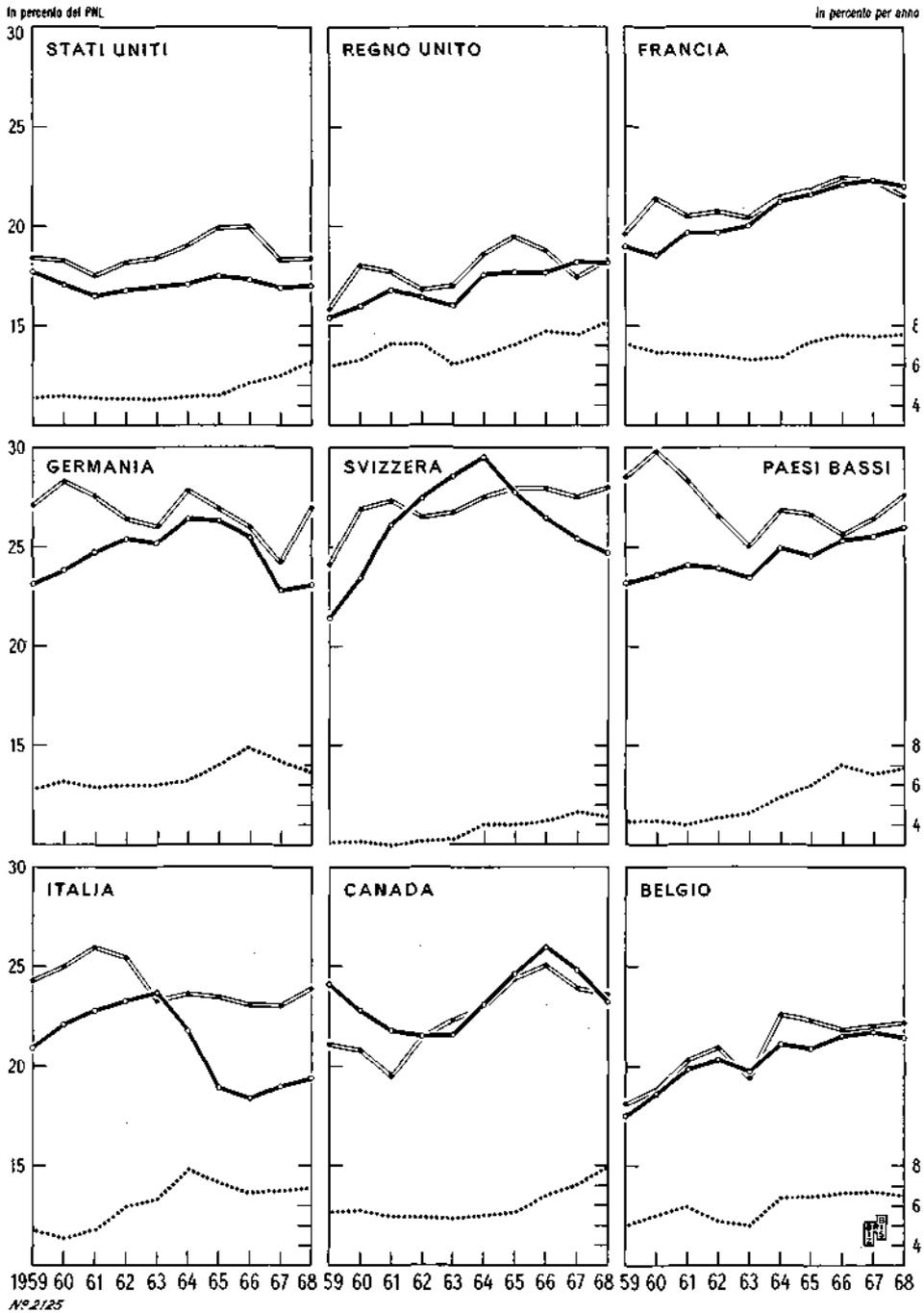
Negli Stati Uniti, per esempio, appare evidente dal grafico che il forte aumento dei rendimenti a lungo termine verificatosi dal 1966 al 1968 non può essere attribuito principalmente al vigore con il quale venivano realizzati gli investimenti in capitali fissi. Al contrario gli alti saggi hanno concorso, soprattutto contenendo le spese per l'edilizia, a ridurre l'aliquota degli investimenti rispetto al reddito nazionale lordo. L'andamento dei saggi è stato influenzato essenzialmente dal risparmio. Cosa della massima importanza, il bilancio del governo federale è passato, sulla base dei conti nazionali, da un'eccedenza di \$1,2 miliardi nel 1965 a un deficit di \$11,4 miliardi (rapportato ad anno) nei diciotto mesi che vanno fino alla metà del 1968. E' vero che da allora la situazione del bilancio è notevolmente migliorata, ma i saggi d'interesse hanno continuato a salire. In questa fase tuttavia gli investimenti in impianti e macchinari hanno incominciato ad intensificarsi, stimolati in parte dai costi in ascesa e dalle prospettive dell'inflazione.

In Canada il saggio degli investimenti in capitali fissi si è ridotto sensibilmente dal 1966 al 1968; il risparmio nazionale lordo ha subito una flessione minore ed è migliorato il conto delle partite correnti. Tuttavia i saggi d'interesse a lungo termine si sono mantenuti in rialzo; la ragione principale di questo fenomeno sembra risiedere negli stretti collegamenti con i mercati degli Stati Uniti e in un'analogia diffusione di aspettative inflazionistiche.

Nel Regno Unito il saggio degli investimenti fissi ha mostrato dalla metà degli anni cinquanta fin quasi al 1967 la tendenza a crescere con gradualità. Sebbene questo sviluppo sia in parte il risultato di specifiche misure di politica economica, le autorità non hanno avuto molto successo nell'assicurare il risparmio necessario ad alimentare il più elevato ritmo di investimento. Dal periodo intorno al 1964 in poi gli investimenti del settore pubblico hanno superato in misura crescente il risparmio del settore stesso, finendo così per aumentare le pressioni sui mercati finanziari. Nel settore privato, inoltre, l'inflazione dei costi ha dato luogo ad una relativa flessione dei profitti ed ha pure compromesso la competitività

Risparmio, investimenti e rendimenti obbligazionari.*

Scala di sinistra:
 —●— Investimenti fissi lordi interni
 —■— Risparmio nazionale lordo
 Scala di destra:
 Rendimento sulle obbligazioni industriali²



* Rendimenti sulle obbligazioni governative per Belgio e Svizzera e sulle obbligazioni private per i Paesi Bassi.

sui mercati esteri. La svalutazione del 1967 ha contribuito a reintegrare i margini di profitto, anche se gli ulteriori aumenti dei salari hanno poi in parte annullato questi vantaggi. Il più incoraggiante sviluppo si è avuto recentemente nella posizione del Tesoro: la sua richiesta di indebitamento è passata infatti da un importo positivo in misura elevata ad un importo negativo. Poichè gli investimenti fissi, sia pubblici che privati, sono stati ridotti di alquanto nel 1968, l'ulteriore aumento dei rendimenti a lungo termine deve essere spiegato soprattutto come reazione della politica monetaria alle continue pressioni salariali e alle esigenze di carattere esterno.

In Germania, Italia e Svizzera, d'altra parte, il saggio degli investimenti in capitali fissi è rimasto nel 1968 nettamente al disotto dei livelli raggiunti in passato. Come aliquota del reddito nazionale lordo, gli investimenti lordi fissi in Italia sono scesi al 19,4%, in Germania al 23,7% e in Svizzera al 24,7%, mentre in precedenza le stesse aliquote avevano toccato rispettivamente il 23,7, il 26,4 e il 29,5%. Queste variazioni riflettono il rallentamento intervenuto nell'attività edilizia, ma soltanto in parte poichè anche le spese in impianti e macchinari sono risultate molto inferiori in confronto alla tendenza seguita in passato dal loro saggio di crescita. In tutti e tre i paesi il risparmio nazionale lordo da alcuni anni si è mantenuto ad un alto e costante livello.

Nel Belgio e nei Paesi Bassi, così come nel Regno Unito, il saggio degli investimenti fissi ha seguito un movimento ascendente per quasi un decennio. Ma in Belgio questa accelerazione, sebbene accompagnata in alcuni anni da forti aumenti dei prezzi, non ha avuto un effetto molto pronunciato sui saggi d'interesse, soprattutto perchè il risparmio è cresciuto notevolmente in tutti i settori: famiglie, imprese e pubblica amministrazione. Nei Paesi Bassi il saggio di formazione del risparmio non ha tenuto il passo, dopo il 1963, con l'ulteriore espansione degli investimenti e ciò è avvenuto in concomitanza con il deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Insieme alle forti lievitazioni annue dei prezzi, questo fenomeno ha contribuito a provocare l'aumento quasi costante dei saggi d'interesse a lungo termine. Anche fattori esterni, comunque, hanno esplicato la loro influenza, così come è avvenuto in Svizzera, dove i saggi d'interesse si erano mantenuti bassi rispetto ai livelli internazionali.

In Francia la correlazione fra risparmio e investimenti è sensibilmente migliorata in seguito al programma di stabilizzazione del 1958 e da allora i saggi d'interesse a lungo termine sono diminuiti per diversi anni. I nuovi provvedimenti organici adottati dal 1962 in poi — e fra questi figura quello di riportare in pareggio in bilancio — hanno avuto lo scopo di ampliare il risparmio per facilitare un elevato saggio di investimenti. Questa politica ha avuto maggior successo dal lato del risparmio, che non dal lato degli investimenti: di conseguenza essa ha contribuito ad instaurare stabilmente una forte posizione sull'estero e a decelerare la lievitazione dei prezzi interni. Il saggio degli investimenti fissi è cresciuto, ma a partire dal 1965 il settore pubblico ha dovuto assumersi un ruolo relativamente maggiore poichè da allora è diminuita la propensione dell'industria all'investimento, in seguito alla riduzione della capacità di autofinanziamento. Nello stesso tempo hanno cominciato a salire i saggi d'interesse a lungo termine.

Questo andamento è proseguito quando, a cominciare dal 1966, la posizione del bilancio è peggiorata. Gli avvenimenti del 1968, nonostante le contromisure introdotte con il bilancio, hanno fortemente inciso sul risparmio del settore privato e di quello pubblico e di conseguenza si è avuto una spinta verso l'alto dei saggi d'interesse e un inevitabile taglio nei programmi di investimento di entrambi i settori.

Credito bancario e formazione di attività liquide.

In maniera paradossale, l'espansione monetaria è stata lo scorso anno molto rapida perfino in quei paesi dove i saggi d'interesse avevano subito i maggiori rialzi. Ciò è dimostrato, come risulta nella tabella che segue, dall'andamento dell'offerta di moneta maggiorata delle attività quasi monetarie (soprattutto risparmi e depositi vincolati) detenute dal sistema bancario. La moneta e la quasi moneta sono aumentate negli Stati Uniti del 9%, in Canada del 14,8% e nel Regno Unito del 6,6%. In tutti i casi l'aumento è stato elevato sia rispetto all'espansione del prodotto nazionale lordo (rispettivamente 5, 4,7 e 3%) sia in confronto dei livelli raggiunti in passato.

Alla base delle difficoltà incontrate nel contenere l'espansione sono state in tutti e tre i paesi le cospicue richieste di nuovi crediti del settore pubblico; nel caso degli Stati Uniti e del Canada questa domanda è stata resa ancor più pressante dalla monetizzazione, da parte dei privati, dei debiti in essere. Negli Stati Uniti l'indebitamento del governo federale sui mercati del credito è aumentato da \$6,3 miliardi nel 1966 a \$16,9 miliardi nel 1968. In Canada il bilancio del governo centrale è passato in disavanzo nell'anno 1967-68 e i governi provinciali hanno essi pure attinto fortemente sul mercato. Nel Regno Unito il fabbisogno netto di finanziamento del Tesoro si è mantenuto su una media annua di quasi £520 milioni nel periodo 1964-66, è poi salito a £1.135 milioni nel 1967 per scendere quindi a £750 milioni nel 1968. Come dimostra la tabella, durante gli ultimi due o tre anni l'incremento dei prestiti del sistema bancario al settore pubblico nel suo insieme è stato relativamente notevole in tutti e tre i paesi. In ciascun caso, però, varie misure di bilancio hanno determinato all'inizio del 1969 una netta flessione nelle necessità di indebitamento del governo centrale.

Negli Stati Uniti la vivace accelerazione del credito al settore privato, verificatasi nel 1968, ha rispecchiato in parte le condizioni monetarie meno restrittive che erano state consentite dopo l'introduzione alla fine di giugno del programma di inasprimenti fiscali. Tuttavia, dalla fine del 1968 la politica monetaria ha di nuovo progressivamente inasprito le sue misure e ciò ha dato luogo all'inizio del 1969 ad un più lento saggio di ampliamento del credito. Nel Canada la persistente e rapida espansione della moneta e quasi moneta è dipesa, nel 1968, in parte dalla forte domanda di credito del settore privato, ma anche dall'eccedenza verificatasi nei conti con l'estero. I saggi d'interesse si sono mossi al rialzo, sebbene le condizioni monetarie siano state improntate a larghezza per buona parte dell'anno. Nel Regno Unito, per contro, il sensibile disavanzo della bilancia dei pagamenti e le limitazioni imposte al credito bancario hanno agito congiuntamente nel senso di frenare l'espansione monetaria.

Sistema bancario: Situazione monetaria.

Paesi	Anni	Variazioni annuali nelle principali					PNL a prezzi di mercato	Moneta e quasi moneta ¹ in percento del PNL
		attività			passività			
		Attività estere nette	Credito al settore pubblico	Credito al settore privato	Moneta	Quasi moneta		
miliardi di unità monetarie nazionali								
Austria	1966	— 1,20	2,57	14,88	2,47	11,25	262,09	54,4
	1967	4,92	3,41	8,94	3,45	10,58	279,13	55,8
	1968	4,54	3,45	11,16	3,87	12,13	295,10	57,7
Belgio	1966	— 5,60	18,50	22,30	21,20	12,80	916,30	45,4
	1967	7,90	6,60	25,40	10,80	21,60	977,10	46,2
	1968	— 11,00	32,60	26,60	26,10	18,20	1.043,40	47,4
Danimarca	1966	0,24	— 0,02	4,77	2,24	2,04	77,09	48,0
	1967	0,11	1,17	2,84	1,77	1,77	84,34	48,6
	1968	0,04	1,86	5,09	3,65	2,41	93,15	48,9
Finlandia ²	1966	— 455	223	1.376	129	1.215	27.627	41,9
	1967	— 250	10	1.752	— 31	1.053	29.904	42,6
	1968	1.006	— 415	902	488	1.176	33.314	42,3
Francia	1966	1,83	0,99	15,09	13,52	5,38	531,90	38,9
	1967	1,24	4,32	22,79	8,86	16,66	572,10	39,9
	1968	— 15,87	4,40	32,58	16,51	9,62	624,70	40,9
Germania	1966	3,24	6,00	19,40	1,40	20,59	480,80	42,0
	1967	5,12	13,60	15,10	7,42	19,51	485,10	46,6
	1968	11,24	7,40	27,60	5,17	29,58	528,80	49,4
Italia	1966	343	897	2.723	1.922	1.737	39.829	67,3
	1967	225	150	3.420	2.425	1.595	43.553	70,7
	1968	346	1.474	2.722	2.362	1.736	46.741	73,6
Norvegia	1966	0,07	0,52	2,06	0,82	1,50	54,62	51,9
	1967	1,17	— 0,27	1,84	0,83	2,08	60,14	51,4
	1968	1,03	1,17	1,95	1,87	2,10	64,33	53,2
Paesi Bassi	1966	— 0,27	1,17	1,09	1,20	0,61	74,81	34,2
	1967	0,31	0,49	2,57	1,16	2,33	82,27	34,8
	1968	— 0,31	1,37	2,37	2,16	1,93	90,46	36,1
Regno Unito ³	1966	125	441	112	528	—	37.942	33,9
	1967	— 258	1.259	456	1.497	—	39.710	34,6
	1968	— 1.075	1.384	723	963	—	42.424	35,3
Spagna	1966	— 11,54	17,83	134,21	51,41	78,68	1.477,37	66,4
	1967	— 8,09	16,86	156,56	65,07	95,67	1.616,52	68,8
	1968	6,12	32,53	195,39	66,34	159,54	1.760,00	74,3
Svezia	1966	0,57	1,26	2,69	1,22	1,64	113,46	33,7
	1967	— 0,16	1,21	4,92	1,30	3,67	121,95	34,7
	1968	— 0,07	0,60	5,26	2,30	4,55	130,17	37,3
Svizzera	1966	0,43 ³	0,79	4,70	1,11	4,36	64,63	128,6
	1967	0,66 ³	0,80	6,23	2,26	6,25	68,94	130,9
	1968	2,55 ³	0,95	8,10	4,08	8,66	73,18	138,4
Stati Uniti	1966	— 0,60	2,70	17,00	5,50	11,20	747,60	42,4
	1967	— 0,10	24,30	16,40	13,30	22,00	789,70	43,7
	1968	0,90	13,80	30,40	11,90	20,60	860,60	43,3
Canada	1966	— 0,34	0,65	0,75	0,71	0,53	58,10	34,6
	1967	0,01	1,28	2,08	1,59	1,51	62,11	36,6
	1968	0,33	0,75	2,06	1,64	1,86	67,37	36,2
Giappone	1966	123	837	4.542	1.429	2.699	35.131	77,6
	1967	— 214	882	5.154	1.653	2.923	41.563	75,8
	1968	403	759	5.094	1.786	3.270	48.877	74,2

¹ Medie annuali calcolate sulla base di dati trimestrali. ² In milioni di unità monetarie nazionali. ³ Soltanto la Banca nazionale.

Fonte: IMF, *International Financial Statistics*. Per la Spagna statistiche nazionali.

In tutti i paesi continentali dell'Europa occidentale il ritmo di espansione della moneta e quasi moneta è stato nel 1968 uguale o superiore a quello del 1967. Nella maggior parte dei casi i saggi d'incremento si sono situati fra il 10 e il 15% e in genere hanno abbondantemente superato quelli del prodotto nazionale lordo in termini reali. Questi aumenti tuttavia sono maturati in un periodo nel quale l'attività non aveva raggiunto la piena utilizzazione delle risorse e di conseguenza i prezzi sono cresciuti soltanto in misura moderata.

Come è dimostrato ampiamente, nella tabella, alla colonna "Credito al settore pubblico", nella maggior parte dei paesi continentali le conseguenze monetarie delle politiche di bilancio e di gestione del debito pubblico sono state nel 1968 di tipo espansionistico, spesso in modo più accentuato rispetto al 1967. Ma, a differenza di quanto è avvenuto negli Stati Uniti, nel Canada e nel Regno Unito, queste politiche hanno dato uno stimolo aggiuntivo alla domanda in un momento in cui l'inflazione non era ancora divenuta un problema assillante. Comunque i bilanci dei governi centrali per il 1969 sono generalmente più modesti e comportano un certo grado di restrizione.

In Italia il fabbisogno finanziario del governo è aumentato notevolmente lo scorso anno ed è stato in gran parte coperto con risorse attinte al sistema bancario. Poichè il saldo attivo nei conti con l'estero ha contribuito alla creazione di attività liquide, il ricorso del governo al mercato monetario ha avuto essenzialmente l'effetto di compensare le conseguenze derivanti dall'indebolimento della domanda privata di credito. Nel Belgio, invece, mentre la domanda privata ha continuato ad espandersi, è aumentato il fabbisogno finanziario del Tesoro e ancor più la sua richiesta di mezzi sul mercato monetario: ciò ha contribuito a compensare il drenaggio di liquidità provocato dal saldo passivo della bilancia dei pagamenti. In Francia, dove il saldo dei conti con l'estero è andato in passivo in misura molto più ampia, la continua espansione della moneta o quasi moneta è stata provocata dal disavanzo di bilancio del Tesoro e dal ricorso dello stesso al mercato monetario, ma soprattutto dalla forte accelerazione del credito al settore privato.

Nei Paesi Bassi, che hanno accusato nel 1968 un modesto saldo passivo nella bilancia dei pagamenti, il crescente ricorso al mercato monetario per finanziare il disavanzo di bilancio è stato la causa principale dell'accelerazione del processo di formazione di attività liquide. Lo stesso dicasi per la Norvegia, anche se in questo caso il fenomeno ha avuto luogo in presenza di un saldo attivo nei conti con l'estero di un'ampiezza grosso modo uguale a quella del 1967. In Danimarca e Spagna, dove nel novembre 1967 furono svalutate le rispettive monete, la formazione di attività liquide ha avuto un forte impulso, provocato dall'espansione del credito tanto nel settore pubblico, quanto in quello privato. Tale fatto può aiutare a comprendere la ragione per la quale questi paesi non hanno conseguito nel 1968 maggiori miglioramenti nella loro bilancia dei pagamenti. In Finlandia, altro paese che ha proceduto alla svalutazione, moneta e quasi moneta sono aumentate con maggiore velocità, ma a questo fenomeno si è associato un sensibile rallentamento dell'espansione del credito sia pubblico che privato all'interno e un forte miglioramento nella bilancia dei pagamenti.

Variazioni nei saggi ufficiali di sconto dal 1966.

Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto	Paesi e date delle variazioni	Saggi ufficiali di sconto
	%		%		%
Austria		Francia		Regno Unito	
27 giugno 1963	4%	8 aprile 1965	3½	3 giugno 1965	6
18 aprile 1967	4%	3 luglio 1968	5	14 luglio 1966	7
26 ottobre 1967	3%	13 novembre 1968	6	26 gennaio 1967	6½
Belgio				16 marzo 1967	6
2 giugno 1966	5½	Germania		4 maggio 1967	5½
2 febbraio 1967	5	13 agosto 1965	4	19 ottobre 1967	6
23 marzo 1967	4%	27 maggio 1966	5	9 novembre 1967	6½
11 maggio 1967	4½	6 gennaio 1967	4½	20 novembre 1967	8
14 settembre 1967	4%	17 febbraio 1967	4	21 marzo 1968	7½
26 ottobre 1967	4	14 aprile 1967	3½	19 settembre 1968	7
7 marzo 1968	3%	12 maggio 1967	3	27 febbraio 1969	8
19 dicembre 1968	4½	18 aprile 1969	4	Spagna	
6 marzo 1968	5			9 giugno 1961	5
10 aprile 1969	5½			27 novembre 1967	5½
29 maggio 1969	6			Stati Uniti	
Canada		Giappone		6 dicembre 1965	4½
6 dicembre 1965	4%	26 giugno 1965	5,475	7 aprile 1967	4
14 marzo 1966	5½	1° settembre 1967	5,84	20 novembre 1967	4½
30 gennaio 1967	5	6 gennaio 1968	6,205	22 marzo 1968	5
7 aprile 1967	4½	7 agosto 1968	5,84	19 aprile 1968	5½
27 settembre 1967	5			30 agosto 1968	5½
20 novembre 1967	6	Grecia		18 dicembre 1968	5½
22 gennaio 1968	7	17 gennaio 1963	5½	4 aprile 1969	6
15 marzo 1968	7½	25 luglio 1967	4½	Svezia	
2 luglio 1968	7	25 giugno 1968	5	9 aprile 1965	5½
29 luglio 1968	6½			10 giugno 1966	6
3 settembre 1968	6	Paesi Bassi		3 febbraio 1967	5½
18 dicembre 1968	6½	4 giugno 1964	4½	10 marzo 1967	5
3 marzo 1969	7	2 maggio 1966	5	15 dicembre 1967	6
Danimarca		15 marzo 1967	4½	9 febbraio 1968	5½
11 giugno 1964	6%	20 dicembre 1968	5	11 ottobre 1968	5
19 dicembre 1967	7%	9 aprile 1969	5½	28 febbraio 1969	6
19 marzo 1968	7			Svizzera	
13 giugno 1968	6½			3 luglio 1964	2½
29 agosto 1968	6			6 luglio 1966	3½
31 marzo 1969	7			10 luglio 1967	3
12 maggio 1969	9				

In alcuni paesi, quali Germania, Giappone, Svezia, Svizzera e Austria, l'importanza relativa del ricorso al mercato monetario da parte del settore pubblico è diminuita nel 1968. Nel complesso, tuttavia, ciò può essere stato opportuno, se si tiene conto dell'ammontare di liquidità creato attraverso altri settori. Per esempio, in Germania, Giappone e Svizzera il volume di liquidità originato come contropartita di un saldo attivo verso l'estero è stato molto superiore a quello del 1967 e in Austria ha quasi raggiunto lo stesso livello. Inoltre, la domanda privata di credito si è notevolmente intensificata in Germania e in qualche misura anche in Austria, mentre ha continuato ad espandersi, con un vigore quasi pari a quello del periodo precedente, in Giappone e Svizzera.

Nel Continente la politica monetaria è rimasta generalmente aliena da restrizioni nel 1968 per il secondo anno consecutivo. Una parziale eccezione è costituita dalla Francia la quale ha elevato il saggio ufficiale di sconto dal 3,5 al 5% in luglio e poi al 6% in novembre, quando ha anche imposto un limite

al credito delle banche all'economia. Negli altri paesi, i saggi ufficiali di sconto o sono rimasti ai livelli relativamente bassi ai quali erano stati portati nel 1967 o sono ancora diminuiti. Il Belgio ha ridotto il suo saggio nel marzo dal 4 al 3,75 %, la Svezia lo ha portato in due volte dal 6 al 5 % in ottobre e la Danimarca lo ha mosso in tre fasi dal 7,5 al 6 % in agosto.

La situazione è cominciata a cambiare verso la fine dell'anno, e in particolare dopo l'aumento del saggio di sconto degli Stati Uniti applicato in dicembre. A questa variazione hanno fatto seguito incrementi di tre quarti di punto nel saggio ufficiale del Belgio e di mezzo punto in quello dei Paesi Bassi, i quali hanno anche imposto un limite all'espansione creditizia. Ulteriori rialzi si sono avuti nel febbraio 1969 di un punto nel Regno Unito e Svezia e nel marzo di mezzo punto in Belgio e di un punto in Danimarca. Dopo un secondo aumento di mezzo punto in aprile da parte degli Stati Uniti, i Paesi Bassi e il Belgio hanno portato i loro saggi dal 5 al 5,5 % e la Germania poco dopo dal 3 al 4 %. In maggio i saggi sono stati elevati dal 7 al 9 % in Danimarca e dal 5,5 al 6 % nel Belgio.

Fino a maggio si sono convertiti alla politica delle restrizioni creditizie Belgio, Danimarca, Germania, Paesi Bassi, Svezia e, a una data meno recente, Francia. Alcuni paesi - Belgio, Danimarca, Francia, Italia e dall'inizio del 1969 Germania - hanno anche adottato misure dirette a ridurre o limitare il deflusso di capitali e la perdita di riserve ufficiali. In se stesse, comunque, queste misure non hanno comportato un inasprimento delle condizioni di credito all'interno.

Emissioni interne sul mercato dei capitali.

Le tensioni sui mercati dei capitali degli Stati Uniti, del Canada e del Regno Unito, più che dalle richieste di finanziamento dei privati, sono state provocate dalle necessità del settore pubblico e dalla politica di restrizioni monetarie. Le emissioni complessive sono leggermente aumentate negli Stati Uniti, hanno avuto una flessione in Canada e sono diminuite in modo notevole nel Regno Unito. I collocamenti del settore pubblico sono stati maggiori negli Stati Uniti, dove è aumentato l'indebitamento del governo federale e dove hanno continuato ad espandersi le emissioni delle autorità statali e locali. Contemporaneamente hanno subito una diminuzione i collocamenti obbligazionari del settore privato, peraltro compensati in una certa misura da più ampie emissioni di azioni. Nel Canada, a prescindere da un modesto incremento dell'indebitamento del governo centrale, le altre forme di emissione hanno subito una decisa diminuzione, alla quale, comunque, ha fatto riscontro un aumento delle emissioni pubbliche e private all'estero. Nel Regno Unito si è avuta una notevole espansione nelle emissioni azionarie che ha più che compensato la flessione verificatasi nelle emissioni di obbligazioni private. Il mercato dei titoli di prim'ordine, tuttavia, è stato sottoposto a forti pressioni e i portafogli privati di titoli governativi si sono sostanzialmente ridotti. In Giappone le emissioni globali sono diminuite nel 1968 per il secondo anno consecutivo, rispecchiando un'ulteriore contrazione dell'indebitamento del settore pubblico.

Mercati dei capitali: Emissioni (al netto).

Paesi	Anni	Settore pubblico		Settore privato ¹		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	1966	12,97	12,17	14,82	15,07	0,46	55,49	3,3	6,1
	1967	12,17	24,67	14,47	21,13	0,17	72,61	3,7	7,4
	1968	18,19	25,64	21,52	31,76	.	97,11	5,1	9,2
Danimarca	1966	-0,16	—	0,23	4,20	—	4,27	5,7	5,5
	1967	-0,16	—	0,28	4,37	—	4,50	5,5	5,3
	1968	-0,12	—	0,13	6,85	—	6,86	7,5	7,4
Francia	1966	0,56	0,87	3,66	7,11	0,20	12,40	2,1	2,3
	1967	0,21	0,87	3,46	7,00	0,20	11,74	1,9	2,1
	1968	-1,00	0,81	5,56	5,86	—	11,23	1,8	1,8
Germania	1966	0,36 ²	0,06	2,71	5,10	1,38 ²	9,61	1,9	2,0
	1967	2,11 ²	2,98	1,91	10,23	0,87 ²	18,09	2,7	3,7
	1968	1,13 ²	2,57	3,15	14,10	5,42 ²	26,36	4,3	5,0
Italia	1966	735	853 ⁴	470	1.178	81	3.317	4,3	8,3
	1967	457	562 ⁴	396	1.389	22	2.826	4,1	6,5
	1968	831	513 ⁴	473	1.705	44	3.565	4,8	7,6
Paesi Bassi	1966	-0,02	0,66	0,06	0,80	-0,07	1,43	1,1	1,9
	1967	0,32	0,76	0,04	0,26	-0,04	1,35	0,3	1,6
	1968	0,26	0,71	-0,01	0,33	0,01	1,31	0,4	1,4
Regno Unito	1966	0,23 ⁵	0,19	0,19	0,51	-0,02	1,11	1,8	2,9
	1967	0,53 ⁵	0,22	0,08	0,41	0,11	1,33	1,5	3,4
	1968	-0,51 ⁵	0,12	0,36	0,27	0,23	0,49	2,1	1,2
Svezia	1966	-0,14	0,37	0,65	4,60	—	5,48	4,6	4,8
	1967	1,20	0,53	0,55	5,61	—	7,89	5,0	6,5
	1968	2,15	0,40	0,49	6,28	—	9,33	5,2	7,2
Svizzera ⁶	1966	0,00	0,90	1,26	1,59	0,43 ²	4,17	5,1	6,5
	1967	0,06	0,89	1,33	1,60	0,71 ²	4,59	5,3	6,7
	1968	0,16	0,60	1,92	2,05	0,82 ²	5,56	6,5	7,6
Stati Uniti ⁷	1966	6,30 ⁸	5,50	4,90	11,10	1,50 ⁹	29,30	2,3	3,9
	1967	12,70 ⁸	8,80	5,00	15,90	1,90 ⁹	44,30	2,9	5,6
	1968	16,90 ⁸	10,10	8,00	13,70	1,90 ⁹	48,60	2,5	5,6
Canada	1966	0,42	1,59	0,59	0,55	0,04 ⁹	3,18	2,0	5,5
	1967	0,82	1,84	0,50	0,81	—	3,97	2,1	6,4
	1968	0,91	1,40	0,50	0,39	0,01 ⁹	3,22	1,3	4,8
Giappone	1966	797	205	433	1.576 ¹⁰	—	3.011	5,7	8,6
	1967	645	245	384	1.702 ¹⁰	—	2.976	5,0	7,2
	1968	581	163	530	1.531 ¹⁰	—	2.804	4,2	5,7

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

Favorevoli condizioni monetarie e mercati azionari vivaci hanno determinato nel 1968 nella maggior parte dei paesi continentali, esclusa la Francia che ha costituito la più grossa eccezione, una forte espansione delle nuove emissioni. Le obbligazioni emesse dal settore privato (comprese le istituzioni di credito di natura semipubblica) sono di solito aumentate sensibilmente e ciò in alcuni

casi, come Svezia e Danimarca, è dipeso dall'intensificarsi delle emissioni di titoli ipotecari. Le emissioni di azioni hanno avuto un notevole incremento in Germania, Svizzera e Francia.

Meno uniforme è stato l'andamento della richiesta di finanziamenti da parte del settore pubblico. In Germania i governi centrale e locali hanno fatto un minore ricorso al mercato e in tal modo hanno agevolato non solo l'espansione delle emissioni private, ma anche il forte incremento dei collocamenti da parte dell'estero. In Italia e Belgio, invece, l'accresciuto deficit del governo ha dato luogo a una grossa espansione nelle nuove emissioni del settore pubblico, le quali hanno trovato collocamento soprattutto presso il sistema bancario. Anche in Svezia le emissioni governative sono cresciute sensibilmente, ma per la maggior parte esse sono state piazzate al di fuori del sistema bancario. I disavanzi di bilancio hanno provocato l'espansione del fabbisogno finanziario del governo anche in Danimarca e Francia, ma a queste necessità è stato fatto fronte soprattutto mediante ricorso diretto al sistema bancario, piuttosto che attraverso nuove emissioni.

Emissioni di obbligazioni estere e internazionali.

Le nuove emissioni di obbligazioni estere e internazionali sono salite nel 1968 a \$6,4 miliardi, il che significa ad un livello superiore del 50 % a quello dell'anno precedente. Ancora una volta le emissioni di obbligazioni internazionali ("Euro"), cioè quelle collocate simultaneamente su diversi mercati, hanno fatto registrare un forte aumento: da \$1,9 miliardi nel 1967 a \$3,4 miliardi nel 1968. Per la prima volta, quindi, esse hanno superato i collocamenti di emissioni estere di tipo convenzionale sui singoli mercati nazionali, le quali sono passate da \$2,3 a 3 miliardi. Di questo importo, \$1,9 miliardi corrispondono a collocamenti negli Stati Uniti da parte soprattutto del Canada e di istituzioni internazionali e il rimanente quasi esclusivamente a emissioni su mercati europei, di preferenza continentali.

Per quanto riguarda l'offerta di capitali, negli ultimi anni si è assistito ad un netto rovesciamento nelle posizioni relative degli Stati Uniti e dell'Europa occidentale, tanto che adesso si può considerare il mercato delle obbligazioni internazionali come un mercato essenzialmente europeo nel quale i fondi affluiscono direttamente o indirettamente da paesi europei. Aggiungendo le suddette emissioni a quelle estere convenzionali, si arriva alla conclusione che l'Europa occidentale ha assorbito \$4,4 miliardi, o il 70 % del totale delle emissioni estere e internazionali, mentre nel 1963 ne assorbiva il 30 %. Per gli Stati Uniti tali percentuali sono naturalmente invertite.

Il mutamento dei rapporti secondo queste linee è continuato nei mesi iniziali del 1969. Nel primo quadrimestre le emissioni internazionali sono ammontate a \$1.330 milioni contro \$950 milioni nel corrispondente periodo del 1968, mentre le emissioni estere sul Continente sono passate dai \$175 milioni dell'anno prima a \$350 milioni. Negli Stati Uniti, invece, i dati non ancora completi danno l'impressione che i collocamenti di emittenti esteri si mantengano ad un livello inferiore a quello del 1968.

**Emissioni estere e internazionali di obbligazioni:
Offerte pubbliche e collocamenti privati 1965-68 per paese debitore e
mercato di emissione.¹**

Debitori (paesi o aree)	Anni	Emissioni estere su mercati nazionali						Emissioni inter- nazionali ²	Totale emissioni all'estero ³
		Europa				Stati Uniti	Totale		
		Ger- mania ²	Sviz- zera	Altri paesi	Totale				
milioni di dollari SU									
Europa continentale	1965	—	40	38	79	25	104	456	659
	1966	—	71	33	104	—	104	426	531
	1967	—	54	5	59	—	59	886	945
	1968	99	89	14	202	—	202	658	860
Regno Unito	1965	—	23	—	23	80	103	25	128
	1966	—	12	—	12	—	12	40	52
	1967	—	23	—	23	—	23	51	74
	1968	—	15	—	15	—	15	134	149
Canada	1965	—	—	—	—	1.034	1.034	—	1.034
	1966	—	—	—	—	1.070	1.070	—	1.070
	1967	—	—	—	—	1.172	1.172	—	1.172
	1968	63	—	—	63	1.155 ³	1.217	38	1.255
Stati Uniti	1965	—	10	—	10	—	10	331	341
	1966	180 ⁴	10	—	190	—	190	439	629
	1967	22	49	—	71	—	71	527	598
	1968	35	139	—	174	—	174	2.059	2.232
Giappone	1965	10	—	—	10	63	73	25	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—	—
	1967	—	—	—	—	15	15	—	15
	1968	—	14	—	14	—	14	180	194
Resto del mondo	1965	—	—	59	59	215	275	63	357
	1966	—	—	42	42	204	246	101	347
	1967	—	17	116	133	237	370	305	675
	1968	101	25	31	158	280	438	259	698
Istituzioni internazionali	1965	—	14	56	70	200	293 ⁵	128	421
	1966	—	12	171	182	175	394 ⁵	101	495
	1967	—	14	100	114	510	624	120	744
	1968	218	50	138	405	470	931 ⁵	40	971
Totale emissioni collocate	1965	10	88	154	251	1.617	1.892 ⁵	1.046	2.938
	1966	180	105	246	530	1.448	2.015 ⁵	1.107	3.123
	1967	22	157	221	400	1.933	2.333	1.889	4.222
	1968	515	331	184	1.030	1.905	2.991 ⁵	3.368	6.359

¹ Con scadenza media di cinque o più anni. 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. ² Le emissioni estere in Germania fra il marzo 1964 e la fine del 1967 sono generalmente considerate come emissioni internazionali. Nel marzo 1964 fu introdotta un' 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 durante questo periodo offerte in vendita principalmente a non residenti, a saggi d'interesse inferiori a quelli prevalenti sul mercato nazionale. Dalle emissioni estere in Germania sono esclusi i prestiti garantiti da certificati di indebitamento ("Schuldscheindarlehen") collocati privatamente presso le banche tedesche. ³ Esclusa un'emissione canadese per \$500 milioni ("Churchill Falls") offerta negli Stati Uniti nel 1968, ma con pagamenti ripartiti sul periodo 1969-73. ⁴ Trattasi principalmente dell'emissione di una società americana in cambio di azioni di una società tedesca (Texaco/Deutsche Erdöl). ⁵ Compresi modesti importi collocati in altre aree.

Emissioni estere. Il fatto che le emissioni estere di tipo convenzionale siano soggette ad autorizzazione in quasi tutti i paesi ha costituito il maggiore impedimento alla loro diffusione. Negli Stati Uniti l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse provoca in larga misura lo stesso effetto per quanto riguarda gli emittenti di paesi sviluppati. La stasi delle emissioni estere verificatasi l'anno scorso negli Stati Uniti (da parte di paesi e istituzioni non soggetti alla imposta di

conguaglio) deve ascrivere in gran parte alle sfavorevoli condizioni del mercato finanziario. Le emissioni estere in sterline sul mercato di Londra sono diminuite dal già basso livello di \$ 100 milioni a meno di \$ 40 milioni a causa della ristrettezza del mercato e anche in seguito all'adozione del programma volontario di riduzione degli investimenti nei paesi sviluppati dell'area della sterlina.

Al contrario, in Germania, dove gli emittenti stranieri hanno continuato a godere del libero accesso alle fonti di finanziamento, le favorevoli condizioni monetarie hanno conferito al mercato dei capitali una grande ricettività per le emissioni estere: queste sono aumentate a \$ 515 milioni da soli \$ 20 milioni del 1967, ed hanno rappresentato lo scorso anno una larga parte dell'espansione dei collocamenti esteri convenzionali. Anche in Svizzera dove tali emissioni sono state largamente autorizzate nel 1968, si è avuto un sensibile aumento da \$ 160 a 330 milioni. Negli altri paesi continentali, sia pure ad un livello superiore a quello del 1967, le emissioni estere si sono mantenute relativamente modeste e hanno interessato quasi esclusivamente le istituzioni internazionali.

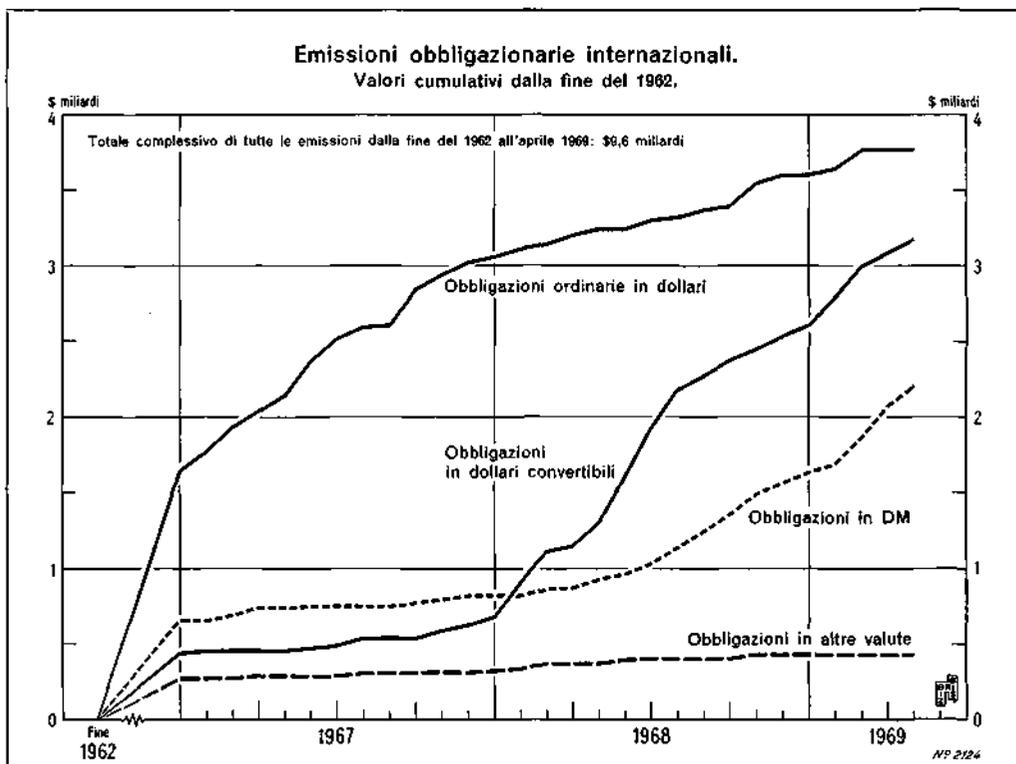
Nel primo trimestre del 1969, le emissioni estere sono continuate in Germania in misura particolarmente massiccia e così pure le emissioni internazionali stilate in DM. Di conseguenza le banche si sono accordate in aprile per esercitare un controllo ufficioso delle emissioni, avente lo scopo immediato di tenere per il resto dell'anno la media mensile delle stesse al disotto di quella del primo trimestre. E' anche da registrare, ai primi di aprile, da parte degli Stati Uniti la riduzione della imposta di conguaglio da un saggio d'interesse equivalente all'1,25 % ad uno pari allo 0,75 %.

Emissioni internazionali. Dal lato della domanda, il forte stimolo alle emissioni internazionali è venuto nel 1968 dalle società degli Stati Uniti e dalle loro filiali finanziarie. Soprattutto in conseguenza del programma restrittivo introdotto all'inizio dell'anno per migliorare la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, queste società hanno ampliato le loro emissioni internazionali portandole da \$ 525 milioni del 1967 a \$ 2.060 milioni; in tal modo il loro indebitamento è risultato leggermente superiore all'espansione complessiva di queste emissioni ed ha spinto l'aliquota degli Stati Uniti rispetto al totale dal 28 % del 1967 al 61 %.

L'indebitamento dei paesi europei è ammontato nel 1968 a soli \$ 790 milioni contro \$ 935 milioni dell'anno precedente. La flessione è stata causata essenzialmente da una pausa all'inizio dell'anno, quando le società degli Stati Uniti stavano attingendo al mercato per importi eccezionalmente cospicui. Nell'arco dell'intero anno si è avuto un moderato aumento delle emissioni dell'Austria e dell'Italia, un'espansione abbastanza sensibile in quelle della Finlandia e del Regno Unito e soprattutto una forte dilatazione nei collocamenti dei Paesi Bassi: questi ultimi sono passati fra il 1967 e il 1968 da \$ 33 a 184 milioni. Al contrario, Danimarca, Francia, Norvegia, Portogallo e alcune società europee (Eurofima, Transalpine, Shell) hanno ricorso al mercato in misura inferiore rispetto al 1967, mentre Belgio, Germania e Svezia non vi hanno fatto alcun ricorso.

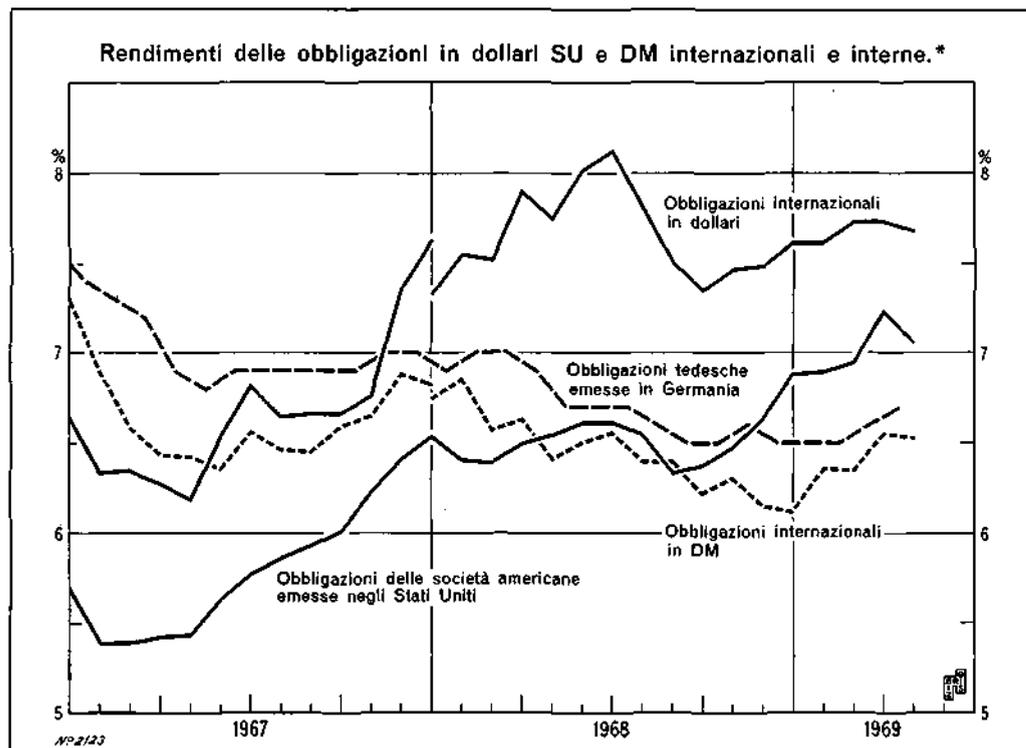
Il Canada ha fatto il suo ingresso nel mercato delle obbligazioni internazionali per la prima volta nell'agosto 1968, quando una sua provincia ha lanciato una emissione in DM per un controvalore di \$38 milioni. L'indebitamento da parte del "resto del mondo" è salito da \$135 a 440 milioni, rispecchiando soprattutto il ritorno sul mercato degli emittenti giapponesi dopo un'assenza di tre anni. Infine, le istituzioni internazionali, avendo fatto con maggiore frequenza ricorso alle emissioni estere convenzionali, hanno ridotto le emissioni internazionali da \$120 milioni nel 1967 a \$40 milioni lo scorso anno.

Dal lato dell'offerta, l'aumentato flusso di fondi è derivato nel 1968 essenzialmente dal diffondersi sul Continente di condizioni monetarie favorevoli. La fonte di maggiore importanza ha continuato ad essere la Svizzera, la quale in passato ha assorbito probabilmente una quota delle nuove emissioni oscillante fra un terzo e la metà: di questa quota la parte maggiore è stata assunta da banche svizzere per conto di propri clienti non residenti, europei o meno. Inoltre, i risultati della bilancia dei pagamenti fanno pensare che i residenti di Germania, Italia, Belgio e Paesi Bassi abbiano esteso fortemente lo scorso anno i loro acquisti di emissioni internazionali. La partecipazione al mercato è invece praticamente esclusa per i cittadini degli Stati Uniti a causa dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse e per quelli del Regno Unito soggetti all'alto premio del "dollaro investimenti". Gli acquisti da parte di residenti dei paesi scandinavi e, dall'anno scorso, di residenti francesi sono limitati da controlli sui cambi. Si deve poi aggiungere che nell'aprile 1969 l'Italia ha adottato provvedimenti che limitano la possibilità delle proprie banche di partecipare a consorzi di collocamento.



Tenendo presenti gli sviluppi del 1968, la grande espansione del mercato delle emissioni internazionali di obbligazioni costituisce una prova del grado di adattabilità del mercato stesso. La prima metà dell'anno è stata caratterizzata dal persistere delle incertezze riguardo all'oro e al dollaro e dall'intensificarsi negli Stati Uniti di pressioni inflazionistiche. In presenza di saggi d'interesse sulle obbligazioni ordinarie in dollari in forte ascesa, ma con un mercato mobiliare negli Stati Uniti particolarmente attivo dalla primavera in poi, si è avuto un deciso passaggio, nelle emissioni, dalle obbligazioni ordinarie a quelle convertibili: queste ultime infatti offrono all'acquirente un margine sia contro l'inflazione negli Stati Uniti, sia contro i rischi di cambio. I rendimenti su tali emissioni sono in effetti diminuiti fino all'estate, ma le condizioni di collocamento sono state rese, per necessità, più favorevoli a partire grosso modo da agosto, in coincidenza con un certo ritorno del pubblico verso le obbligazioni ordinarie in dollari e con il forte aumento delle emissioni in DM. Nel corso di tutto il 1968 le emissioni di obbligazioni in dollari convertibili sono ammontate a \$1,9 miliardi contro soli \$245 milioni del 1967, mentre quelle di obbligazioni ordinarie sono diminuite da \$1,4 miliardi nel 1967 a \$535 milioni.

Il ritmo di espansione delle emissioni in DM è aumentato dalla primavera del 1968, ma l'accelerazione è stata particolarmente sensibile dopo la metà dell'anno, quando hanno cominciato a diffondersi con insistenza le voci su una possibile rivalutazione del marco tedesco. Poiché i saggi d'interesse sulle emissioni in DM erano relativamente bassi, gli emittenti non si sentivano scoraggiati dalle eventuali perdite provocate dalla modificazione della parità. Le emissioni inter-



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

nazionali in DM sono salite da soli \$170 milioni nel 1967 a \$805 milioni e dal 9 al 24% del totale dei collocamenti internazionali.

Dalla fine del 1967 si è assistito ad un fenomeno interessante: i rendimenti delle obbligazioni internazionali in essere in dollari e in DM si sono mossi in maniera divergente, facendo luogo ad un ampio divario. Nell'autunno del 1967 i due rendimenti stavano entrambi intorno al 6,75%, ma successivamente quelli delle obbligazioni in dollari sono cresciuti rapidamente fino a toccare l'8,1% nel giugno 1968, mentre quelli sui titoli in DM si sono abbassati alla stessa data al 6,5% circa. Dopo la metà dell'anno i rendimenti delle obbligazioni in dollari sono caduti piuttosto bruscamente — al 7,3% in settembre — ma il divario non si è ristretto di molto, poichè anche quelli in DM hanno continuato a flettersi. Alla fine dell'anno lo scarto si è di nuovo accentuato poichè i rendimenti in dollari sono saliti al 7,6% e quelli in DM sono scesi al 6,1%, toccando così il loro punto più basso fino a questo momento. All'inizio del 1969 i rendimenti in DM hanno avuto una netta ripresa, raggiungendo quasi il 6,6% alla fine di aprile, mentre quelli in dollari alla stessa data stavano al 7,7%.

E' interessante notare che i rendimenti delle obbligazioni in dollari, sia interne che internazionali, hanno avuto la tendenza a muoversi in stretto parallelismo, così come hanno fatto del resto quelli dei due tipi analoghi di obbligazioni in DM. Ciò fa pensare che gli arbitraggi fra titoli internazionali e nazionali stilati nella stessa valuta siano più efficaci di quelli fra titoli internazionali in valute differenti. Il mercato delle obbligazioni internazionali stilate in una data valuta è, naturalmente, marginale rispetto al mercato interno e di conseguenza i rendimenti internazionali in quella valuta tendono ad allinearsi a quelli nazionali. Le preferenze per una valuta e i rischi relativi contribuiscono a spiegare, d'altra parte, come avvenga che i rendimenti di obbligazioni internazionali stilate in valute diverse possano divergere così ampiamente.

Da un punto di vista strutturale, lo sviluppo del mercato delle obbligazioni internazionali non è ancora completo. Difficoltà sono sorte talvolta a proposito di quotazioni, di procedure di trasferimento e di ritardi nelle consegne dei titoli. Tuttavia sforzi sono stati fatti e si stanno facendo per migliorare questa situazione. Inoltre il mercato secondario, sebbene ancora abbastanza ristretto, sembra destinato a divenire più ampio e più efficiente con il passare del tempo.

Senza dubbio negli ultimi anni lo sviluppo del mercato delle obbligazioni internazionali è stato imponente, ma c'è da chiedersi quanto questa espansione in se stessa contribuisca al conseguimento di opportuni obiettivi di politica finanziaria. E' vero che il sottostante movimento di capitali ha concorso generalmente a ridurre gli esistenti squilibri nelle partite correnti, ma entro limiti piuttosto ampi tali movimenti sono stati provocati da misure selettive più che da adattamenti nei livelli relativi della domanda, dei costi e dei saggi d'interesse. Per questa ragione il mercato può spesso costituire il mezzo con il quale viene indebitamente posposta un'azione di più fondamentale correzione dei presenti squilibri. Come obiettivo a più lungo termine, pertanto, i paesi dovrebbero cercare, attraverso appropriati adattamenti all'interno, di eliminare il bisogno di incentivi diretti all'importazione e all'esportazione di capitali.

Sviluppi nei singoli paesi.

Canada. Dopo quasi due anni di espansione contenuta, la produzione si è considerevolmente intensificata a partire dall'inizio del 1968, quando alla vivace ripresa delle esportazioni si è aggiunto il rafforzamento della domanda interna, indotto dall'edilizia, dalla spesa pubblica e dagli investimenti in capitali fissi. La politica monetaria è stata in un primo tempo improntata a misure restrittive, soprattutto per far fronte alle pressioni che il dollaro canadese ebbe a subire dopo la svalutazione della sterlina. Il saggio di sconto della Banca del Canada è stato variato in gennaio dal 6 al 7% e, dopo una serie di misure temporanee intese a frenare l'esodo di capitali, è stato portato in marzo al 7,5%, cioè alquanto prima dell'aumento del saggio di sconto negli Stati Uniti. Per limitare l'inatteso e cospicuo gonfiamento del disavanzo del bilancio del governo centrale sono stati applicati in primavera nuovi inasprimenti fiscali, quali, in primo luogo, l'addizionale del 3% sull'imposta sui redditi delle persone e società; inoltre è stata accelerata la riscossione dell'imposta sulle società.

Con il passare dei mesi, la ripresa nell'accumulazione delle scorte e il rafforzamento della spesa in beni di consumo durevoli hanno contribuito a sostenere l'espansione, mentre le crescenti esportazioni hanno fatto segnare un consistente miglioramento nella bilancia commerciale. Tuttavia gli investimenti fissi del settore privato, sebbene abbiano continuato a progredire, sono rimasti al disotto della punta toccata all'inizio del 1967. Inoltre le forze di lavoro sono cresciute con molta rapidità e la disoccupazione si è allargata sensibilmente passando da una tollerabile aliquota del 4,5% alla fine del 1967 ad un preoccupante 5,5% nell'estate. In queste circostanze, e in considerazione degli sviluppi negli Stati Uniti, le misure monetarie restrittive sono state abbandonate piuttosto in fretta. Il saggio di sconto della Banca del Canada è stato ridotto in tre volte fra il luglio e il settembre dal 7,5% (che era insolitamente alto rispetto ai saggi degli Stati Uniti) al 6%.

Il disavanzo di bilancio del governo centrale, notevole nell'anno solare 1968, è stato in larga misura finanziato dalle banche autorizzate, che hanno visto in tal modo crescere sensibilmente durante l'estate le proprie attività liquide e i propri portafogli di titoli governativi. L'espansione della liquidità bancaria ha subito nell'autunno il rallentamento di una rinnovata stretta nelle misure monetarie e il saggio ufficiale di sconto è passato al 6,5% nel dicembre, in parallelo con analogha manovra negli Stati Uniti. I mercati finanziari sono stati soggetti a tensioni sul finire dell'anno, cioè da quando le forze espansionistiche hanno riguadagnato una notevole spinta. Nell'intero anno la circolazione monetaria e i depositi delle banche autorizzate sono cresciuti complessivamente del 13,5%, ovvero di una percentuale di poco inferiore a quella eccezionalmente alta del 1967, che fu del 14%. Per le banche i prestiti sono aumentati nel 1968 del 12,4% contro il 14,2% del 1967 e i portafogli di titoli governativi di quasi \$1 miliardo, dopo un incremento di circa \$750 milioni nell'anno precedente.

Le forti pressioni sui mercati finanziari e la decisa ascesa dei saggi d'interesse verificatesi all'inizio del 1968 e di nuovo verso la fine dell'anno sono state conseguenza del forte ricorso delle autorità alle misure di restrizione monetaria.

I governi provinciali e locali e le società si sono progressivamente rivolti all'indebitamento a breve o ai mercati esteri, e di conseguenza le emissioni di titoli in dollari canadesi si sono ridotte nel 1968 del 20 %, annullando così in larga misura l'espansione del 1967.

Nonostante il persistente più elevato livello medio di disoccupazione, è aumentata nel 1968 la difficoltà di controllare l'inflazione dei prezzi. I costi salariali nelle industrie manifatturiere sono cresciuti più lentamente che nel 1967, ma pur sempre più rapidamente della produttività. Inoltre, come conseguenza dell'inflazione negli Stati Uniti, la concorrenza estera ha influito in modo meno restrittivo, per cui i prezzi al consumo sono aumentati del 4 % — perfino in misura maggiore del 1967 — e le prospettive di inflazione si sono diffuse sempre più.

Per riportare sotto controllo questa situazione la politica fiscale è stata inasprita verso la fine dell'anno. Il governo ha annunciato una serie di tagli nelle proprie spese e il bilancio prevede, dal gennaio 1969, una nuova addizionale del 2 % sull'imposta sui redditi delle persone, un'ulteriore accelerazione della riscossione dell'imposta sulle società e la riduzione delle esenzioni fiscali per gli istituti finanziari. Tutte insieme, queste misure sono dirette a diminuire il disavanzo preventivato per l'anno finanziario che termina a marzo del 1969 da \$can. 730 a 675 milioni e a produrre un piccolo avanzo nell'esercizio successivo.

All'inizio del 1969 la stretta monetaria è stata accentuata poichè è sembrato che un'anticipata ripresa degli investimenti privati potesse fornire il sostegno all'espansione. Dal gennaio è stato modificato il sistema di calcolo delle riserve delle banche autorizzate, allo scopo di accelerare l'adeguamento delle operazioni attive delle banche alle variazioni delle riserve. La Banca del Canada ha elevato al 7 % il saggio di sconto all'inizio di marzo e in aprile ha annunciato che in giugno andrà in vigore un aumento dal 7 all'8 % dell'aliquota che le banche sono tenute ad accantonare come riserva di secondo grado. In maggio sono stati prospettati ulteriori inasprimenti fiscali.

Giappone. Per effetto delle misure di stretta monetaria — nelle quali rientra anche l'aumento del saggio di sconto della Banca del Giappone dal 5,84 al 6,205 % stabilito in gennaio — il ritmo di sviluppo della produzione è leggermente caduto all'inizio del 1968, in connessione con un ridimensionamento delle scorte. Ma la forte crescita delle esportazioni, soprattutto verso gli Stati Uniti, ha conferito nuovo vigore alla generale espansione, facendo aumentare molto velocemente gli investimenti privati in macchinari, i consumi e l'attività edilizia. Tuttavia le importazioni, dopo una flessione nel primo trimestre, sono aumentate soltanto in misura modesta, mentre le esportazioni hanno continuato ad ampliarsi decisamente. Anche se sono aumentati ad un saggio annuo del 5,3 %, i prezzi al consumo hanno subito una lievitazione di poco superiore a quella degli anni precedenti e nelle tipiche industrie di esportazione su larga scala i costi crescenti sono stati assorbiti da un rapido incremento della produttività.

In questa situazione la Banca del Giappone in agosto ha abbassato il saggio di sconto al 5,84 % e alla fine di settembre ha abolito le norme orientative

Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie per settore.¹

Voci	Anni	Imprese	Settore personale	Governò	Imprese pubbliche e autorità locali	Sistema bancario	Altre istituzioni finanziarie	Resto del mondo ²
Avanzo o disavanzo (—) finanziario	1966	-1.418	3.316	- 254	-1.194	.	.	450
	1967	-2.829	4.109	- 292	-1.057	.	.	69
	1968	-2.911	4.668	77	-1.457	.	.	377
Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie (aumento —)								
Risorse liquide e depositi vincolati	1966	1.780	3.611	- 605	140	-3.209	-1.717	
	1967	1.723	4.333	- 803	210	-3.279	-2.184	
	1968	1.992	4.869	- 992	156	-4.324	-1.700	
Crediti di compagnie di assicurazioni e trusts	1966	51	1.148	- 166	6	- 25	-1.014	
	1967	76	1.273	- 164	6	- 28	-1.163	
	1968	131	1.514	- 235	4	1	-1.415	
Titoli (al netto)	1966	- 454	472	- 579	- 902	456	958	
	1967	- 421	477	- 478	- 923	698	606	
	1968	- 369	621	- 382	- 890	699	563	
Prestiti	1966	-3.915	-1.583	1.027	- 404	2.906	1.970	
	1967	-5.135	-1.834	1.128	- 317	3.235	2.923	
	1968	-5.612	-1.867	1.504	- 636	3.649	2.962	
Riserve ufficiali	1966							12
	1967							25
	1968							319
Altri crediti esteri (al netto)	1966	353		80	- 37	56		447
	1967	- 115		107	- 30	- 38		71
	1968	- 56		91	- 52	113		89
Transazioni varie ³	1966	767	- 332	- 11	3	- 184	- 197	15
	1967	1.043	- 140	- 82	- 3	- 588	- 162	27
	1968	1.003	- 469	91	- 39	- 38	- 410	31

¹ Stime provvisorie. ² Un importo positivo significa un aumento delle attività (o una diminuzione delle passività) rispetto al resto del mondo. ³ Compresi il credito al commercio e le discordanze statistiche.

dei prestiti bancari in vigore da circa dodici mesi. Come misura prudentiale è stato poi richiesto alle grandi banche cittadine di non restringere i loro margini di riserva. Durante l'anno la liquidità bancaria ha tratto beneficio da cospicue cessioni nette di valute estere alle autorità monetarie. Un'altra importante fonte di liquidità è stata costituita dai crescenti acquisti da parte del governo di partite di cereali: tali acquisti sono stati finanziati al di fuori del bilancio con l'emissione di titoli a breve mobilizzabili presso la Banca del Giappone. Durante il 1968 la situazione di liquidità delle banche è pertanto migliorata, anche se alla fine dell'anno i saggi d'interesse di mercato erano alti come all'inizio.

In questo contesto, le passività monetarie e quasi monetarie del sistema bancario sono aumentate del 14,8% contro il 15,5% del 1967, mentre il prodotto nazionale lordo ha avuto un incremento del 17,5% in termini di prezzi correnti e del 14% in termini reali. La domanda di credito bancario è rimasta generalmente sostenuta e nonostante la stretta monetaria nella prima parte dell'anno, i prestiti al settore privato sono cresciuti di circa il 14%, dopo un aumento del 16% nel 1967. Inoltre le banche sono state in grado di intensificare il loro

credito al settore pubblico. Per contro i prestiti totali degli istituti finanziari non bancari sono cresciuti quasi con la stessa rapidità del passato.

Il fabbisogno finanziario netto del settore pubblico è rimasto nel 1968 pressochè invariato, ma il disavanzo del bilancio governativo è diminuito considerevolmente in seguito alla rapida espansione del gettito fiscale: ciò ha consentito una riduzione da yen 640 a 460 miliardi nelle emissioni di obbligazioni a lungo termine programmate per l'anno finanziario 1968-69.

In presenza di una forte domanda interna ed estera, il risparmio delle imprese è sostanzialmente aumentato nel 1968, per cui il settore, pur avendo esteso ulteriormente e in larga misura i propri investimenti, ha accusato un deficit finanziario netto di poco superiore a quello del 1967. Ciò nonostante, il ricorso agli istituti di credito all'interno ha continuato ad espandersi allo stesso saggio di prima, poichè le imprese hanno utilizzato una parte dei proventi per ricostituire la loro liquidità. Nello stesso tempo, le emissioni di nuovi titoli delle imprese sono leggermente diminuite rispetto al livello del 1967. Gli investimenti del settore delle famiglie sono fortemente aumentati, specialmente nell'edilizia, ma la sensibile espansione del risparmio ha consentito a questo settore di accrescere le disponibilità in attività liquide e polizze assicurative, pur mantenendo l'indebitamento grosso modo allo stesso livello del 1967.

Anche se all'inizio del 1969 vi erano scarsi sintomi di un deterioramento della bilancia commerciale o di una più rapida ascesa dei prezzi, l'atteggiamento delle autorità è rimasto improntato alla prudenza. La Banca del Giappone ha continuato a controllare le posizioni di riserva delle banche e il bilancio governativo per il 1969-70 prevede di ridurre a yen 490 miliardi le emissioni di obbligazioni. Le spese di bilancio del governo centrale sono destinate ad accrescersi un po' più rapidamente che nel 1968-69, ma il saggio di incremento del totale della spesa pubblica sarà mantenuto al disotto del previsto saggio di espansione del prodotto nazionale lordo.

Italia. Fino agli ultimi giorni dell'estate 1968 la produzione si è sviluppata in modo soddisfacente, sebbene con qualche aspetto negativo, sotto la spinta della rapida e continua espansione delle esportazioni. La domanda interna, specialmente di beni di consumo, ha dato segni di debolezza, evidentemente perchè l'impostazione del bilancio, vista in termini di aumento del reddito rispetto alla spesa, si è dimostrata troppo restrittiva. Ciò si spiega ampiamente con il fatto che le spese preventivate, e in particolar modo quelle per investimenti pubblici, sono state effettuate con lentezza. La minore espansione dei consumi, più evidente in termini monetari che reali, è anche attribuibile in parte allo spostamento della spesa verso l'acquisto di abitazioni.

Alla fine dell'estate è stato varato un nuovo programma per stimolare l'economia. Essenzialmente di carattere fiscale e di bilancio, i provvedimenti comprendono un credito d'imposta sui nuovi investimenti, la parziale fiscalizzazione degli oneri sociali per le imprese dell'Italia meridionale, l'abolizione della sovrattassa sul consumo di energia elettrica, nuove agevolazioni creditizie per le pic-

cole e medie imprese e l'assegnazione di nuovi fondi al piano di sviluppo delle ferrovie. Da questo momento in poi l'attività economica ha riacquisito un certo slancio, soprattutto perchè le esportazioni hanno ricevuto un nuovo impulso, e anche perchè la spesa pubblica si è accelerata.

Fra un dicembre e l'altro la produzione industriale è cresciuta del 7,2%, contro il 6,3% del 1967. Il prodotto nazionale lordo in termini reali ha avuto un incremento del 5,7%, in confronto del 6,4% dell'anno precedente, mentre le esportazioni hanno contribuito nella misura del 45% al rafforzamento della domanda. Gli investimenti privati in impianti e macchinari si sono sviluppati con minore rapidità rispetto al 1967, anche se l'attività edilizia ha avuto una buona ripresa. I consumi sono aumentati soltanto in misura modesta, in parte perchè i salari hanno avuto un'ascesa più lenta che nel 1967 e il saggio di formazione delle scorte si è contratto molto sensibilmente. Questi sviluppi, unitamente agli effetti del buon raccolto avutosi nel 1967, si sono risolti nella riduzione del volume delle importazioni, specialmente nella prima metà dell'anno.

La conversione della politica di bilancio dalla restrizione all'incentivazione è messa chiaramente in evidenza dal disavanzo del conto consolidato del settore pubblico, che è passato fra il 1967 e il 1968 da lire 695 a 1.165 miliardi. Le spese correnti (compresi i trasferimenti di reddito) sono aumentate dell'11% contro l'8,7% dell'anno precedente, e gli investimenti pubblici del 23%, dopo una flessione del 5% nel 1967. A queste variazioni si è associata la dilatazione del fabbisogno di cassa del Tesoro da lire 1.225 miliardi nel 1967 a lire 2.070 miliardi nel 1968: tale fabbisogno è stato coperto essenzialmente con il ricorso al sistema bancario, e pertanto le aziende di credito hanno assorbito titoli emessi da o per conto del Tesoro nella misura di lire 850 miliardi contro lire 305 miliardi nel 1967. Inoltre l'indebitamento del Tesoro presso la banca centrale è ammontato a complessive lire 500 miliardi, mentre nell'anno precedente si era avuto un rimborso netto di lire 140 miliardi. Le vendite di titoli governativi al pubblico, pur essendo ancora considerevoli, sono risultate nettamente inferiori a quelle del 1967.

La bilancia dei pagamenti ha contribuito alla creazione di liquidità in misura molto superiore rispetto al 1967, ma ciò nonostante il suo apporto è stato decisamente inferiore a quello determinato dal disavanzo del Tesoro. Tuttavia questo effetto sarebbe stato ben maggiore se non si fosse verificato un eccezionale deflusso di capitali a lungo termine. Data la relativa larghezza delle condizioni monetarie interne e la convenienza degli investimenti in altri paesi, i residenti italiani hanno trasferito all'estero fondi su larga scala, così da compensare in larga misura il pur eccezionale avanzo accumulato nelle partite correnti.

In presenza di una domanda interna relativamente debole, il credito bancario ha avuto nel 1968 una moderata espansione. I prestiti delle aziende di credito all'economia, che nel 1967 erano cresciuti di oltre il 15%, hanno avuto un incremento soltanto di circa il 10%. I depositi invece si sono dilatati di oltre il 13%, quasi allo stesso saggio dell'anno precedente. In questa situazione le sottoscrizioni di titoli da parte delle banche (esclusi i buoni del Tesoro) sono passate fra un anno e l'altro da lire 1.010 a 1.535 miliardi: di questo importo più della metà è costituito da emissioni per conto del Tesoro. Inoltre, in relazione agli alti

saggi d'interesse prevalenti oltre i confini, la posizione netta sull'estero delle banche da equilibrata è diventata fortemente attiva.

A differenza di quelli bancari, i prestiti a medio e lungo termine degli istituti di credito speciale sono aumentati lo scorso anno ad un ritmo alquanto più veloce (17,6%).

Nel 1968 le emissioni nette di titoli hanno superato di un quarto abbondante quelle del 1967, ragguagliandosi a lire 3.565 miliardi. Oltre a maggiori emissioni per conto del Tesoro, si sono avuti notevoli incrementi nelle offerte di nuovi titoli da parte degli istituti di credito speciale e di enti pubblici, quali l'ENI e l'IRI. In sostanza sono stati gli acquisti delle banche a sostenere il mercato, ma anche il pubblico ha sottoscritto titoli in misura molto più ampia. In conformità degli obiettivi della politica monetaria, i saggi d'interesse a lungo termine sono rimasti del tutto stabili per il quarto anno consecutivo.

Negli ultimi anni l'Italia si è venuta a trovare in una situazione sempre più paradossale. Pur essendo un paese che ha bisogno di una rapida crescita, il suo risparmio, che si forma ad un saggio relativamente elevato, viene in parte esportato tramite bilancia dei pagamenti, anzichè assorbito completamente dagli investimenti interni, produttivi o sociali che siano. In effetti, l'avanzo corrente nei conti con l'estero del 1968 è stato pari ad oltre il 20% del risparmio nazionale netto e a quasi il 4,5% del reddito nazionale. Il problema viene affrontato in due direzioni. La politica di bilancio stimolante dovrebbe provvedere l'indispensabile spinta alla domanda interna, ma, in aggiunta, è stata intrapresa un'azione diretta per frenare l'uscita di capitali. Alla fine di marzo le banche sono state invitate a ridurre gradualmente le loro attività nette sull'estero in modo da ricondurre in pareggio la propria posizione entro il 30 giugno 1969. Poco dopo, all'inizio di aprile, la Banca d'Italia ha sospeso l'autorizzazione di massima che consentiva alle aziende di credito di partecipare a consorzi per la sottoscrizione e il collocamento delle emissioni estere. Nello stesso tempo la vendita di azioni in Italia da parte di fondi comuni d'investimento esteri è stata assoggettata ad autorizzazione, che peraltro verrà concessa soltanto qualora i portafogli dei fondi stessi siano costituiti almeno per il 50% da titoli italiani.

Svizzera. Dall'autunno del 1967 l'andamento dell'economia svizzera è orientato verso una nuova espansione. L'incremento del prodotto nazionale lordo in termini reali, dopo un rallentamento nell'ultimo triennio, si è di nuovo intensificato raggiungendo nel 1968 il 3,5% contro l'1,9% dell'anno precedente. Il principale vettore di questa accelerazione è stata la domanda estera, ma da circa la metà dell'anno in poi anche gli investimenti fissi hanno svolto una certa azione in questo senso. Il consumo, al contrario, è rimasto piuttosto debole, risultando la sua espansione inferiore a quella dell'anno precedente. In siffatte circostanze i mercati del lavoro non hanno subito pressioni e i prezzi si sono mantenuti stabili.

Nel settore monetario sono prevalse per tutto l'anno condizioni di larghezza, favorite dalla domanda interna di credito piuttosto attenuata e dal forte aumento del risparmio. Ma a questo proposito hanno avuto molta importanza anche il crescente avanzo delle partite correnti e, soprattutto, l'afflusso di fondi dall'estero.

Le banche, che all'inizio dell'anno godevano già di un'ampia liquidità, hanno ricevuto cospicui mezzi dall'estero in primavera durante la crisi dell'oro e poi in maggio e giugno in occasione degli avvenimenti politici francesi. Una nuova ondata è arrivata in novembre, quando la speculazione sulle valute ha toccato il culmine. Ma utilizzando a volte le facilitazioni di riporto messe a loro disposizione dalla Banca nazionale, gli istituti di credito hanno impiegato questi fondi provenienti da altri paesi per aumentare i propri investimenti all'estero. Inoltre, attratti dagli alti saggi d'interesse ottenibili oltre confine, essi hanno ampliato le loro attività nette sull'estero, convogliandovi ingenti risorse nazionali. Il saggio per il denaro a brevissima scadenza ha oscillato ampiamente, ma nel corso dell'intero anno si è mosso al rialzo in relazione all'andamento degli altri centri finanziari.

Nel 1968 i prestiti bancari sono aumentati complessivamente di quasi il 10%, cioè allo stesso saggio del 1967. Ben al disotto di questo aumento si sono però mantenuti i nuovi prestiti netti al settore interno, i quali, secondo le più recenti statistiche disponibili, sono cresciuti soltanto di fr.sv. 5,1 miliardi o dell'8,4%; se si escludono i prestiti ipotecari, che coprono più della metà dell'incremento, il loro saggio di espansione si riduce al 7,6%. Dal lato delle passività, al contrario, si è avuta una sensibile dilatazione dei depositi e degli altri fondi, collegata in parte con l'afflusso di disponibilità estere e in parte con l'aumento del risparmio nazionale. In circostanze simili gli interessi sono rimasti generalmente invariati. Per quanto riguarda i saggi d'impiego, comunque, vi è stato il fatto significativo della rinnovata tendenza all'aumento di quelli ipotecari, attribuibile sostanzialmente alla progressiva sostituzione dei certificati di cassa a scadenza di 5-8 anni con nuove emissioni portanti i più alti interessi in atto dal 1967.

Nel 1968 è aumentata la domanda di obbligazioni e dalla metà dell'anno tutte le prenotazioni di residenti per nuove emissioni sono state approvate dal comitato di banche cui spetta il controllo del mercato. Rispecchiando la forte ripresa delle offerte del settore privato - in parte compensata da un minore indebitamento del governo - le emissioni nette di obbligazioni da parte di operatori nazionali hanno raggiunto fr.sv. 2.820 milioni contro fr.sv. 2.545 milioni nel 1967. Anche le emissioni di non residenti, comprese sia le emissioni estere tradizionali sia le quote di emissioni internazionali collocate dalle banche svizzere, sono passate al netto da fr.sv. 712 a 818 milioni. Tuttavia, circa la metà di questo importo è stato sottoscritto da non residenti e quindi non ha gravato direttamente sul mercato dei capitali svizzero. Nonostante l'incremento delle emissioni totali, i rendimenti sono caduti durante l'anno. La remunerazione media delle obbligazioni confederali in circolazione è scesa fra gennaio e dicembre dal 4,59 al 4,33% e quella dei titoli cantonali dal 5,03 al 4,66%. Tuttavia le recenti emissioni cantonali hanno portato lo stesso saggio nominale del 5% come all'inizio del 1968. Probabilmente gli alti rendimenti ottenibili all'estero hanno evitato che i saggi svizzeri subissero lo scorso anno quella flessione che era logico attendersi in considerazione del sensibile aumento del risparmio.

Lo sviluppo generale ha consentito alle autorità di proseguire una politica nel complesso passiva. Il bilancio confederale, originariamente impostato su un lieve disavanzo, è diventato leggermente attivo. Il principale obiettivo della po-

litica monetaria è stato quello di evitare che i capitali stranieri esercitassero un effetto espansionistico sull'offerta interna di moneta. Sul mercato a breve hanno concorso a questo risultato sia gli accordi di riporto attivamente utilizzati dalla Banca nazionale, sia gli alti saggi d'interesse prevalenti all'estero. Inoltre, per facilitare il deflusso di capitali la Banca nazionale ha aderito a tutte le richieste di emissioni estere in Svizzera e di transazioni creditizie all'estero soggette alla sua autorizzazione. Per di più è stato elevato da fr.sv. 5 a 10 milioni l'importo al disotto del quale i prestiti esteri possono essere collocati senza autorizzazione e per la prima volta è stato consentito di piazzare sul mercato interno certificati di debito esteri a medio termine stilati in franchi svizzeri.

Austria. Dopo essere rimasta stazionaria per quasi due anni, la produzione industriale è aumentata decisamente dalla fine del 1967 a tutto il 1968. Questo sviluppo sembra doversi collegare in gran parte con un'inversione nel ciclo delle scorte che ha avuto luogo in connessione con l'intensificarsi delle esportazioni e con la costante, forte ripresa dei consumi privati. Per contro, gli investimenti fissi hanno subito nell'anno un'ulteriore flessione. Il prodotto nazionale lordo in termini reali è aumentato del 4,1 % nel 1968 in confronto al 3,1 % del 1967. Nonostante questa espansione le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste favorevoli e i prezzi al consumo sono cresciuti relativamente poco, se si eccettuano alcuni aggiustamenti amministrativi e fiscali.

La politica economica ha svolto un ruolo importante nella ripresa dell'attività. Per il secondo anno consecutivo l'azione fiscale è stata espansionistica, avendo comportato esenzioni d'imposta, un aumento della spesa in funzione anticiclica e uscite addizionali nel quadro di un bilancio di emergenza. Il risultato è stato l'aumento del deficit di bilancio che fra il 1966 e il 1968 è passato da scellini 3,7 a 8,4 miliardi. Anche la politica monetaria è rimasta in genere orientata all'espansione dopo che nel 1967 il saggio ufficiale di sconto era stato abbassato in due fasi dal 4,5 al 3,75 %.

I prestiti delle banche commerciali (compresi gli acquisti di titoli) sono cresciuti nel 1968 di scellini 14,9 miliardi contro scellini 12,0 miliardi nel 1967. Di gran lunga la maggior parte di questo incremento è derivata dall'indebitamento del settore privato e per il resto dal mutato atteggiamento dei prenditori che hanno preferito rivolgersi alle fonti di capitali interne anziché a quelle estere. Essendo infatti i saggi d'interesse degli altri paesi comparativamente più alti, il settore privato ha ridotto l'indebitamento netto sull'estero da scellini 3,8 miliardi nel 1967 a scellini 1,9 miliardi. D'altra parte il governo centrale, allo scopo anche di mantenere all'interno favorevoli condizioni monetarie, ha coperto una forte aliquota del suo fabbisogno finanziario attraverso l'indebitamento netto all'estero; per il settore pubblico nel suo insieme tale indebitamento presso fonti straniere ha raggiunto scellini 6,4 miliardi, superando così abbondantemente il disavanzo delle partite correnti di scellini 2,2 miliardi. L'afflusso netto di valuta estera che ne è derivato, insieme al più alto saggio di formazione dei depositi, ha consentito alle banche di migliorare sensibilmente la loro posizione netta sull'estero. Nello stesso tempo le loro attività liquide interne sono diminuite di un importo quasi corrispondente al volume dei loro rimborsi alla banca centrale.

In materia di bilancio, le previsioni indicano che i disavanzi si dilateranno ancora nei prossimi anni, anche dando per scontata la prosecuzione dell'espansione economica. Come un primo passo per contenere questa tendenza, nel settembre 1968 sono state inasprite le imposte indirette sulle bevande alcoliche, sul tabacco e sulle nuove autovetture. Nel gennaio 1969 sono state aumentate le imposte sui redditi e sulle proprietà, gli oneri sociali e le tariffe ferroviarie e sono stati ridotti i sussidi. Sono stati inoltre apportati alcuni tagli alle spese e certi impegni sono stati accollati ad altri enti pubblici. In tal modo, il disavanzo di bilancio per il 1969 dovrebbe essere contenuto nei limiti di scellini 8 miliardi, anche se la spesa deve aumentare di scellini 8,9 miliardi. Tenendo presente la persistente debolezza degli investimenti fissi e i margini disponibili di capacità produttiva, un disavanzo di queste dimensioni non sembra al momento inopportuno. Il suo finanziamento all'estero, però, dovrebbe probabilmente essere reso più compatibile con le esigenze della bilancia dei pagamenti di base.

Belgio. Il movimento ascendente, iniziato nei primi giorni dell'autunno 1967, è continuato per tutto il 1968, anche se nell'estate vi è stata qualche incertezza: più che altrove, tuttavia, ciò è dipeso dallo stimolo impresso dalle crescenti esportazioni. Per la maggior parte dell'anno la domanda interna è rimasta relativamente debole e la disoccupazione ha continuato a crescere in estate, si è assestata su un certo livello per alcuni mesi e poi ha cominciato a diminuire verso la fine dell'anno. I salari si sono sviluppati molto più lentamente che nel 1967, contribuendo in tal modo a frenare la ripresa del consumo privato e a ritardare l'ulteriore rialzo dei prezzi. La ricostituzione delle scorte ha avuto luogo su larga scala, ma si è risolta in un aumento delle importazioni che ha approssimativamente uguagliato quello delle esportazioni. In una situazione di parziale utilizzo della capacità produttiva, si sono contratti gli investimenti in impianti e macchinari, mentre l'attività edilizia ha subito una flessione in termini reali per il terzo anno consecutivo. Per fornire deliberatamente un incentivo, comunque, le autorità hanno fortemente ampliato gli investimenti pubblici, rinforzando così il contributo dato dalle esportazioni all'incremento alla domanda globale. Il prodotto nazionale lordo è aumentato in termini reali del 4%, contro il 3,5% del 1967.

In questo contesto la politica monetaria si è mantenuta relativamente favorevole per quasi tutto il 1968. In marzo il saggio ufficiale di sconto è stato diminuito dal 4 al 3,75%, dopo che all'inizio del 1967 era stato spinto fino al 5,25%. Anche i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine si sono mossi verso il basso nei dodici mesi che vanno fino alla metà del 1968. Ciò, tuttavia, unitamente alle tensioni finanziarie venutesi a creare su alcuni mercati esteri, ha portato ad un deflusso su larga scala di capitali a breve e lungo termine e così nelle riserve ufficiali si sono avute perdite superiori agli incrementi realizzati nel 1967. I saggi del mercato monetario sono stati i primi a subire pressioni — in parte anche per ragioni interne — e la Banca nazionale ha cessato dall'autunno di contrastarne il movimento al rialzo. Successivamente, il 19 dicembre, dopo l'aumento del saggio di sconto negli Stati Uniti e quando la ripresa economica si era irrobustita, il saggio ufficiale del Belgio è stato elevato dal suo basso livello del 3,75% al 4,5%.

Nonostante il drenaggio di liquidità provocato dal disavanzo verso l'estero, moneta e quasi moneta sono aumentate complessivamente di fr.belgi 44,3 miliardi contro fr.belgi 32,6 miliardi del 1967. Questa accelerazione non è collegata con l'andamento del credito al settore privato, il quale, al contrario, si è sviluppato ad un tasso leggermente inferiore a quello dell'anno precedente, ma piuttosto alla politica di bilancio e di gestione del debito pubblico. In seguito soprattutto all'intensificarsi degli investimenti pubblici, il fabbisogno finanziario netto del Tesoro è passato fra il 1967 e il 1968 da fr.belgi 23 a 34,1 miliardi. Inoltre l'indebitamento del Tesoro ha avuto luogo lo scorso anno per oltre due terzi attingendo al mercato monetario, mentre nel 1967 il suo ricorso al sistema bancario era stato trascurabile. Tale forma di acquisizione di mezzi finanziari si è concentrata in gran parte nella prima metà dell'anno; più tardi, quando sono stati usati canali più normali, moneta e quasi moneta si sono ampliate con minore rapidità e i saggi d'interesse a lungo termine sono aumentati.

Nei primi mesi del 1969 l'attività economica si è sviluppata vigorosamente, poichè le esportazioni continuavano ad aumentare e la domanda interna si andava intensificando. L'edilizia ha manifestato i primi sintomi di ripresa già nell'ultimo periodo del 1968 e le spese in impianti e macchinari hanno cominciato ad accrescersi notevolmente. Gli acquisti di beni di consumo durevoli hanno avuto un incremento e anche i prezzi al consumo sono cresciuti un po' più velocemente: questi fenomeni rappresentano in parte gli effetti anticipati dell'imposta sul valore aggiunto che andrà in vigore all'inizio del 1970. La disoccupazione ha continuato a calare.

In questi mesi è persistito il movimento verso il basso delle riserve ufficiali: per tale ragione uno dei principali obiettivi della politica monetaria è stato quello di mantenere i saggi d'interesse interni in linea con quelli dell'estero e in particolare con quelli dei mercati internazionali. I tempi di aumento dei saggi interni, comunque, hanno dovuto dipendere essenzialmente dai progressi fatti sulla strada della ripresa economica nazionale. Nel marzo, l'andamento interno ha fornito la premessa per un aumento del saggio di sconto dal 4,5 al 5%, che, all'inizio di aprile, dopo un ritocco verso l'alto negli Stati Uniti, è stato ulteriormente elevato fino al 5,5%. Prima dell'ultimo aumento, e per concorrere anche a contenere il deflusso di capitali, è stato posto un limite superiore alla posizione a pronti delle banche in valute estere tratte dal mercato dei cambi controllati più le loro anticipazioni su conti in franchi convertibili.

La situazione internazionale tesa, la rapida ripresa dell'economia interna e il vasto programma di spesa del settore pubblico hanno portato all'adozione di nuove misure creditizie alla fine di aprile. La Banca nazionale ha stabilito limiti di risconto per ciascuna banca al 16% della media dei depositi in franchi belgi, più i fondi provenienti da emissioni di obbligazioni a medio e lungo termine, più i fondi propri delle banche stesse: tale media viene riferita ai precedenti dodici mesi. Inoltre è stato richiesto alle banche di limitare nel 1969 le operazioni di credito al 14% del volume in essere a fine 1968, poichè un'espansione del genere sarebbe stata sufficiente a soddisfare tutta la domanda di prestiti, compatibilmente con un ordinato sviluppo dell'economia.

Poichè si prevede che l'attività economica continuerà ad espandersi brillantemente, l'obiettivo è adesso quello di applicare alla spesa pubblica alcune restrizioni settoriali. Perciò, nei primi giorni di maggio, si è deciso di sospendere la "tranche" di contingenza (fr. belgi 7,5 miliardi) del bilancio straordinario e di ridurre le spese di quello ordinario. Inoltre gli istituti pubblici di credito sono stati invitati ad agire in forma più selettiva nella concessione di prestiti, senza però compromettere la realizzazione dei piani di investimento per la ristrutturazione dell'economia. E' stato altresì annunciato che dovranno essere introdotte restrizioni nei termini del credito al consumo. Verso la fine di maggio il saggio di sconto è stato aumentato al 6%.

Paesi Bassi. L'attività economica si è intensificata notevolmente nell'ultimo periodo del 1967 ed è continuata ad un ritmo sostenuto durante il 1968. Il risultato è stato un aumento del prodotto nazionale lordo in termini reali del 6,3% contro il 5,6% del 1967. Più pronunciata è stata l'espansione della produzione industriale, la quale nell'ultimo trimestre del 1968 ha raggiunto un livello del 12,5% superiore a quello di un anno prima. Il maggior impulso è stato dato dalle esportazioni e dagli investimenti fissi, che in termini reali sono cresciuti, rispettivamente, del 13 e 10%. Per contro, i consumi del settore delle famiglie sono aumentati soltanto di poco rispetto al 1967, mentre l'incremento dei consumi del settore pubblico è stato addirittura inferiore a quello dell'anno precedente. Rispecchiando i precedenti interventi per incentivare la ripresa, la spesa pubblica globale ha tuttavia agito di nuovo in senso espansionistico, come dimostra la dilatazione del disavanzo di bilancio da fiorini 2,2 miliardi nel 1967 a fiorini 2,8 miliardi nel 1968. Nelle principali zone industriali il mercato del lavoro è stato caratterizzato dal pieno impiego e perfino dall'eccesso di domanda: questa situazione, in presenza di un forte incremento della produttività, ha fatto aumentare nel 1968 i salari del 7% e i prezzi al consumo di un ulteriore 4,2%.

Per buona parte dell'anno la politica monetaria è rimasta favorevole all'espansione e di conseguenza le banche commerciali hanno potuto aumentare nel 1968, per il secondo anno consecutivo, di circa il 20% i crediti a breve e medio termine al settore privato. Anche l'aumento dei loro prestiti a lunga scadenza è stato notevole, raggiungendo quasi fiorini 1 miliardo rispetto a fiorini 0,4 miliardi nel 1967. Inferiore è stato il credito concesso al settore pubblico, ma ciò perchè il governo, allo scopo di concorrere ad evitare tensioni sui mercati finanziari, ha coperto una gran parte del suo fabbisogno attraverso il ricorso alla Nederlandsche Bank. Pressochè uguale a quello del volume totale dei nuovi impieghi è stato l'incremento dei depositi delle banche commerciali, i quali sono aumentati di fiorini 3,2 miliardi contro fiorini 2,5 miliardi dell'anno precedente. Tuttavia, gli alti saggi d'interesse degli altri paesi hanno indotto le banche ad ampliare le loro attività nette sull'estero, non solo assottigliando le riserve liquide interne ma anche aumentando l'indebitamento con la banca centrale; questo ha raggiunto fiorini 345 milioni, cioè un importo quasi corrispondente all'aumento delle attività nette delle banche sull'estero, che è stato di fiorini 365 milioni. Le condizioni del mercato monetario interno si sono progressivamente fatte più tese nel corso dell'anno e i saggi per il denaro a brevissima scadenza sono passati da poco più del 3 a quasi il 5%.

L'indebitamento netto dell'interno sul mercato dei capitali (compresi i prestiti diretti) è ammontato nel 1968 a fiorini 8,9 miliardi, cioè è stato superiore di circa il 12% rispetto al 1967. Il settore privato ha attinto fiorini 6,1 miliardi che rappresenta un 30% in più nei confronti dell'anno precedente. La raccolta di fondi da parte del settore pubblico, invece, è diminuita da fiorini 3,3 a 2,8 miliardi. Tutto ciò ha corrisposto all'obiettivo del governo di accrescere — ricorrendo ai fondi a breve termine e continuando nella pratica di obbligare le autorità locali ad accedere al mercato dei capitali per il tramite di istituti ufficiali di credito — le possibilità di finanziamento del settore privato. Le transazioni in titoli con non residenti, infine, hanno comportato un sensibile aumento nel deflusso netto di capitali. Ciò nonostante le condizioni del mercato sono state relativamente stabili, a parte una temporanea debolezza in estate, e i rendimenti dei tipi più rappresentativi di obbligazioni governative sono di solito rimasti al di sotto del 6,5%. Questo quadro è tuttavia cambiato verso la fine dell'anno, quando gli avvenimenti interni e internazionali hanno provocato un rialzo nei saggi d'interesse, facendo salire nel marzo 1969 i rendimenti sui prestiti statali ad oltre il 7%.

Verso la fine del 1968, le pressioni sui costi e sui prezzi si sono intensificate, accentuandosi poi all'inizio del 1969 con l'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto del 12%. Inoltre sono andate aumentando le concessioni di prestiti e i conti con l'estero hanno dato segni di indebolimento. Come primo passo verso una politica restrittiva, ed anche per contenere l'esodo di fondi, il saggio di sconto è stato elevato in dicembre dal 4,5 al 5%. Successivamente, sui prestiti a breve delle banche al settore privato è stato posto un limite inteso a contenerne l'espansione annua nell'ambito del 10%; gli impieghi effettuati al di sopra di questo limite sono soggetti alla costituzione di depositi infruttiferi presso la Nederlandsche Bank. Alle banche è stato inoltre richiesto di contenere l'espansione dei crediti a lungo termine nei limiti dell'accrescimento delle risorse corrispondenti. In gennaio queste misure sono state integrate mediante l'inasprimento delle condizioni delle vendite rateali e il dimezzamento della speciale esenzione fiscale sugli investimenti del 1969, concessa in occasione del passaggio al sistema dell'imposta sul valore aggiunto. Nuovi provvedimenti sono stati adottati in aprile, quando i sintomi di inflazione si sono fatti più evidenti. Il saggio di sconto è stato portato al 5,5% e il credito d'imposta sugli investimenti è stato abolito del tutto. Nello stesso mese è stato imposto un blocco generale dei prezzi di beni e servizi, dopo che i prezzi al consumo erano aumentati nel primo trimestre del 4,5%, cioè in una misura da non poter essere attribuita esclusivamente all'imposta sul valore aggiunto. Ulteriori inasprimenti fiscali sono previsti per luglio, quando verranno aumentate di circa il 10% le imposte sulla birra, sulle bevande alcoliche e sulla benzina.

Il bilancio per il 1969, presentato lo scorso autunno, è impostato in maniera meno espansionistica di quello del 1968, ma poiché è stato redatto prima che l'economia raggiungesse una fase di surriscaldamento, esso contempla un aumento della spesa pari all'8% e un disavanzo complessivo di fiorini 2,5 miliardi. Le misure fiscali adottate da allora hanno lo scopo di ridurre questo deficit, e così pure alcuni tagli nelle spese già previsti. Inoltre il governo ha ma-

nifestato il proposito di orientare maggiormente il proprio finanziamento verso il mercato dei capitali.

Danimarca. Durante il 1967 le pressioni della domanda si sono alquanto allentate, poichè il consumo è diminuito dopo l'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto e gli investimenti privati si sono indeboliti per effetto della stretta creditizia. Ma i progressi realizzati nello sforzo di porre fine alla forte inflazione dei costi che si trascina da alcuni anni, sono stati scarsi ed è stata in sostanza la svalutazione del Regno Unito che ha provocato la variazione della parità della corona danese del 7,9%, cioè in una misura poco superiore alla metà di quella applicata alla sterlina. Si è provveduto immediatamente a bloccare i margini conseguenti negli scambi con l'estero e in dicembre la Banca nazionale ha elevato il saggio di sconto dal 6,5 al 7,5% ed ha ritirato il suo sostegno al mercato delle obbligazioni. Ma un vero programma di stabilizzazione non è venuto fuori fino al febbraio 1968: questo ha esteso le possibilità di controllo sui prezzi e i profitti ed ha elevato dal 10 al 12,5% l'imposta sul valore aggiunto a partire dal nuovo anno finanziario che inizia ad aprile. Questa modificazione, insieme con la riduzione della spesa, è diretta a riportare in attivo per cor.dan. 445 milioni il bilancio del 1968-69, dopo il disavanzo di cor.dan. 350 milioni dell'esercizio 1967-68.

Durante la prima metà del 1968 il consumo è rimasto stazionario e la disoccupazione si è alquanto estesa. Essendosi inasprita la politica fiscale, si è pensato di sostenere la ripresa degli investimenti mediante condizioni di credito più favorevoli e a tale scopo la Banca nazionale ha ridotto il saggio di sconto dal 7,5 al 6% in tre volte, rispettivamente, in marzo, giugno e agosto. In febbraio i depositi a dodici mesi sono stati esentati dall'obbligo previsto da una disposizione del 1965, la quale stabiliva che le banche commerciali e le casse di risparmio dovessero versare in speciali conti presso la Banca nazionale o usare per migliorare la loro posizione netta sull'estero il 20% dell'incremento dei depositi costituiti presso di essi; in agosto poi questa percentuale è stata abbassata al 10% per tutti gli altri tipi di depositi. Le imprese danesi sono state autorizzate da luglio ad indebitarsi all'estero, mentre la maggior parte delle limitazioni alle emissioni di obbligazioni all'interno sono state abolite in varie riprese fra marzo e settembre.

Le esportazioni industriali si sono molto avvantaggiate della svalutazione e nell'ultima parte del 1968 gli investimenti privati e l'edilizia hanno cominciato a crescere. L'aumento dell'attività è stato inoltre stimolato da una forte espansione della spesa pubblica, specialmente da parte dei governi locali, la quale ha beneficiato delle migliori condizioni creditizie. Inoltre, le rettificate previsioni del bilancio del governo centrale hanno indicato che in luogo del cospicuo avanzo di cassa calcolato in origine, si sarebbe registrato un disavanzo di notevole entità. I prezzi sono stati imbrigliati progressivamente nel corso dell'anno e in novembre i controlli sui prezzi e i profitti sono stati prorogati, sia pure in forma modificata, fino a luglio 1969.

I saggi d'interesse a lungo termine hanno subito flessioni fino alla tarda estate, ma sono entrati in una fase di tensione in seguito al rapido dilatarsi delle nuove emissioni provocato dall'allentamento dei controlli imposti sulle stesse. Ciò

ha costretto la Banca nazionale ad intervenire di nuovo sul mercato delle obbligazioni, tanto che negli ultimi quattro mesi del 1968 essa ha assorbito circa la metà delle emissioni offerte in sottoscrizione. Una parte della crescente liquidità bancaria che ne è scaturita è stata sterilizzata, promuovendo un accordo fra le banche commerciali e le casse di risparmio affinché cor.dan. 1.000 milioni fossero depositati presso la banca centrale con vincolo da uno a cinque anni. Di questo importo cor.dan. 700 milioni sono stati versati alla fine del 1968, ma l'aumento delle disponibilità complessive in titoli della Banca nazionale è stato in tutto l'anno di cor.dan. 2.150 milioni. Un'altra fonte di liquidità bancaria è stata costituita dal peggioramento della posizione netta del governo verso la banca centrale. Ne è scaturito che i depositi delle banche commerciali, agevolati da un'elevata preferenza del pubblico per la liquidità, sono aumentati nel 1968 del 17% contro l'11% del 1967, e poichè le anticipazioni hanno avuto un incremento del 9,5%, cioè lo stesso circa dell'anno precedente, è stato possibile alle banche estendere gli investimenti. Inoltre la loro liquidità primaria ha registrato nell'anno un sensibile aumento.

Verso la fine dell'anno la produzione interna e le importazioni si sono intensificate e le riserve ufficiali hanno cominciato a diminuire sensibilmente anche per effetto del deflusso di capitali. In febbraio è stato chiesto alle banche di ridurre di un quinto le loro disponibilità in divise e maggiori interessi sono stati offerti per incentivare i depositi presso la banca centrale. Il bilancio per il 1969-70 è stato impostato su un avanzo di cor.dan. 180 milioni, da conseguirsi con il rallentamento della dilatazione della spesa. Ma il governo ha voluto continuare a sostenere in forma selettiva gli investimenti per evitare l'aumento dei saggi a lungo termine. E così, dopo una rinnovata espansione negli acquisti di obbligazioni effettuati con questo specifico intento, la Banca nazionale ha concluso un accordo con le banche e gli istituti ipotecari, in base al quale il credito ordinario viene a sostituire il finanziamento con garanzia reale degli immobili durante la fase della costruzione. Sono state inoltre ripristinate le restrizioni sull'indebitamento dei governi locali.

Alla fine di marzo, con l'aumento dei saggi dei prestiti delle banche, il saggio ufficiale di sconto è stato elevato al 7%. Questa mossa sembra giustificata da considerazioni di politica interna, anche se il suo scopo immediato è stato quello di costituire un incentivo a trattenere in patria i capitali a breve, dopo gli aumenti dei saggi d'interesse all'estero. Il 12 maggio, in seguito a ulteriori e pesanti perdite nelle riserve valutarie, il saggio di sconto è stato portato al 9%, mentre il governo ha annunciato aumenti in alcune imposte e riduzioni nella spesa pubblica, intesi a produrre un'entrata di cor.dan. 800 milioni nell'esercizio 1969-70. Poco dopo la Banca nazionale ha concluso accordi con le banche commerciali e con le casse di risparmio in base ai quali sono state soppresse con effetto retroattivo le misure dell'agosto 1968 che riducevano gli obblighi di riserva speciale. Per ogni incremento dei depositi dopo aprile 1969, inoltre, l'aliquota di riserva è stata temporaneamente aumentata al 30%. Nello stesso tempo è stata limitata la possibilità di assolvere gli obblighi di riserva mediante collocamenti di fondi all'estero e sono state dichiarate utili ai fini della costituzione delle riserve stesse le obbligazioni con scadenza fino a 30 anni.

Norvegia. Nel 1968, dopo alcuni anni di sviluppo rapido e sostenuto, l'espansione della produzione è rallentata considerevolmente. Le esportazioni hanno continuato a progredire, ma la domanda interna si è indebolita, soprattutto a causa della flessione degli investimenti fissi, del ridimensionamento delle scorte e del rallentamento dei consumi.

La politica monetaria e fiscale tracciata all'inizio del 1968 è stata diretta ad allentare in qualche misura le pressioni della domanda: il bilancio del governo ha stabilito una minore crescita nella spesa, anche se è stata prevista un'espansione nei prestiti alle banche statali, soprattutto per finanziare l'edilizia. La politica creditizia è stata orientata a contenere nel 1968 l'aumento dei prestiti delle banche commerciali e delle casse di risparmio nei limiti del saggio d'incremento del 1967. Per rendere questo limite effettivo, le autorità non hanno continuato ad affidarsi ad accordi formali con le banche, ma sono invece ricorse ai più alti rapporti minimi di liquidità fissati alla fine del 1967.

Mentre l'espansione rallentava sensibilmente con il trascorrere dell'anno, la normale settimana lavorativa è stata ridotta in luglio da 45 a 42 ore e mezza, senza con questo creare tensioni sul mercato del lavoro. Gli investimenti sono caduti progressivamente dopo che erano stati completati alcuni progetti di maggiore importanza e ciò ha indotto il governo, nell'autunno, a creare qualche stimolo alla domanda. Mezzi finanziari addizionali sono stati forniti ad alcuni piani speciali di occupazione, le quote dei prestiti ipotecari e delle emissioni di obbligazioni sono state maggiorate, i finanziamenti da parte delle banche statali per nuovi progetti di investimento sono stati intensificati, e circa cor.norv. 200 milioni di fondi di investimento bloccati in conti presso la Banca di Norvegia sono stati resi disponibili. Soprattutto a causa delle spese aggiuntive, il fabbisogno finanziario complessivo del governo per il 1968 è risultato molto più elevato di quello originariamente previsto. Il bilancio per il 1969, presentato in ottobre, prevede la prosecuzione di questa opera di incentivazione che si dovrà concretizzare soprattutto nell'ampliamento della spesa, nell'aumento dei prestiti alle banche statali e in qualche riduzione dell'imposta sui redditi, anche se verranno elevate alcune imposte indirette.

Nel 1968, il credito delle banche commerciali e delle casse di risparmio al settore privato prima si è ampliato lentamente, poi ha un poco accelerato nell'ultimo trimestre e così nell'intero periodo si è avuto un incremento del 9% che grosso modo corrisponde con quanto preventivato all'inizio dell'anno e con quanto avvenuto nel 1967. D'altra parte, in concomitanza con l'ampio saldo attivo nei conti con l'estero e con la flessione nei saldi del governo presso la Banca di Norvegia, che agivano in senso espansionistico sulla liquidità, i depositi delle banche commerciali e delle casse di risparmio sono aumentati nel 1968 del 13,6% contro il 10% del 1967. In tal modo le banche sono state sostanzialmente in grado di migliorare le posizioni sull'estero e, in particolare modo verso la fine dell'anno, di accrescere le attività liquide. I loro portafogli di obbligazioni nazionali, recanti un interesse relativamente modesto, sono aumentati di poco.

Nel corso del 1968 il migliore equilibrio raggiunto dall'economia può essere desunto dalla più contenuta ascesa dei prezzi, dalla minore tensione sul mercato

del lavoro e dal consolidamento della bilancia commerciale. Verso la fine dell'anno ci sono stati sintomi di una lieve ripresa dell'attività. Rispecchiando la preferenza per l'espansione basata su progetti di investimento su larga scala richiedenti finanziamenti a lungo termine, la politica creditizia per il 1969 è stata orientata ad evitare l'accelerazione dello sviluppo del credito ordinario, e il limite raccomandato per l'incremento dei prestiti delle banche commerciali e delle casse di risparmio è stato fissato a cor.norv. 1.800 milioni o a circa l'8 %.

Svezia. Frenata dalla debolezza degli investimenti privati, la produzione ha continuato a progredire piuttosto lentamente nei primi mesi del 1968. In presenza di un notevole allentamento delle pressioni sulla domanda e sui prezzi, il governo ha fornito alcuni sostegni selettivi alla domanda stessa mediante la politica di bilancio e di lavori pubblici, ma si è ben guardato dal provocare un nuovo surriscaldamento generale. Anche la politica monetaria è divenuta meno restrittiva, una volta superate le difficoltà del mercato dei cambi del tardo 1967, e in febbraio la Riksbank ha ridotto il saggio di sconto dal 6 al 5,5 %. Sono però rimaste in vigore le disposizioni che sanciscono saggi di penalizzazione sull'indebitamento delle banche commerciali presso la banca centrale, che superi certi limiti.

Pur prevedendo aumenti nelle spese per infrastrutture e in quelle che creano nuovi posti di lavoro, il bilancio governativo, così come venne presentato a gennaio per l'esercizio che iniziava in luglio 1968, contemplava una riduzione del disavanzo globale. Esso stabiliva la sostituzione dell'imposta sugli affari con quella sul valore aggiunto, integrata da un prelievo dell'1 % sulle retribuzioni a decorrere dal gennaio 1969. Ma la nuova imposta doveva essere rimborsata sui beni strumentali e, a titolo di incentivo provvisorio agli investimenti, vennero consentiti ammortamenti del 10 % esenti da oneri fiscali sugli acquisti di macchinari nel 1968.

Dapprima la ripresa è stata lenta. Di fronte ad un ulteriore aumento della disoccupazione, il governo ha introdotto in primavera alcune misure selettive di stimolo, quali l'anticipazione dei tempi di certe commesse governative, l'accelerazione della costruzione di edifici pubblici, nuove liberazioni di fondi detenuti dall'industria in conti bloccati presso la Riksbank e incentivi per l'espansione dell'edilizia privata. Le migliori condizioni instauratesi sul mercato del lavoro nel 1968 hanno, comunque, concorso ad una significativa stabilizzazione dei salari e dei prezzi e nell'ottobre la Riksbank ha diminuito il saggio di sconto al 5 %.

Stimolata dall'aumento delle esportazioni, la domanda si è progressivamente consolidata nell'ultima parte dell'anno. L'accelerazione del consumo privato e degli investimenti pubblici e qualche ulteriore passo avanti dell'edilizia hanno più che compensato la caduta degli investimenti privati nel giro dell'intero anno, sicchè nel 1968 il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto del 3,5 % contro il 2,5 % del 1967.

L'aumento netto dei prestiti del sistema creditizio è ammontato a cor.sv. 19,9 miliardi contro cor.sv. 17,3 miliardi nel 1967 e cor.sv. 12,7 miliardi nel 1966. Tanto il settore delle imprese quanto quello dell'edilizia hanno aumentato

Svezia: Flussi creditizi netti.

Creditori	Anni	Debitori				Totale
		Governo	Autorità locali	Settore dell'edilizia	Settore delle imprese	
milioni di corone svedesi						
Riksbank	1967	330	20	140	160	655
	1968	1.230	10	110	30	1.380
Banche commerciali	1967	1.325	180	2.520	1.910	5.930
	1968	255	70	2.060	3.345	5.735
Altre banche	1967	290	835	1.920	785	3.825
	1968	510	600	2.280	830	4.215
Istituti pubblici di assicurazione . .	1967	240	460	1.665	1.805	4.170
	1968	535	495	2.785	1.880	5.690
Istituti privati di assicurazione . . .	1967	— 30	95	680	670	1.415
	1968	190	115	890	600	1.795
Altri	1967	850	55	— 95	545	1.380
	1968	650	75	— 20	390	1.095
Totale	1967	3.010	1.645	6.830	5.875	17.355
	1968	3.370	1.365	8.105	7.070	19.905

sostanzialmente l'indebitamento, ma il primo ha fatto scarso ricorso al mercato dei capitali mentre il secondo ha ampliato notevolmente le sue emissioni di cartelle fondiari. Nello stesso tempo, rispecchiando soprattutto la domanda del settore delle imprese, l'incremento delle anticipazioni delle banche commerciali è passato dal 12% del 1967 al 17% del 1968, e ciò è avvenuto perchè le banche stesse hanno limitato l'acquisto di attività liquide a cor.sv. 816 milioni, in confronto a cor.sv. 3.246 milioni nel 1967. La richiesta di credito del governo è stata nel 1968 più elevata e, rispetto al 1967, è stata soddisfatta in misura minore dalle banche commerciali e in misura maggiore dalla banca centrale e da altri istituti finanziari. Essendosi ridotti gli acquisti di obbligazioni da parte delle banche, il forte aumento delle nuove emissioni del governo e del settore edilizio è stato assorbito in gran parte tramite il Fondo nazionale delle pensioni.

Dall'inizio del 1969 l'espansione della produzione ha acquistato slancio e la forte dilatazione delle importazioni ha cominciato ad essere causa di crescenti preoccupazioni. La politica monetaria è diventata più restrittiva, anche perchè si stava profilando una nuova uscita di capitali, e in febbraio la Riksbank ha portato al 6% il saggio di sconto. Inoltre, per tenere la liquidità bancaria sotto un effettivo controllo e anche per rafforzare il mercato delle cartelle fondiari, l'obbligo delle banche di osservare certi rapporti di liquidità, finora a titolo officioso, è stato reso legalmente vincolante ed ogni deroga ad esso è stata assoggettata ad un saggio di penalizzazione del 4%. I rapporti sono stati definiti in senso ampio come prima e sono rimasti al 30% per le grandi banche, ma sotto certi aspetti sono stati irrigiditi, soprattutto perchè è stato stabilito che nel calcolo delle attività liquide i crediti valutari netti verso le banche estere potranno essere compresi soltanto nella misura dell'1,5% delle passività totali. Inoltre gli istituti di risparmio e assicurativi e il Fondo nazionale delle pensioni si sono impegnati, d'accordo con la Riksbank, ad investire due terzi dell'aumento delle loro attività in obbligazioni governative e in cartelle fondiari. Per lasciar posto all'au-

spicata ripresa degli investimenti privati lo schema di bilancio per il 1969-70 prevede alcuni tagli nella spesa e la riduzione del disavanzo globale.

Finlandia. La riduzione degli investimenti produttivi ha provocato nel 1967 un rallentamento dell'espansione, ma l'andamento della bilancia dei pagamenti è rimasto insoddisfacente, fino alla svalutazione del marco finlandese in ottobre. Le misure adottate in quel momento hanno avuto successo nel contenere i consumi e per effetto di una politica creditizia ancora restrittiva la domanda interna si è mantenuta debole all'inizio del 1968. Nondimeno i prezzi sono decisamente saliti nella scia della svalutazione e ciò è continuato fino all'aprile 1968 quando è stata data applicazione ad un programma di ampio respiro.

Questo ha comportato l'abolizione degli accordi intesi a stabilire indici automatici di rivalutazione relativi a salari, depositi bancari, emissioni di obbligazioni governative e gran parte degli altri contratti. Inoltre ha imposto fino a tutto il 1969 un limite ad aumenti salariali e prezzi agricoli e un blocco sugli altri prezzi e sugli affitti nonchè sui saggi dei crediti bancari. Il governo si è impegnato a frenare gli aumenti nelle sue spese e nelle emissioni di prestiti e ad astenersi da modificazioni fiscali prima della fine del 1969.

Per tutto il 1968 la politica monetaria ha cercato di evitare un forte aumento della liquidità delle banche, tuttavia sono state fatte durante l'anno alcune concessioni dato che le altre misure di stabilizzazione avevano contribuito a rallentare l'espansione della domanda. I crediti esteri all'importazione fino a sei mesi sono stati autorizzati a decorrere dall'inizio dell'anno e la Banca di Finlandia, per combattere la crescente disoccupazione, ha fornito MF 170 milioni da destinare al finanziamento degli investimenti industriali e dell'edilizia. In giugno è stato abolito l'obbligo delle banche, sancito in un accordo nel 1966, di intrattenere speciali conti presso la Banca di Finlandia in relazione all'aumento dei propri depositi: un quarto delle disponibilità versate in questi conti è stato liberato verso la fine dell'anno. D'altra parte il governo ha rimborsato MF 100 milioni di un prestito speciale ricevuto nel 1966 dalla Banca di Finlandia. Il prelievo fiscale medio sulle esportazioni, introdotto dopo la svalutazione, è stato diminuito in tre fasi durante il 1968 dall'11 al 4% e alla fine di aprile 1969 è stato abolito del tutto, ma ciò nonostante il progressivo afflusso del gettito non utilizzato di questa imposizione in speciali conti del governo presso la Banca di Finlandia ha sensibilmente limitato il contributo del saldo attivo verso l'estero alla liquidità delle banche.

Sotto l'azione di queste misure, nel 1968 è stato conseguito un alto grado di equilibrio e di stabilità. Gli aumenti dei prezzi si sono largamente arrestati; l'indice dei prezzi al consumo, dopo essere salito del 4,4% nel primo quadrimestre, è cresciuto soltanto dell'1,2% nella restante parte dell'anno. Il consumo privato e gli investimenti pubblici sono stati tenuti a freno, la bilancia dei pagamenti è migliorata e gli investimenti privati hanno dato segni di ripresa verso la fine dell'anno. Il sistema bancario ha visto crescere rapidamente i depositi a vista, ma il credito al settore privato è progredito meno del 6,6%, mentre nel 1966 e nel 1967 tale aumento era stato di oltre il 12%. Il risconto di effetti presso la banca centrale è diminuito di MF 250 milioni, risultando durante l'anno di MF 618 milioni.

All'inizio del 1969 la produzione si è ampliata con maggiore velocità. Il bilancio del governo per lo stesso anno ha previsto la riduzione nelle spese globali e un fabbisogno finanziario inferiore a quello che in effetti si era verificato nel 1968. Ciò è in parte attribuibile allo stralcio di alcune uscite e causali di indebitamento dal bilancio vero e proprio, ma rispecchia anche un significativo taglio nella spesa. Sulla base di recenti stime, comunque, sembra che le necessità di credito del governo non saranno in misura notevole inferiori a quelle del 1968.

Spagna. Per effetto delle precedenti misure restrittive, nel 1967 è considerevolmente rallentata l'espansione della produzione, soprattutto in seguito alla flessione degli investimenti produttivi. La svalutazione della peseta spagnola in parallelo con la sterlina è stata accompagnata da una serie di provvedimenti diretti ad arrestare la dilatazione dei consumi e la persistente spirale salari-prezzi, pur concedendo stimoli settoriali agli investimenti. Sono state inasprite le condizioni delle vendite rateali e dilazionati i previsti aumenti delle retribuzioni pubbliche e delle pensioni. Inoltre, grazie ai sussidi all'importazione, ai ritocchi dei dazi doganali e all'applicazione di imposte su certe esportazioni, i prezzi e così pure i redditi personali, sono stati bloccati fino a tutto il 1968. Una sovrimposta temporanea del 10% è stata applicata nel 1968 su una parte dei profitti imprenditoriali, ma sono state aumentate le concessioni in materia di ammortamenti e le speciali esenzioni fiscali per gli investimenti; in più è stato ampliato il piano di costruzione di alloggi assistito dal governo. Il saggio di sconto della Banca di Spagna per gli effetti commerciali è stato portato dal 5 al 5,725% e quello per gli effetti finanziari dal 5,75 al 6,375%. Di conseguenza vi sono stati aumenti di mezzo punto nei saggi dei prestiti bancari e di un punto intero in quelli dei depositi vincolati.

Guidata dalle crescenti esportazioni, la produzione industriale ha ripreso a salire all'inizio del 1968, ma gli investimenti produttivi sono rimasti deboli, tanto che il governo ha annunciato nell'autunno ulteriori incentivi sotto forma di anticipazioni in contanti, di crediti pubblici e di abbuoni fiscali per gli investimenti nei centri di sviluppo industriale. In concomitanza con una forte crescita della spesa pubblica e dell'edilizia, l'espansione della produzione interna e delle importazioni si è intensificata nella seconda metà dell'anno. Anche il consumo privato è sembrato riprendersi e in novembre le imposte sul tabacco e sui generi voluttuari sono state inasprite in media del 20%.

Con la ripresa ancora nella fase iniziale, tuttavia, il mercato del lavoro è rimasto calmo. Per effetto dei controlli sui prezzi, l'aumento dell'indice del costo della vita è stato contenuto nel 1968 al disotto del 3% contro una media del 6% negli anni 1966 e 1967. Il blocco generale dei salari è stato tolto anticipatamente all'inizio di ottobre, ma sono stati fissati limiti massimi agli aumenti salariali per il 1968 e il 1969, mentre i controlli sui prezzi sono stati prorogati a tutto l'anno 1969. Il salario giornaliero minimo nazionale, che nel 1967 era cresciuto del 14%, è rimasto invariato nel 1968, ma è aumentato del 6,25%, a pesetas 102, con decorrenza da gennaio 1969. Nello stesso tempo, comunque, l'imposta sui redditi da lavoro è stata estesa fino a colpire i lavoratori manuali.

Il saldo attivo sull'estero ha contribuito in parte al forte aumento della liquidità dell'economia nel 1968, ma l'influenza maggiore è stata esercitata in questo senso dal credito all'interno. Le spese del governo centrale si sono intensificate, particolarmente sotto forma di prestiti e trasferimenti, mentre i proventi sono rallentati. Il disavanzo di bilancio, salito a pesetas 42,7 miliardi da pesetas 29,9 miliardi nel 1967, è stato finanziato in misura maggiore mediante cessioni di titoli, specie alle banche, e in tal modo si è ridotto il ricorso alla banca centrale. Per contro, enti autonomi del settore pubblico hanno di nuovo pesantemente attinto alla banca centrale e c'è stato un forte aumento nella concessione di particolari forme di credito, ammesse al risconto automatico presso la Banca di Spagna.

La domanda di credito si è consolidata nella seconda metà dell'anno e i prestiti del sistema creditizio al settore privato sono aumentati di quasi il 20% nel 1968, dopo un'espansione del 18% nel 1967. I prestiti ordinari al settore pubblico degli istituti finanziari si sono ampliati, specialmente sotto forma di acquisti di titoli, di circa il 20% in confronto al 14% dell'anno precedente. L'aliquota dei depositi che le banche devono investire in titoli governativi è stata aumentata in due fasi di due punti nel 1968, così come era avvenuto nel 1967, e lo sarà ancora di un ulteriore punto a partire dalla fine di giugno 1969, in modo che raggiunga il 22%. Riflettendo la modificata struttura dei saggi d'interesse, i depositi vincolati e a risparmio sono aumentati a spese dei depositi a vista, che hanno segnato una più lenta crescita. Ma verso la fine dell'anno anche questi hanno avuto un'espansione accelerata e così nell'arco di tutto il 1968 moneta e quasi moneta sono progredite di quasi il 19% contro il 15% circa del 1967.

All'inizio del 1969, la precedente blanda recessione è stata superata e il saggio di espansione della produzione globale è probabilmente ritornato grosso modo al livello anteriore al 1967.

Portogallo. Nel 1968 la ripresa dell'espansione della produzione interna, che era cominciata nel 1967 con il miglioramento dell'attività agricola, ha acquistato basi un po' più larghe. Il maggiore impulso sembra che sia derivato dai consumi e dalla ricostituzione delle scorte. Gli investimenti fissi invece appaiono ancora generalmente deboli, mentre è rallentato lo sviluppo delle esportazioni e del turismo. La dilatazione alquanto più veloce dei prezzi al consumo deve essere collegata con l'andamento della disponibilità di generi alimentari e delle costruzioni, ma rispecchia anche sostanziali aggiustamenti salariali in alcuni settori chiave.

Si calcola che la spesa ordinaria e straordinaria dell'amministrazione centrale sia aumentata nel 1968 del 10% in confronto del 18% circa del 1967. Questo minore incremento è il risultato in parte della stabilizzazione delle retribuzioni intervenuta dopo gli aumenti del 1966 e in parte della decelerazione degli investimenti pubblici. Le imposte sui profitti delle imprese commerciali e industriali sono state inasprite nell'aprile 1968, mentre sono state aumentate per lo stesso anno le agevolazioni fiscali di cui beneficiano gli investimenti e l'agricoltura. Complessivamente le entrate ordinarie e quelle straordinarie (fra le quali

sono comprese alcune forme di indebitamento) sono cresciute più lentamente e l'avanzo globale è stato un po' inferiore a quello del 1967.

Anche se nel 1968 l'aumento delle riserve ufficiali e il credito della banca centrale hanno dato un apporto un po' inferiore alla liquidità del sistema, moneta e quasi moneta sono cresciute del 13% contro l'11% circa del 1967. Ciò è dovuto essenzialmente alla forte dilatazione della quasi moneta, che sembra da ascrivere a un arresto nell'espansione dei capitali a lungo termine (esclusi i fondi ipotecari) direttamente collocati nel 1968 sul mercato finanziario. In connessione con questo mutamento il credito concesso dal sistema bancario al settore privato, principalmente sotto forma di sconto di carta commerciale, si è sviluppato di circa il 16% contro il solo 7% del 1967. Le banche commerciali sono state inoltre in grado di migliorare le loro posizioni nette sull'estero e di aumentare i saldi liquidi disponibili.

Nell'aprile 1969 sono state adottate alcune misure per accrescere l'efficienza del sistema creditizio. Le agevolazioni di finanziamento a più lungo termine sono state estese attraverso l'autorizzazione data alle banche di erogare prestiti con scadenza da due a cinque anni in eccesso al proprio capitale e mediante la riorganizzazione del Fondo generale per i depositi, il credito e le pensioni in modo da allargare il suo ambito operativo.

Il bilancio del governo per il 1969, impostato per dare uno stimolo selettivo agli investimenti, prevede un'espansione del 13,4% nelle sue voci riepilogative. Dal lato delle uscite, gli investimenti pubblici avranno un incremento relativamente elevato. Sono inoltre previsti nuovi incentivi fiscali agli investimenti privati. Per compensare l'aumento delle retribuzioni e delle pensioni del settore pubblico, sono state maggiorate le aliquote di alcune imposte, quali la complementare sui redditi personali e quella sul tabacco.

Paesi dell'Europa orientale.

Per lungo tempo la moneta ha avuto la funzione di variabile dipendente nel sistema economico dei paesi dell'Europa orientale. Lo strumento di base della politica economica è stato il piano annuale formulato al centro, concepito essenzialmente in termini di volume e scomposto in istruzioni particolari e vincolanti per ciascuna unità produttiva. La funzione principale del sistema bancario è stata di sorvegliare l'esecuzione di tali istruzioni sulla base dei corrisponenti piani finanziari, esercitando la sua influenza mediante il controllo del credito. Le risorse finanziarie sono state assegnate principalmente attraverso il bilancio. Con le riforme economiche attualmente in fase di attuazione su tutta l'area, che presentano la caratteristica comune di una più ampia autonomia alle imprese, significative modifiche vengono necessariamente introdotte nei sistemi creditizi.

Questo processo si è spinto più avanti in Jugoslavia dove la politica creditizia - articolata sul controllo della liquidità bancaria e la manovra dei saggi d'interesse - costituisce oggi forse lo strumento più importante per agire sul livello dell'attività economica. E anche in Cecoslovacchia e Ungheria, paesi nei quali più che altrove l'attenzione si concentra sulla gestione su scala macro-eco-

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

Paesi	Prodotto materiale netto			Produzione industriale globale			Produzione agricola globale		
	1966	1967	1968	1966	1967	1968	1966	1967	1968
	aumenti annuali reali, in percento								
Albania	9,0	7,5	11,0	12,0	12,8	19,0	12,5	12,0	2,5
Bulgaria	11,1	9,0	6,5	12,4	13,4	11,8	14,3	3,5	-8,7
Cecoslovacchia	10,2	6,9	7,0	7,4	7,1	5,2	11,1	5,5	3,6
Germania orientale	5,3	5,8	5,3	6,3 ¹	6,5 ¹	6,1 ¹	.	.	.
Polonia	7,2	5,6	8,0	7,4	7,7	9,3	5,4	2,3	4,4
Romania	10,0	7,0	7,0	11,7	13,5	11,6	14,0	1,8	-3,6
Ungheria	8,4	8,7	5,0	6,7	8,7	4,9	8,0	1,0	1,0
URSS	7,5 ²	7,0 ²	7,2 ²	8,7	10,0	8,3	8,9	1,6	3,5
Jugoslavia	8,6 ³	1,0 ³	4,0 ³	4,0	0,5	6,6	16,6	-1,4	-3,0

¹ Produzione di beni (cioè, esclusi quelli in lavorazione). ² Prodotto materiale netto distribuito. ³ Prodotto materiale lordo.

Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1968*.

nomica, sembra che la politica del credito, compresa una più flessibile manovra dei saggi d'interesse, sarà in definitiva usata tanto per influenzare la domanda globale quanto per realizzare più che in passato una distribuzione delle risorse sulla base dei saggi di profittabilità. In altri paesi, dove le riforme appaiono al momento meno radicali, le disponibilità di capitali a lungo termine vengono sempre più collegate a oneri di interessi e a obblighi di rimborso, e il credito bancario assume generalmente una più estesa funzione. Tali mutamenti derivano dal crescente interesse riposto nei risultati finanziari, considerati come indici dell'efficienza delle imprese. Se questi criteri finiranno con l'improntare anche il tipo di sviluppo, probabilmente ci saranno da attendersi più profonde modifiche nel sistema monetario, anche se il problema di fondo rimane pur sempre quello di fissare razionalmente un meccanismo per la determinazione dei prezzi. La situazione è ancora troppo fluida per individuare le linee della possibile evoluzione futura dei sistemi monetari dell'Europa orientale e occorrerà del tempo prima che risultino chiari gli effetti delle riforme economiche.

Circa l'attività produttiva dello scorso anno, la tendenza generale del saggio di aumento della produzione globale ha avuto un'ulteriore flessione, dopo il rallentamento riscontrato nel 1967. Nei primi anni del decennio il ritmo dell'espansione economica in questa area si è abbassato considerevolmente, ma nel 1966 ha registrato una forte ripresa. Poi, nel 1967, il progresso è stato più lento, soprattutto in seguito all'assestamento della produzione agricola sui livelli eccezionali conseguiti l'anno precedente. Nel 1968, invece, mentre i risultati del settore agricolo ancora una volta non sono stati particolarmente soddisfacenti, il rallentamento della produzione è stato più strettamente collegato con la diminuzione del saggio di crescita dell'attività industriale.

In qualcuno dei paesi maggiori lo sviluppo meno rapido della produzione si è associato ad un'imprevista accelerazione dei redditi monetari e sui mercati di consumo si sono determinati significativi squilibri. E' stato questo il caso del-

l'Unione sovietica, dove una riduzione al 5% del saggio di incremento della produttività ha provocato la flessione dal 10% del 1967 all'8% del saggio di crescita della produzione industriale. Nello stesso tempo, in parte a causa dei sensibili aumenti salariali per i lavoratori a bassa remunerazione, i guadagni monetari medi sono saliti del 7,5%, in confronto di incrementi medi intorno al 4% nei precedenti quattro anni. Congiuntamente a un aumento del 3,5% nell'occupazione, la forte espansione dei guadagni sembra che abbia dato luogo a pressioni della domanda sul mercato, nonostante che la produzione di beni di consumo abbia ricevuto maggiori cure. In un'economia pianificata, le normali reazioni del mercato alla lievitazione dei prezzi o all'incremento delle importazioni possono essere repressi in larga misura. Tuttavia, nell'Unione sovietica, sembra che lo scorso anno la pressione della domanda si sia risolta in parte in un aumento dei prezzi non previsto dal piano, poichè per la prima volta dopo molti anni i redditi reali sono cresciuti meno di quelli nominali. Interventi correttivi per squilibri di breve periodo di questo tipo sono contenuti nel prossimo piano annuale: nel 1969, infatti, l'espansione dei guadagni medi viene contenuta entro il 3%, l'aumento dell'occupazione al disotto dell'1,5%, mentre per la produttività si prevede un incremento di quasi il 6%. Inoltre, per il secondo anno consecutivo, la produzione di beni di consumo deve ampliarsi in misura alquanto superiore rispetto a quella dei beni strumentali.

Analoghe tensioni sui mercati di consumo sono insorte pure lo scorso anno in Cecoslovacchia e forse, su scala minore, anche in Ungheria. In *Cecoslovacchia* l'andamento della produzione è stato alterato dalla crisi politica di agosto e questo aiuta a capire la flessione al 4% dell'incremento della produttività nel 1968, come pure la riduzione a poco più del 5% del saggio di espansione industriale. La dilatazione dei salari monetari medi, invece, si è spinta ad oltre l'8%, probabilmente in seguito alla maggiore autonomia ottenuta dalle imprese nel quadro delle riforme. L'effetto dei più alti salari sulla spesa in beni di consumo è stato accentuato sia dagli aumenti eccezionali dei redditi del settore agricolo, sia dalla utilizzazione di risparmi durante la crisi politica. Nonostante la forte crescita della domanda, nel 1968 l'indice del costo della vita è salito solo dell'1,2%: ciò è stato possibile perchè le pressioni sono state alleggerite soprattutto attingendo alle scorte ed anche lasciando diminuire l'avanzo della bilancia commerciale. Comunque la domanda è rimasta in eccesso anche nel 1969 e in maggio sono stati annunciati sostanziali incrementi dei prezzi. In *Ungheria* lo scorso anno l'aumento della produzione industriale pro capite è stato soltanto dell'1%, in parte a causa della riduzione delle ore lavorative, per cui la crescita del 5% nella produzione totale è derivata essenzialmente dal forte ampliamento dell'occupazione. Di conseguenza, anche se i salari medi sono cresciuti solo del 2%, l'ammontare totale delle retribuzioni dell'industria è aumentato notevolmente. Inoltre gli aggiustamenti dei prezzi agricoli hanno determinato un'espansione di circa il 20% nei redditi dei lavoratori del relativo settore. Nello stesso tempo i saggi di crescita della produzione delle industrie alimentari e di quelle leggere si sono ridotti nel 1968 rispettivamente al 4% e a meno del 3%.

Negli altri paesi ad economia pianificata le tensioni sul mercato dei beni di consumo si sono forse attenuate nel 1968, ma non tanto per il miglioramento

delle condizioni dell'offerta, quanto piuttosto per il fatto che i redditi reali e il livello totale dell'occupazione sono stati tenuti sotto controllo in maniera più soddisfacente che nel passato. D'altra parte i livelli reali del consumo sono migliorati ovunque in misura inferiore rispetto a Unione sovietica e Cecoslovacchia. Nella *Germania orientale*, dove recentemente il progresso economico è stato in genere un po' più lento ma più stabile che in altri paesi dell'area, si sono avuti di nuovo aumenti molto scarsi nell'occupazione. I più alti salari corrisposti ai lavoratori a bassa retribuzione a partire dalla metà del 1967, e la forte maggiorazione nei pagamenti di premi salariali hanno provocato una più veloce espansione dei guadagni medi nel 1968, ma l'aumento è ancora alquanto inferiore a quello della produzione pro capite. Tanto in *Romania* quanto in *Bulgaria* l'espansione industriale ha avuto una battuta d'arresto, scendendo fra il 1967 e il 1968 dal 13,5 all'11,5%. Entrambi i paesi hanno sofferto di un sensibile regresso nella produzione agricola, fortemente colpita dalla siccità. L'aumento dell'occupazione totale è stato più modesto che in passato, mentre la domanda per consumi è stata apparentemente frenata anche dai molto limitati miglioramenti salariali e dai sensibili ampliamenti dei prezzi. Questi sviluppi sono stati particolarmente evidenti in *Bulgaria*, dove l'indice del costo della vita è salito del 5%, provocando nel 1968 una caduta del 3% nella media dei salari reali.

Del tutto in contrasto con l'andamento degli altri paesi, è l'accelerazione dell'espansione economica verificatasi in *Albania* e *Polonia*. In *Albania* essa è stata conseguita grazie ad un aumento della produzione industriale del 19%. Anche in *Polonia* la produzione industriale è aumentata più che nel 1967, realizzando un saggio di quasi il 9,5%, ed inoltre vi è stato un sostanziale miglioramento del settore agricolo. Tuttavia, anche se la produzione globale netta è salita nel 1968 dell'8% contro il 5,5% dell'anno precedente, i salari reali sono stati fatti aumentare solo dell'1,5% rispetto al 2,5% del 1967. Lo scorso anno il costo della vita è cresciuto in *Polonia* del 2,5%.

Nonostante il regresso del settore agricolo, la *Jugoslavia* ha assistito lo scorso anno ad una notevole ripresa del saggio di crescita della produzione globale: 4% rispetto alla situazione praticamente stagnante del 1967. Una volta riportate sotto un sufficiente controllo le eccessive pressioni dei salari e dei prezzi provocate dalle radicali riforme economiche del 1965, la politica monetaria è passata verso la fine del 1967 da severe restrizioni a misure espansionistiche. Il risultato è stato un netto miglioramento della liquidità delle imprese, che ha dato luogo all'ampliamento degli investimenti fissi. Poichè dalla metà dell'anno è aumentata l'occupazione, anche la domanda di beni di consumo si è intensificata. Nell'arco dei dodici mesi l'attività industriale è salita del 6,5%, dopo una lieve flessione nel 1967, e alla fine del 1968 la produzione si stava sviluppando ad un livello di oltre il 10,5% superiore a quello di un anno prima. Questo saggio di espansione nella seconda metà del 1968 ha fatto muovere di nuovo verso l'alto i prezzi industriali alla produzione, dopo un anno e mezzo di stabilità e di conseguenza la politica monetaria è tornata in autunno su posizioni di moderata restrizione.

La stabilizzazione non aveva arrecato beneficio al disavanzo commerciale jugoslavo nel 1967, ma nel 1968 esso è ulteriormente cresciuto a \$535 milioni.

Gran parte di questo peggioramento è stato comunque compensato dalla crescita dei proventi dalle partite invisibili (soprattutto turismo e rimesse di lavoratori) e quindi il deficit delle partite correnti si è ampliato in misura molto minore, raggiugnandosi a circa \$110 milioni. In seguito ad un afflusso netto di capitali un po' più elevato, la posizione globale sull'estero è stata approssimativamente in equilibrio e le riserve della Jugoslavia in oro e valute convertibili sono aumentate di \$50 milioni.

III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel 1968, il valore delle esportazioni mondiali ha superato per la prima volta l'importo di \$200 miliardi, cioè è stato più del doppio di quanto era dieci anni fa. Il saggio di espansione, dopo aver raggiunto una media del 10% negli anni 1963-66, era rallentato al solo 5% nel 1967, ma lo scorso anno, in seguito alle condizioni espansionistiche esistenti nei principali paesi industriali, soprattutto negli Stati Uniti e in Germania, è salito all'11%. L'incremento si è andato accelerando nel corso dell'anno dall'8% nella prima metà al 18% nel secondo semestre. Nel 1968, il volume delle esportazioni si è dilatato del 12%, mentre i valori unitari sono diminuiti dell'1%.

Commercio mondiale.

Aree	Esportazioni			Importazioni			Variazioni nel volume di esportazioni Importazioni nel 1968	
	1966	1967	1968	1966	1967	1968	espor- tazioni	Impor- tazioni
	miliardi di dollari SU						percentuali	
Aree sviluppate								
Europa occidentale								
Paesi CEE	52,7	56,1	64,2	53,7	55,0	62,0	16,0	14,0
Paesi EFTA	28,5	29,2	31,6	33,9	35,9	38,1	11,0	8,5
Altri paesi	5,7	6,1	6,3	10,0	10,0	10,4	7,0	5,5
Totale	86,9	91,4	102,1	97,6	100,8	110,5	14,0	11,0
Stati Uniti	30,4	31,6	34,7	27,7	29,1	36,0	8,0	22,0
Canada	10,0	11,0	13,1	10,2	11,0	12,5	15,0	9,0
Giappone	9,8	10,5	13,0	9,5	11,7	13,0	23,5	12,5
Altre aree ¹	6,0	6,4	6,7	7,3	7,8	8,2	6,0	7,0
Totale aree sviluppate	143,1	150,9	169,6	152,3	160,4	180,2	13,0	13,0
Aree in via di sviluppo								
America latina	11,0	11,0	11,5	9,7	10,3	11,2	3,0	7,0
Altre aree	27,3	28,6	31,5	30,2	31,5	33,7	10,0	8,0
Totale	38,3	39,6	43,0	39,9	41,8	44,9	8,0	8,0
Totale complessivo²	181,4	190,5	212,6	192,2	202,2	225,1	12,0	12,0

¹ Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa. ² 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.

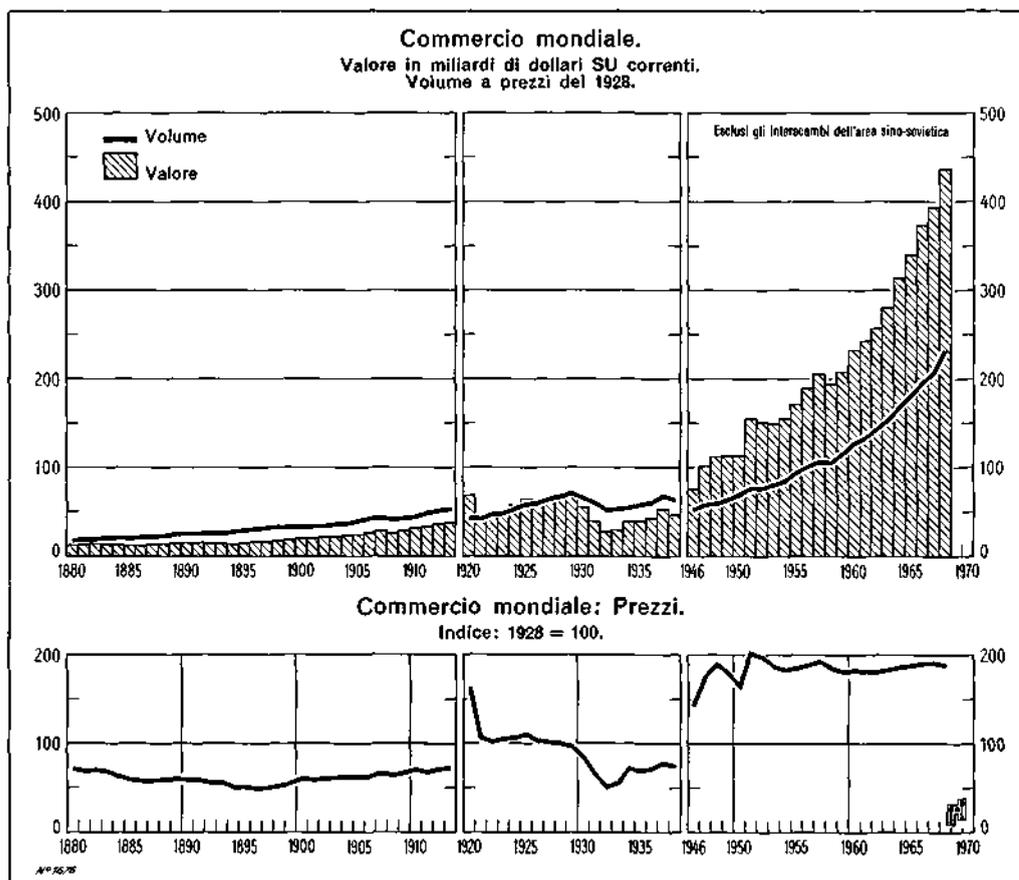
Nel 1967, il volume delle merci esportate dai paesi sviluppati e da quelli in fase di sviluppo era cresciuto con lo stesso modesto saggio, ma lo scorso anno, le esportazioni dai primi sono aumentate del 13% (quasi tre volte più rapidamente dell'espansione nella produzione reale) e dai secondi dell'8%. I valori unitari, d'altra parte, hanno presentato un andamento alquanto più favorevole per i paesi in via di sviluppo che per quelli sviluppati. Nel primo caso sono mi-

glierati dell'1 %, a causa di un aumento del 6 % nei prezzi delle esportazioni di metalli non ferrosi, soprattutto rame, e di una modesta lievitazione nei prezzi dei generi alimentari. Nel secondo caso, essi si sono ridotti dell'1 % in seguito ad una leggera contrazione nei prezzi delle esportazioni di manufatti e di prodotti primari, in particolare derrate alimentari.

L'espansione registrata lo scorso anno nel commercio mondiale è stata piuttosto eccezionale rispetto ad altri anni recenti, ma ancora di più se esaminata in una più lunga prospettiva storica. Il grafico alla pagina seguente riporta la sua evoluzione dal 1880, il primo anno per il quale si dispone di dati attendibili. Si possono distinguere tre fasi principali, separate dalle due guerre mondiali.

Dal 1880 al 1913 il volume del commercio estero, a prezzi del 1928, è cresciuto lentamente, con un aumento annuo medio del 3,5 %. Dal 1880 al 1896 i prezzi manifestarono una lieve tendenza in diminuzione, ma successivamente questo andamento si è invertito, sicché il valore degli scambi è cresciuto più rapidamente nella seconda parte del periodo che nella prima.

Dopo gli sconvolgimenti provocati dalla prima guerra mondiale, nel 1920 il volume del commercio era del 20 % inferiore a quello del 1913, anche se, soprattutto a causa della caduta dell'impero austro-ungarico, vi partecipava un mag-



gior numero di paesi. Il valore degli scambi internazionali, che era stato spinto all'insù dai prezzi gonfiatisi durante il breve "boom" del 1920, si ridusse nel 1921 quando i prezzi precipitarono. A partire da quel momento esso aumentò di pari passo con il volume, poichè i prezzi rimasero praticamente stabili. Questi crollarono tuttavia dopo la crisi del 1929, sicchè negli anni della grande depressione la flessione in valore fu più pronunciata che quella in volume. Il valore si contrasse da \$70 miliardi nel 1929 a \$27 miliardi nel 1932, ossia di quasi il 60%, il volume del 25%. Nel 1932, il volume era tornato al livello del 1913 e il valore a quello del 1908. La successiva ripresa nel volume e nei prezzi fu abbastanza moderata e alla vigilia della seconda guerra mondiale, tanto il volume che il valore del commercio estero superavano soltanto del 20% il loro livello del 1913.

Dopo il 1946 si ebbe una rinnovata espansione, dovuta quasi interamente alla dilatazione del volume delle transazioni, dato che i prezzi rimasero assai stabili, se si prescinde da un loro notevole aumento provocato nei primi anni dalle penurie postbelliche e dalla crisi coreana del 1951. Dal 1946 al 1968 i saggi annuali di incremento ammontarono al 7% (esattamente due volte quelli registrati nel periodo 1880-1913). Furono un poco inferiori a questo livello (6,7%) nei primi dieci anni e lievemente superiori (7,3%) negli anni dopo la recessione del 1958. Mentre nel 1968 i prezzi del commercio estero superavano di circa il 30% quelli del 1946 (e di circa due volte e mezzo i prezzi del 1938), il volume era cresciuto di quasi sei volte, a prezzi in dollari correnti e di quattro volte e mezzo in termini reali.

Un importante fattore dell'espansione generale degli scambi verificatasi nel 1968 è dato dall'elevata domanda per importazioni negli Stati Uniti e in Ger-

**Principali paesi industriali:
Aumento delle esportazioni verso differenti aree nel 1968**
(basato su valori in dollari).

Paesi esportatori	Esportazioni verso						
	Stati Uniti	Paesi CEE			Regno Unito	Altri paesi	Tutti i paesi
		Germania	Altri paesi	Totale			
	in percentuali rispetto all'anno precedente						
Belgio-Lussemburgo . . .	31	23	17	18	7	6	16
Francia	16	20	14	16	4	8	12
Germania	38	—	17	17	16	8	14
Italia	26	24	19	21	7	13	17
Paesi Bassi	27	22	18	20	11	5	14
Totale paesi CEE	30	22	16	18	10	8	14
Regno Unito*	25	15	6	8	—	3	7
Svezia	15	16	7	10	20	5	9
Svizzera	14	22	11	15	15	15	15
Stati Uniti	—	0	11	7	9	10	9
Canada	25	28	10	11	4	8	19
Giappone	36	34	20	26	23	19	24
Totale	28	18	14	15	11	9	13

* Prodotti e manufatti britannici.

mania che hanno conseguito incrementi del 23 e 17% rispetto all'anno precedente. Gli aumenti di \$6,9 e 2,9 miliardi nelle importazioni di questi due paesi hanno contribuito per quasi metà all'espansione globale delle importazioni mondiali. L'effetto di tale domanda si è fatto sentire in tutte le aree, ma soprattutto nei principali paesi industriali.

Le merci esportate negli Stati Uniti da Germania, Giappone e Unione economica Belgio-Lussemburgo sono cresciute rispettivamente del 38, 36 e 31% e quelle da Canada, Italia, Paesi Bassi e Regno Unito di circa il 25%. La ripresa dell'espansione nell'attività economica in Germania ha avuto il maggiore effetto propulsore su Giappone, Canada, Svizzera e altri paesi della CEE. Le esportazioni verso la Germania da Giappone e Canada sono aumentate, rispettivamente del 34 e 28% e quelle dagli altri paesi della CEE e dalla Svizzera del 22% ciascuna. Nonostante una dilatazione globale del 9% nelle esportazioni, gli Stati Uniti non hanno aumentato affatto le loro vendite alla Germania.

In complesso, le esportazioni dei paesi CEE sono salite del 14% contro il 7% nell'anno precedente; l'Italia e l'UEBL hanno registrato le aliquote più elevate, rispettivamente con il 17 e 16%, e la Francia quella più bassa, con il 12%. Nel 1968 le merci esportate dai paesi EFTA sono cresciute dell'8% contro il 2% l'anno prima. Nel 1967 le esportazioni britanniche avevano subito una flessione, ma lo scorso anno si sono riprese, conseguendo un miglioramento del 7%. I paesi EFTA che nel 1968 hanno registrato i maggiori incrementi nelle proprie esportazioni sono Svizzera, Norvegia e Austria, rispettivamente con il 15, 12 e 10%, mentre la Danimarca è rimasta indietro con il 4%.

Nel 1968 le esportazioni di Stati Uniti, Canada e Giappone sono tutte cresciute con ritmo accelerato, rispettivamente del 9, 19 e 24% (contro 4, 10 e 7% nell'anno precedente). Ma mentre negli Stati Uniti l'espansione delle esportazioni nel 1968 è stata di gran lunga superata da quella delle importazioni, per il Canada e il Giappone si è verificato l'opposto. Difatti, l'incremento nelle importazioni di quest'ultimo paese è passato dal 22 all'11%.

Le esportazioni complessive di Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa si sono dilatate del 4,5% contro un incremento del 7,5% nel 1967. La principale causa di questo andamento è che lo scorso anno le vendite di grano dell'Australia si sono notevolmente ridotte, mentre erano quasi raddoppiate in valore nel 1967. Sono tuttavia aumentate le vendite di minerali e manufatti, sicchè, in complesso, le esportazioni australiane sono lievemente migliorate. Le esportazioni della Nuova Zelanda si sono riprese dalla loro precedente contrazione, dato che l'ininterrotta caduta nei prezzi dei suoi prodotti fondamentali è stata più che compensata da un crescente volume di vendite. Nonostante la contrazione nelle cessioni di oro, le esportazioni del Sud Africa sono salite dell'11,5%, cioè di quasi altrettanto che nel 1967.

I diversi saggi di espansione, registrati nelle esportazioni e importazioni dei paesi, hanno provocato importanti variazioni nelle bilance commerciali. Su base f.o.b., il tradizionale avanzo commerciale degli Stati Uniti, che era dimi-

Bilancio dei pagamenti: Posizioni effettive e variazioni nel 1967 e 1968.

Voci	Anni	Stati Uniti	Canada	Giappone	Paesi EFTA	Paesi CEE ¹
		miliardi di dollari SU				
Bilancia commerciale	1967	3,5	0,6	1,2	- 4,7	4,7
	1968	0,1	1,3	2,5	- 4,5	5,4
Variazione		- 3,4	+ 0,7	+ 1,3	+ 0,2	+ 0,7
Servizi	1967	-	- 1,1	- 1,4	3,3	- 0,3
	1968	0,7	- 1,5	- 1,5	3,7	- 1,2
Variazione		+ 0,7	- 0,4	- 0,1	+ 0,4	- 0,9
Partite correnti	1967	3,5	- 0,5	- 0,2	- 1,4	4,4
	1968	0,8	- 0,2	1,0	- 0,8	4,2
Variazione		- 2,7	+ 0,3	+ 1,2	+ 0,6	- 0,2
Movimenti di capitali (al netto) . . .	1967	- 7,1	0,8	- 0,4	1,2	- 2,5
	1968	- 0,6	0,6	0,1	1,0	- 6,1
Variazione		+ 6,5	- 0,2	+ 0,5	- 0,2	- 3,6
Saldo complessivo	1967	- 3,6 ²	0,3	- 0,6	- 0,2	1,9
	1968	0,2 ²	0,4	1,1	0,2	- 1,9
Variazione		+ 3,8 ²	+ 0,1	+ 1,7	+ 0,4	- 3,8

¹ Compresa le stime provvisorie della BRI per la Francia. ² Sulla base della liquidità.

nuito senza interruzione dal 1964, è praticamente scomparso. Esso è passato da \$3,5 miliardi nel 1967 a \$0,1 miliardi lo scorso anno. L'eccedenza del conto merci del Giappone si è invece accresciuta di \$1,3 e quelle del Canada e dei paesi CEE di \$0,7 miliardi ciascuna. Il deficit dei paesi EFTA si è ridotto di \$0,2 miliardi, nonostante un incremento nel disavanzo britannico.

Il deterioramento del conto merci americano e il miglioramento nelle bilance commerciali del Canada e del Giappone sono stati in parte compensati da movimenti opposti nelle partite invisibili. Conseguentemente, l'avanzo americano in conto partite correnti è sceso da circa \$3,5 a 0,8 miliardi, il disavanzo di \$0,2 miliardi nelle partite correnti del Giappone è stato sostituito da un'eccedenza di oltre \$1 miliardo e il deficit della bilancia corrente del Canada si è ridotto da \$0,5 a meno di \$0,2 miliardi. Per i paesi CEE, considerati come gruppo, l'eccedenza delle partite correnti è diminuita da \$4,4 a 4,2 miliardi, poichè il maggiore avanzo commerciale non è stato sufficiente a compensare l'aumento di \$0,9 miliardi degli esborsi netti nel conto servizi. Nei paesi EFTA, d'altra parte, gli introiti netti dalle partite invisibili sono aumentati di \$0,4 miliardi e il deficit delle partite correnti è passato da \$1,4 a 0,8 miliardi.

Le variazioni nei movimenti di capitali (considerati complessivamente i capitali a lungo e breve termine, nonché errori e omissioni) hanno più che compensato il deterioramento nelle partite correnti degli Stati Uniti e, in parte, compensato il miglioramento in quelle del Canada e dei paesi EFTA. In Giappone e nei paesi CEE, le variazioni nel conto capitali si sono, invece, sommate a quelle verificatesi nelle partite correnti.

Mutamenti nella fisionomia dei movimenti di capitali.

Uno degli sviluppi più sorprendenti avvenuti lo scorso anno nella bilancia dei pagamenti internazionale è stato il mutamento nella fisionomia dei movimenti di capitali. La sua manifestazione più appariscente è stata l'inversione nella posizione degli Stati Uniti, che da principale paese esportatore di capitali privati è diventato un paese importatore. Questo sviluppo è stato accompagnato da variazioni opposte nei conti capitali di diversi paesi europei, quali Francia, Germania e Italia, che hanno registrato deflussi di capitali di cospicua entità.

Il conto capitali privati a lungo termine degli Stati Uniti è passato da un deflusso netto di \$2,3 miliardi nel 1967 ad un afflusso netto di \$1,5 miliardi nel 1968. Inoltre, l'uscita di fondi a breve (compresi errori e omissioni, ma escluse le variazioni nelle passività liquide SU verso detentori esteri non ufficiali) si è ri-

Stati Uniti: Bilancia dei movimenti privati di capitali.

Voci	1964	1965	1966	1967	1968
	milioni di dollari				
Capitali SU					
A lungo termine					
Investimenti diretti	- 2.330	- 3.465	- 3.625	- 3.020	- 2.745
Investimenti in titoli	- 675	- 760	- 480	- 1.265	- 1.280
Crediti dichiarati dal settore non bancario	- 485	- 90	- 110	- 290	- 115
Crediti dichiarati dalle banche	- 940	- 230	335	285	355
Totale	- 4.430	- 4.545	- 3.880	- 4.290	- 3.795
A breve					
Crediti dichiarati dal settore non bancario	- 625	425	- 335	- 470	- 965
Crediti dichiarati dalle banche	- 1.525	325	- 85	- 745	- 100
Totale	- 2.150	750	- 420	- 1.215	- 1.065
Totale uscita	- 6.580	- 3.795	- 4.300	- 5.505	- 4.860
Capitali esteri					
A lungo termine					
Investimenti diretti	- 5	55	85	250	365
Investimenti in titoli	- 85	165*	1.010*	1.470*	4.175
Passività dichiarate dal settore non bancario	- 40	30	180	90	685
Passività dichiarate dalle banche	90	165	190	150	45
Totale	- 40	415	1.465	1.960	5.270
A breve					
Passività dichiarate dal settore non bancario	115	150	295	390	665
Passività dichiarate dalle banche	1.555	130	2.385	1.455	3.935
Totale	1.670	280	2.680	1.845	4.500
Totale entrata	1.630	695	4.145	3.805	9.770
Saldi					
A lungo termine	- 4.470	- 4.130	- 2.415	- 2.330	1.475
A breve	- 480	1.030	2.260	630	3.435
Errori e omissioni	- 860	- 315	- 210	- 530	- 200
Totale	- 5.810	- 3.415	- 365	- 2.230	4.710
Totale escluse le passività liquide	- 7.365	- 3.545	- 2.750	- 3.685	875

* Escluse vendite di titoli SU da parte del Tesoro britannico.

dotta da \$1,4 a 0,6 miliardi. In complesso, il conto capitali privati ha quindi sostituito un'uscita netta di \$3,7 miliardi nel 1967 con un'entrata netta di \$0,9 miliardi nel 1968. Se si tiene poi conto anche delle variazioni nelle passività liquide SU verso detentori esteri non ufficiali, si ha uno spostamento da un deflusso netto di \$2,2 miliardi ad un afflusso netto di \$4,7 miliardi.

Tre sono i fattori principali responsabili dell'importante mutamento che lo scorso anno si è verificato nel conto capitali SU: l'inasprimento dei controlli diretti sui capitali in uscita, la situazione monetaria tesa all'interno del paese, con conseguente aumento dei saggi americani e l'enorme richiesta del resto del mondo di titoli SU.

Negli anni recenti misure intese a contenere il deflusso di fondi attraverso controlli diretti erano state adottate dagli Stati Uniti in diverse occasioni. Le origini di queste misure vanno ricercate nel cospicuo aumento dei deflussi netti di capitali che ebbe inizio alla fine degli anni cinquanta. Esso scaturì dalle favorevoli opportunità di investimento offerte dall'Europa, che stava subendo una rapida espansione in un momento in cui l'attività economica americana era in fase di rallentamento. Dal 1959 al 1964 l'uscita netta di capitali a lungo termine dagli Stati Uniti salì da \$1,6 a 4,5 miliardi e il conto capitali a breve passò da un afflusso netto di \$0,4 miliardi a un deflusso netto di \$2,9 miliardi. Conseguentemente, le partite correnti americane non erano più in grado di provvedere al trasferimento di capitali all'estero.

Allora le autorità americane cominciarono a prendere misure per rallentare il deflusso di capitali. Nel luglio 1963 venne introdotta l'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse su tutti gli acquisti di titoli esteri a lungo termine effettuati da residenti americani nei paesi industriali. Questa misura fu seguita, nel febbraio 1965, dal cosiddetto programma di limitazione volontaria delle uscite di capitali destinati ad investimenti diretti, dall'estensione dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse ai prestiti accordati all'estero per periodi superiori ad un anno da banche e settori non bancari e dall'applicazione di un limite ai nuovi crediti bancari da concedere a non residenti, che non avrebbero potuto superare durante il 1965 il 5% dell'importo di fine 1964. Dopo febbraio 1965, tale programma fu inasprito due volte, in dicembre 1965 e dicembre 1966 e nel gennaio 1968 i controlli sulle uscite di capitali per investimenti diretti sono stati resi obbligatori.

I vari controlli sul deflusso di capitali sono stati sostenuti dal successivo sviluppo dell'economia interna che, alla metà del 1966, in mancanza di restrizioni fiscali, ha portato all'introduzione di assai aspre misure monetarie. La penuria di credito e il programma volontario di restrizioni delle esportazioni di capitali hanno provocato un notevole rallentamento del deflusso di fondi, riducendo il deficit netto del conto capitali privati da \$7,4 miliardi nel 1964 a \$2,8 miliardi nel 1966. Nel 1967 l'espansione economica interna subì una breve battuta d'arresto, si instaurarono condizioni creditizie meno restrittive e il deflusso di fondi aumentò di nuovo; nel 1968, poi, l'insorgenza di un "boom", in un momento in cui il clima nel settore del credito era assai meno teso in alcuni paesi europei, congiuntamente alle limitazioni obbligatorie sulle uscite di fondi desti-

nati a investimenti diretti, ha causato la forte inversione nel conto capitali privati già descritta.

La variazione intervenuta fra il 1965 e 1968 nel conto globale dei capitali privati a lungo termine è dipesa nella misura di soli \$750 milioni dalla flessione dell'uscita netta di fondi SU, mentre nello stesso periodo l'afflusso netto di fondi esteri è cresciuto di \$4,9 miliardi. Una ragione importante di questo andamento è data dal fatto che i controlli sugli investimenti americani diretti hanno avuto l'effetto di spostarne i finanziamenti sui mercati dei capitali esteri invece di ridurre sensibilmente il livello effettivo. E i finanziamenti esteri degli investimenti diretti si sono risolti in un afflusso di fondi esteri a lungo termine.

Il totale degli investimenti diretti SU all'estero passò da \$2,3 miliardi nel 1964 a \$3,6 miliardi nel 1966. Gran parte di questo incremento è stato registrato nei confronti del Canada, che era esente dal programma di restrizioni volontarie; tuttavia, anche gli investimenti diretti in Europa crebbero da \$1.390 a 1.810 milioni. Nel 1967, quando il ritmo dell'attività economica rallentò nel Canada e in diversi paesi continentali, il totale degli investimenti si ridusse a \$3 miliardi. E, nel 1968, l'applicazione di controlli può aver contribuito all'ulteriore flessione nel totale a \$2,7 miliardi.

Il programma di restrizioni obbligatorie, introdotto all'inizio del 1968, ha vietato in modo assoluto l'impiego di fondi americani per investimenti nei paesi sviluppati e ha limitato l'utilizzo dei guadagni conseguiti all'estero con precedenti investimenti al 35 % della media del totale dei fondi investiti nel 1965-66, soprattutto nel caso dell'Europa continentale, al 65 % per gli investimenti in altri paesi sviluppati e al 110 % per gli investimenti nei paesi in fase di sviluppo. Nei paesi continentali dell'Europa occidentale gli investimenti diretti, che erano già diminuiti di \$330 milioni, raggiungendo il livello di \$1.100 milioni nel 1967, sono scesi a \$500 milioni nel 1968 e la loro partecipazione al totale degli investimenti americani diretti si è contratta da oltre il 50 % nel 1964 a meno del 20 %. Gli investimenti diretti in Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa che nel 1967 avevano subito una rapida espansione, sono diminuiti da \$360 a 160 milioni. D'altra parte, gli investimenti diretti nell'America latina sono passati da \$220 milioni nel 1967 a \$610 milioni nel 1968.

Gli investimenti diretti finanziati con crediti a lungo termine ricevuti all'estero sono esenti dai limiti stabiliti e di conseguenza, per poter comprendere pienamente le ripercussioni del programma di limitazioni occorre anche esaminare le variazioni verificatesi nelle passività verso l'estero dei residenti americani. Nel 1966, per esempio, quando gli investimenti diretti toccarono la punta di \$3.625 milioni, circa \$450 milioni furono finanziati con emissioni di capitali all'estero e altri crediti a lungo termine concessi dall'estero ammontarono a \$180 milioni. Nel 1968, essendo il totale degli investimenti diretti sceso a \$2.745 milioni, più di \$700 milioni dei \$2.190 milioni di nuovi titoli emessi all'estero (in gran parte sul mercato delle euro-obbligazioni) sono stati utilizzati per finanziare investimenti diretti; e anche la maggior parte dell'aumento di \$690 milioni nelle passività americane non bancarie a lungo termine è stata probabilmente impiegata per questo scopo.

Gli investimenti americani all'estero in titoli diminuirono considerevolmente nei tre anni successivi all'introduzione dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse. Da una punta di \$1.105 milioni nel 1963 erano scesi, nel 1966, a soltanto \$480 milioni. Nel 1967 e 1968, tuttavia, gli investimenti in titoli si ripresero notevolmente raggiungendo, rispettivamente, il livello di \$1.265 e 1.290 milioni. Difatti, le ripercussioni dell'imposta di conguaglio sulle obbligazioni estere emesse negli Stati Uniti furono limitate, perchè i paesi colpiti dall'imposta contribuirono soltanto con il 35% al totale delle obbligazioni estere emesse nel 1963, anno in cui venne introdotta. Sebbene i nuovi titoli emessi da paesi sviluppati (escluso il Canada) si riducessero a zero, il totale delle emissioni obbligazionarie rimase abbastanza stabile a circa \$1,2 miliardi fino al 1966, per poi salire a \$1,6 miliardi nel 1967 e 1968. Le emissioni canadesi sul mercato americano aumentarono da \$695 milioni nel 1963 a \$1.005 milioni nel 1967, scendendo a \$865 milioni nel 1968. Fra il 1963 e il 1968 i titoli emessi da paesi in fase di sviluppo sono passati da \$100 a 320 milioni e quelli da organizzazioni internazionali da zero a \$390 milioni.

L'introduzione dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse ha manifestato la tendenza a spostare alcuni tipi di debiti esteri contratti negli Stati Uniti dai mercati dei capitali alle banche commerciali. In parte per questa ragione e in parte in seguito all'inasprimento delle condizioni creditizie all'estero, il credito esterno a breve e a lungo termine concesso dalle banche americane aumentò da \$450 milioni nel 1962 a \$2.465 milioni nel 1964. Il programma introdotto nel febbraio 1965 estese l'imposta di conguaglio ai crediti bancari con scadenza a oltre un anno e impose un limite (mutato nel frattempo) all'incremento dei crediti bancari accordati a non residenti. Il programma di limitazioni obbligatorie, emanato nel 1968, precisava che le attività estere delle banche non potevano superare il 103% della consistenza di fine 1964. In complesso, le banche sono rimaste ben al disotto del limite. Al nuovo credito netto a lungo termine da esse concesso, ridottosi da \$940 milioni nel 1964 a \$230 milioni nel 1965, si sostituì un indebitamento netto di oltre \$300 milioni nel 1966 e questa tendenza continuò nel 1967 e 1968. I prestiti esteri a breve delle banche degli Stati Uniti registrarono un incremento di \$1.525 milioni nel 1964 e una riduzione di \$325 milioni nel 1965; ampi margini entro il limite massimo consentirono alle banche di accrescere le loro attività di \$745 milioni nel 1967, ma questo deflusso di fondi a breve è sceso a \$100 milioni nel 1968.

I crediti a lungo termine sull'estero del settore non bancario SU, deducendo un deflusso di \$255 milioni in connessione con il trattato relativo al fiume Columbia stipulato nel 1964, hanno subito scarse variazioni in anni recenti. Il programma di limitazioni si è tuttavia rispecchiato nel movimento delle attività a breve del settore non bancario; in base ad un invito ufficiale a ridurre le eccedenze di averi in contanti all'estero, ad un deflusso di \$625 milioni nel 1964 ha fatto seguito un afflusso di \$425 milioni nel 1965. Da allora, le attività estere a breve delle società hanno ripreso a salire; l'aumento di \$965 registrato nel 1968 riflette peraltro soprattutto il deposito sul mercato dell'eurodollaro dei fondi ricavati da emissioni di euro-obbligazioni.

Come è già stato detto, il principale fattore dell'inversione di tendenza nel conto capitali privati della bilancia dei pagamenti americana è stato l'aumento nell'afflusso di fondi esteri; la partita di gran lunga la più importante è costituita dalle transazioni estere in titoli SU. Queste si spostarono da vendite nette per \$85 milioni nel 1964 ad acquisti netti per \$1.470 milioni nel 1967 e per \$4.175 milioni nel 1968. Fino al 1966 l'incremento di questa partita è parzialmente dovuto all'apparizione sul mercato delle euro-obbligazioni di imprese americane in veste di prenditori di prestiti. Nel 1967 si verificò uno sviluppo ancora più importante. Secondo informazioni del Tesoro degli Stati Uniti, gli investitori esteri che erano stati venditori netti di azioni americane nella misura di \$335 milioni nel 1966, fecero acquisti netti per \$755 milioni nel 1967 portandoli poi a \$2.270 milioni nel 1968 (sembra, tuttavia, che gli importi relativi al 1966 e 1967 comprendano cessioni effettuate dal Tesoro britannico di titoli americani detenuti nel suo portafoglio). Ma anche questa variazione di \$2,6 miliardi, registrata dal 1966, non pone esattamente in rilievo il mutamento nell'atteggiamento degli investitori esteri verso le azioni americane, perchè non tiene conto degli acquisti esteri di obbligazioni convertibili americane. Dopo essere rimaste all'incirca costanti nel 1967, nel 1968 le emissioni di obbligazioni americane all'estero, sia per le limitazioni obbligatorie sia per i saggi d'interesse crescenti all'interno del paese (per la prima volta nel corso del 1968 il costo delle emissioni nazionali ha incominciato ad essere pari o a superare il costo delle emissioni estere) sono passate da \$1.630 a 2.230 milioni; oltre il 75% di queste emissioni era composto da obbligazioni convertibili.

E' difficile spiegare con ragioni puramente economiche l'espansione nella domanda estera di azioni americane. Ciò non di meno, un importante fattore è stato l'accelerazione del progresso economico dal 1965 negli Stati Uniti, che si è rispecchiato nei profitti e ciò in un periodo in cui i margini di profitto delle imprese europee stavano diminuendo. Inoltre, anche la funzione dell'intensa attività dei fondi d'investimento americani in Europa non va sottovalutata. In aggiunta a queste influenze di natura più o meno economica, pure i fattori politici hanno avuto indubbiamente qualche importanza.

Per quanto riguarda altre forme di flussi di capitali verso gli Stati Uniti, l'aumento degli investimenti diretti esteri da circa zero nel 1964 a \$365 milioni nel 1968 sembra essere stato provocato soprattutto dall'accelerata espansione economica americana. D'altra parte, l'incremento nei crediti esteri a breve e a lungo termine concessi al settore SU non bancario da \$75 milioni nel 1964 a \$1.350 milioni è connesso con il programma di limitazione volontaria e con la situazione tesa del credito negli Stati Uniti.

Bilance dei pagamenti.

Nell'Europa occidentale considerata come gruppo la bilancia globale è passata da un saldo attivo di \$1,4 miliardi nel 1967 a uno passivo di \$1,5 miliardi lo scorso anno, a causa esclusivamente di un'inversione di \$3,8 miliardi nella bilancia aggregata dei paesi CEE.

La modesta flessione, nell'avanzo delle partite correnti di questi paesi, da \$4,4 a 4,2 miliardi, è stata il risultato netto di un deterioramento, stimato a \$1,5 miliardi, delle partite correnti della Francia, il quale è stato ampiamente compensato da aumenti di \$1 e 0,4 miliardi nelle eccedenze delle partite correnti dell'Italia e della Germania. Metà circa del peggioramento nelle partite correnti della Francia è dovuto al fatto che l'avanzo della bilancia commerciale è stato sostituito da un disavanzo, mentre nel caso dell'Italia e della Germania l'incremento nell'eccedenza delle partite correnti è da attribuire al conto merci. In Italia, le esportazioni sono aumentate più rapidamente delle importazioni e al trascurabile avanzo commerciale del 1967 ne ha fatto seguito uno di oltre \$1 miliardo, mentre in Germania, malgrado la sensibile ripresa interna, l'eccedenza del conto merci è cresciuta da \$5,2 a 5,7 miliardi. In conto capitali, considerando complessivamente i movimenti di capitali a breve e lungo termine, tutti i paesi CEE hanno registrato un deflusso netto superiore a quello del 1967. Il deflusso globale di fondi è passato, per il gruppo, da \$2,5 a 6,1 miliardi; si stima che la Francia abbia contribuito per quasi la metà all'incremento. L'uscita netta di capitali è cresciuta di circa \$0,8 in Germania e in Italia, e di meno di \$0,2 miliardi tanto nell'UEBL che nei Paesi Bassi. Mentre per la Francia il deflusso di capitali ha avuto un notevole effetto destabilizzatore, in Italia esso ha compensato, in ampia misura, l'avanzo delle partite correnti; in Germania poi l'uscita di fondi a lungo termine (risultato della politica monetaria improntata a facilitazioni seguita dalla Bundesbank) è bastata, da sola, a compensare l'eccedenza delle partite correnti, sicché il saldo attivo di \$0,9 miliardi conseguito nella bilancia dei pagamenti corrisponde all'afflusso netto di capitali a breve. Esso ha assunto in ampia misura la forma di un miglioramento dei termini di pagamento, rispecchiando le aspettative di una rivalutazione del marco e l'incertezza circa altre monete.

Considerati come gruppo, nel 1968 i paesi EFTA hanno ridotto il disavanzo delle partite correnti da \$1,4 a 0,8 miliardi. Due terzi di questo miglioramento sono dovuti ad un'espansione negli introiti netti dalle transazioni invisibili, soprattutto nel Regno Unito, in Norvegia e in Svizzera. In ciascuno di questi paesi gli introiti netti hanno superato lo scorso anno il livello di \$0,9 miliardi. Nel Regno Unito una dilatazione di \$0,3 miliardi ha rispecchiato un aumento dei guadagni derivanti dalla maggior parte delle transazioni invisibili private. In Norvegia e in Svizzera gli introiti crescenti, rispettivamente da noli e interessi e dividendi, hanno rappresentato le principali cause del miglioramento. In Svezia e in Portogallo, d'altra parte, il conto partite invisibili è peggiorato. In quest'ultimo paese il disavanzo commerciale è diminuito di \$30 milioni, riducendosi nel 1968 a \$305 milioni, e l'eccedenza sulle partite correnti è salita da \$30 a 45 milioni. L'afflusso netto di capitali è ammontato a \$95 milioni ed è risultato alquanto inferiore rispetto al 1967; di conseguenza il saldo attivo globale è sceso da \$180 a 140 milioni.

Per l'insieme dei paesi EFTA, l'afflusso netto di capitali, pari a \$1 miliardo, ha uguagliato approssimativamente quello del 1967. Una variazione di oltre \$800 milioni in Svizzera (da un deflusso netto a un afflusso netto) è stata praticamente compensata da variazioni in direzione opposta in Norvegia e nel Regno Unito.

Paesi dell'Europa occidentale: Bilance dei pagamenti.

Paesi	Anni	Saldo commerciale (f.o.b.)	Servizi ¹	Saldo delle partite correnti	Movimenti netti di capitali (entrata +) ²		Saldo complessivo ³
					A lungo termine	A breve termine	
milioni di dollari SU							
Belgio-Lussemburgo . . .	1967	- 125	+ 330	+ 205	+ 50	- 95	+ 160
	1968	- 276	+ 295	+ 20	- 90	- 150	- 220
Francia	1967	+ 150	- 140	+ 10	+ 265	- 310 ⁴	- 35
	1968 ⁵	- 650	- 800	- 1.450	- 300	- 1.400 ⁴	- 3.150
Germania	1967	+ 5.160	- 2.695	+ 2.465	- 795	- 365	+ 1.305
	1968	+ 5.705	- 2.830	+ 2.875	- 2.635	+ 910	+ 950
Italia	1967	- 20	+ 1.620	+ 1.600	- 1.225		+ 375
	1968	+ 1.050	+ 1.590	+ 2.640	- 2.055 ⁴		+ 585
Paesi Bassi	1967	- 505	+ 580	+ 75	- 170	+ 155	+ 60
	1968	- 450	+ 525	+ 75	- 145 ⁶	- 30	- 100
Totale paesi CEE . . .	1967	+ 4.660	- 305	+ 4.355	- 2.490		+ 1.865
	1968	+ 5.390	- 1.220	+ 4.160	- 6.095		- 1.935
Austria	1967	- 545 ⁷	+ 435	- 110	+ 265	+ 55	+ 210
	1968	- 540 ⁷	+ 455	- 85	+ 185	+ 15	+ 115
Danimarca	1967	- 300	+ 140	- 160	+ 95		- 65
	1968	- 300	+ 185	- 115	+ 115		-
Norvegia	1967	- 1.035 ⁷	+ 835	- 200	+ 350	+ 15	+ 165
	1968	- 785 ⁷	+ 950	+ 165	+ 25	- 40	+ 150
Portogallo	1967	- 335	+ 365	+ 30	+ 120	+ 30 ⁸	+ 180
	1968	- 305	+ 350	+ 45	+ 85	+ 10 ⁸	+ 140
Regno Unito	1967	- 1.675	+ 645	- 1.030	- 325	+ 545	- 810
	1968	- 1.910	+ 905	- 1.005	- 95	- 210	- 1.310
Svezia	1967	- 175 ⁷	+ 25	- 150	+ 105	+ 20	- 25
	1968	- 215 ⁷	- 45	- 260	+ 50	+ 165	- 45
Svizzera	1967	- 605 ⁷	+ 845	+ 240	- 125		+ 115
	1968	- 480 ⁷	+ 920	+ 440	+ 710		+ 1.150
Totale paesi EFTA . .	1967	- 4.670	+ 3.290	- 1.380	+ 1.150		- 230
	1968	- 4.535	+ 3.720	- 815	+ 1.015		+ 200
Finlandia	1967	- 180 ⁷	+ 40	- 140	+ 95	- 30	- 75
	1968	+ 25 ⁷	+ 50	+ 75	+ 90	+ 75	+ 90
Grecia	1967	- 675 ⁷	+ 490	- 185	+ 170	+ 30	+ 15
	1968	- 765 ⁷	+ 530	- 235	+ 210	+ 60	+ 35
Irlanda	1967	- 295 ⁷	+ 325	+ 30	- 10		+ 20
	1968	- 375 ⁷	+ 325	- 50	+ 20		- 30
Islanda	1967	- 55	-	- 55	+ 20	+ 10	- 25
	1968	- 50	-	- 50	+ 40		- 10
Spagna	1967	- 1.900	+ 1.320	- 580	+ 460	- 35	- 155
	1968	- 1.730	+ 1.425	- 305	+ 530	- 180	+ 45
Turchia	1967	- 160 ⁷	+ 45	- 115	+ 130		+ 15 ⁹
	1968	- 270 ⁷	+ 45	- 225	+ 200		- 25 ⁹
Totale "Altri paesi" ¹⁰ . .	1967	- 3.265	+ 2.220	- 1.045	+ 840		- 205
	1968	- 3.165	+ 2.375	- 790	+ 1.045		+ 255
Totale complessivo . .	1967	- 3.275	+ 5.205	+ 1.930	- 500		+ 1.430
	1968	- 2.320	+ 4.875	+ 2.555	- 4.035		- 1.480

¹ Compresi i trasferimenti unilaterali. ² Differenza fra il saldo delle partite correnti e il saldo globale. Include errori e omissioni. ³ Pari alle variazioni nelle attività nette ufficiali e nella posizione netta sull'estero delle banche commerciali. ⁴ Compresi regolamenti multilaterali e aggiustamenti. ⁵ Stime provvisorie della BRI. ⁶ Compresi i pagamenti anticipati di debiti ufficiali. ⁷ Importazioni calcolate su base c.i.f. ⁸ Compresi il saldo dei territori portoghesi d'oltremare rispetto all'area non appartenente all'escudo. ⁹ Soltanto attività ufficiali nette.

Circa gli altri sei paesi dell'Europa occidentale, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è stato sostituito da un saldo attivo in Finlandia e in Spagna. La bilancia commerciale della Finlandia da fortemente debitoria è diventata in modesta misura creditoria, mentre la Spagna ha registrato una contrazione nel deficit commerciale e un aumento degli introiti da servizi. Entrambi i paesi hanno svalutato le proprie monete nel 1967 inoltrato. Anche l'Islanda ha svalutato nello stesso periodo, ma, avendo perseguito una politica reflazionistica, le sue importazioni sono cresciute in termini di dollari del 9 %, mentre le importazioni — il 70 % di queste vanno nel Regno Unito — sono rimaste stazionarie. Il disavanzo commerciale è aumentato da \$295 a 375 milioni e la bilancia globale, nonostante una modesta entrata netta di capitali, è passata da un attivo di \$20 milioni ad un passivo di \$30 milioni. Anche in Turchia la bilancia si è mossa da un attivo di \$15 milioni ad un passivo di \$25 milioni, poichè l'afflusso di capitali molto più elevato non è stato sufficiente a coprire il maggiore disavanzo del conto merci. Il peggioramento della bilancia commerciale è dovuto in massima parte alle crescenti importazioni e solo per un quarto circa alla flessione delle esportazioni (soprattutto di tabacco). In Grecia maggiori entrate dai servizi e più ampi afflussi di capitale hanno più che compensato il cresciuto deficit commerciale.

Italia. Nel 1968 l'Italia ha realizzato il quinto consecutivo avanzo nelle partite correnti e nella bilancia globale dei pagamenti. Nel quinquennio 1964-68 le eccedenze sulle partite correnti sono ammontate complessivamente a \$9,2 miliardi e i saldi attivi generali a \$4 miliardi. Nello stesso periodo le esportazioni di capitali (escluse le variazioni nelle posizioni estere delle banche) hanno raggiunto \$5,2 miliardi, oppure oltre \$7 miliardi se si considerano anche le esportazioni nette di fondi da parte delle aziende di credito.

Circa i risultati del 1968, tanto l'avanzo di \$2,6 miliardi nelle partite correnti quanto il disavanzo di \$2 miliardi nei movimenti di capitali (\$2,7 miliardi con le esportazioni di fondi delle banche) hanno avuto ampiezza eccezionale. L'aumento dell'avanzo delle partite correnti è stato determinato esclusivamente dalle variazioni del conto commerciale, il quale dalla posizione di equilibrio del 1967 è passato in attivo (sulla base delle transazioni e f.o.b.) di oltre \$1 miliardo. Le importazioni sono progredite soltanto del 5 % a causa del generale indebolimento della domanda interna, specialmente nella prima parte dell'anno. In effetti si è avuta anche una flessione nell'importazione di generi alimentari, dovuta in parte allo smaltimento delle rimanenze agricole dell'anno precedente; gli acquisti di materie prime e di prodotti semilavorati hanno avuto una modesta espansione, mentre quelli di prodotti finiti sono cresciuti più della media. Per oltre la metà del loro totale le importazioni possono ricondursi a questi tre gruppi: derrate, combustibili e prodotti meccanici, ognuno dei quali ha comportato acquisti per un valore compreso fra \$1,7 e 2,2 miliardi.

Le esportazioni sono state di nuovo lo scorso anno un potente vettore dell'espansione. In presenza di una capacità produttiva non utilizzata relativamente ampia all'interno e di una domanda estera in espansione — dal Regno Unito all'inizio dell'anno, dalla Germania e dalla Francia ad anno inoltrato e dagli Stati Uniti per tutti i dodici mesi — le vendite italiane all'estero sono aumentate di

Italia: Bilancia dei pagamenti.*

Voci	1967	Anno	1968				1968 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Importazioni	8.630	9.050	2.110	2.200	2.210	2.530	.
Esportazioni	8.610	10.100	2.350	2.480	2.470	2.800	.
Saldo	- 20	+ 1.050	+ 240	+ 280	+ 260	+ 270	+ 190
Servizi							
Turismo	+ 1.130	+ 1.110	+ 150	+ 290	+ 460	+ 210	.
Rimesse dei lavoratori	+ 760	+ 850	+ 170	+ 210	+ 220	+ 250	.
Noli e assicurazioni	- 230	- 200	- 90	- 50	- 10	- 50	.
Altri servizi	- 40	- 170	- 30	- 100	- 30	- 10	.
Totale	+ 1.620	+ 1.590	+ 200	+ 350	+ 640	+ 400	+ 290
Saldo delle partite correnti	+ 1.600	+ 2.640	+ 440	+ 630	+ 900	+ 670	+ 480
Movimenti di capitali							
Residenti	- 1.630	- 2.180	- 520	- 580	- 360	- 720	} - 750
Non residenti	+ 610	+ 450	- 30	+ 260	+ 40	+ 180	
Errori e omissioni	- 200	- 320	- 60	- 150	+ 20	- 130	
Totale	- 1.220	- 2.050	- 610	- 470	- 300	- 670	- 840
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 380	+ 590	- 170	+ 160	+ 600	-	- 360

* Sulla base delle transazioni.

\$1,5 miliardi (17%) raggiungendo \$10,1 miliardi. Le esportazioni di prodotti industriali sono state maggiori di circa un quinto. I migliori risultati sono stati conseguiti nella maglieria e calze in fibre sintetiche e nelle calzature in cuoio, rispettivamente con progressi del 38 e 33%: le scarpe vendute all'estero sono state 140 milioni di paia. I ricavi dall'esportazione di queste due categorie sono ammontati complessivamente a circa \$700 milioni, quasi \$200 milioni in più del 1967. Le vendite di autovetture e di parti di ricambio sono pure aumentate di \$200 milioni fino ad un totale di \$900 milioni.

Pari a circa \$1,6 miliardi, i proventi netti dai servizi e trasferimenti unilaterali sono stati praticamente uguali a quelli del 1967, in quanto alle crescenti rimesse dei lavoratori, specialmente dalla Germania, si è contrapposta una flessione dei guadagni netti dal turismo dovuta alle maggiori spese degli italiani per viaggi all'estero. Grosso modo, comunque, le diverse componenti della voce servizi non hanno subito variazioni degne di rilievo. Il turismo e le rimesse dei lavoratori sono rimaste le più importanti fonti di reddito, rispettivamente con \$1.100 e 850 milioni.

E' continuato l'esodo di capitali e nel 1968 le esportazioni nette di essi - principalmente fondi a lungo termine, ma anche a breve e sotto forma di pagamenti differiti - hanno superato \$2 miliardi contro \$1,2 miliardi dell'anno precedente. Saggi d'interesse all'estero più elevati, ampia liquidità interna e anche

altri fattori non del tutto di carattere economico hanno provocato questo deflusso, che è proseguito nel primo trimestre del 1969 raggiungendo un saggio annuale di circa \$3,4 miliardi: ciò ha indotto le autorità ad adottare la serie di misure illustrate a pagina 63.

A parte queste maggiori esportazioni di capitali, i tratti caratteristici dei primi tre mesi del 1969 sono il persistente vigore delle esportazioni di merci, particolarmente verso i paesi CEE e la rinnovata espansione degli introiti netti dai servizi. Le stime per l'intero 1969 indicano un avanzo sulle partite correnti fra \$1,7 e 2,2 miliardi, nell'assunto che le importazioni si sviluppino molto più velocemente delle esportazioni.

In questa prospettiva, il problema della struttura della bilancia dei pagamenti italiana merita alcune considerazioni. Un ragionevole obiettivo per l'Italia in materia di rapporti finanziari con l'estero consiste nel realizzare più o meno l'equilibrio nei movimenti di capitali, con deflussi verso paesi in via di sviluppo compensati grosso modo da afflussi da paesi più avanzati sotto l'aspetto tecnologico. Ma ammesso che questa ipotesi sia valida, come possono essere riequilibrare le partite correnti, quando su di esse influiscono in maniera predominante i servizi, che per loro natura reagiscono poco e lentamente alle sollecitazioni delle autorità responsabili? Non resta che il commercio. E in questo campo, esclusa un'azione diretta per frenare l'ampliamento delle esportazioni, perchè in primo luogo questa colpirebbe proprio le industrie che mostrano il maggiore dinamismo e di solito i più elevati incrementi di produttività, l'onere dell'aggiustamento ricade in massima parte sulle importazioni di merci e quindi sulla domanda interna, e in particolare su quella di beni di investimento, che devono adeguatamente espandersi.

Unione economica Belgio-Lussemburgo. La bilancia globale dei pagamenti si è notevolmente deteriorata fra il 1967 e il 1968, passando da un saldo attivo di \$160 milioni ad uno passivo di \$220 milioni. L'eccedenza sulle partite correnti è quasi scomparsa e si è avuto un ampio deflusso netto di capitali, compresi errori e omissioni. Sulla base delle statistiche doganali, il disavanzo commerciale del 1968, pari a \$170 milioni, è stato circa uguale a quello dell'anno prima.

Durante la primavera dello scorso anno c'è stata una ripresa di natura ciclica, indotta in parte dalla crescente domanda estera e in parte dalla politica governativa. Tanto le esportazioni quanto le importazioni, dopo essere rimaste pressochè stazionarie nel 1967, sono aumentate lo scorso anno del 16%, esclusivamente grazie all'espansione del volume. Poichè nel primo trimestre del 1969 le esportazioni hanno progredito un po' più velocemente e le importazioni un po' più lentamente, in questo periodo si è avuto un avanzo di \$35 milioni, mentre nei corrispondenti mesi del 1968 era stato accusato un deficit della stessa entità. Lo scorso anno le vendite agli Stati Uniti sono aumentate in valore del 31% e quelle agli altri paesi della CEE di oltre il 18% (23% per la sola Germania). Quasi tutte le categorie di prodotti hanno partecipato all'espansione. L'aumento delle importazioni è in larga misura attribuibile a più ampi acquisti di beni strumentali ed è stato particolarmente sensibile nei confronti del Regno

Unione Economica Belgio-Lussemburgo: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1967	Anno	1968			
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merci						
Importazioni	5.800	6.665	1.595	1.615	1.625	1.830
Esportazioni	5.675	6.390	1.500	1.545	1.560	1.765
Saldo	- 125	- 275	- 95	- 70	- 65	- 45
Servizi						
Arbitraggi su merci e lavorazioni per conto	+ 265	+ 240	+ 65	+ 95	+ 40	+ 40
Turismo	- 130	- 130	- 15	- 40	- 70	- 5
Noli	+ 45	+ 35	+ 10	+ 10	+ 15	-
Transazioni governative	+ 75	+ 60	+ 20	+ 25	-	+ 15
Altri servizi	+ 75	+ 90	+ 25	+ 10	+ 40	+ 15
Totale	+ 330	+ 295	+ 105	+ 100	+ 25	+ 65
Saldo delle partite correnti . .	+ 205	+ 20	+ 10	+ 30	- 40	+ 20
Movimenti di capitali						
Autorità pubbliche	- 135	- 60	- 10	- 20	- 15	- 15
Imprese semi-pubbliche*	+ 20	- 10	- 10	-	- 25	+ 25
Privati						
Investimenti esteri nell'UEBL . . .	+ 300	+ 240	+ 60	+ 60	+ 20	+ 100
Investimenti dell'UEBL all'estero .	- 165	- 295	- 65	- 55	- 60	- 115
Altri movimenti	+ 5	-	-	-	-	-
Totale	+ 25	- 125	- 25	- 15	- 80	- 5
Errori e omissioni	- 70	- 115	- 40	+ 40	- 10	- 105
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 160	- 220	- 55	+ 55	- 130	- 90

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

Unito (20%), della Francia (18%) e degli Stati Uniti (16%). Il disavanzo commerciale calcolato sulla base degli esborsi e degli introiti è passato da \$125 a 275 milioni fra il 1967 e 1968 e il suo peggioramento è attribuibile all'allungamento dei termini di pagamento per le esportazioni. Complessivamente i proventi netti da servizi si sono ridotti da \$330 a 295 milioni, compresa una diminuzione di \$25 milioni sugli introiti netti da arbitraggi su merci e lavorazioni per conto terzi.

Sul conto capitali, all'entrata totale netta di \$25 milioni nel 1967 ha fatto seguito nel 1968 un'uscita netta di \$125 milioni. I deflussi di capitali pubblici e semi-pubblici sono diminuiti da \$115 a 70 milioni, mentre i capitali privati hanno avuto un movimento molto più ampio in senso opposto: da un'entrata netta di \$140 milioni ad un'uscita netta di \$55 milioni. La variazione nel conto capitali privati è dovuta soprattutto a maggiori acquisti netti - da \$105 a 265 milioni - di titoli stranieri (specialmente euro-obbligazioni e titoli degli Stati Uniti) da parte di residenti del Belgio. Nello stesso tempo le transazioni in titoli belgi da parte di non residenti sono passate da acquisti netti per \$55 milioni nel 1967 a vendite nette per \$10 milioni lo scorso anno. La flessione del deflusso netto di capitali ufficiali nel 1968 è stata provocata dall'assenza di rimborsi non con-

trattuali sui debiti esteri del governo, che nel 1967 erano stati piuttosto forti. Oltre all'aumento nel totale delle uscite nette di capitali, il deficit sulla voce errori e omissioni è salito da \$70 a 115 milioni.

Paesi Bassi. La bilancia globale dei pagamenti dei Paesi Bassi, che nel 1967 era passata da un saldo negativo di \$40 milioni ad uno positivo di \$60 milioni, è tornata lo scorso anno in passivo per \$100 milioni. Fra il 1967 e il 1968 non vi sono state variazioni nella bilancia delle partite correnti e i deflussi di capitali a lungo termine hanno subito una leggera flessione; pertanto il peggioramento globale del 1968 corrisponde approssimativamente alla modifica del conto dei movimenti di capitali a breve.

La modesta riduzione nelle uscite totali di capitali a lungo termine, da \$170 a 145 milioni, è il risultato netto di più ampie variazioni in opposta direzione dei movimenti di capitali privati e ufficiali. Per quanto riguarda i primi le esportazioni nette sono diminuite da \$150 milioni nel 1967 a \$50 milioni nel 1968. I prestiti a lungo termine delle banche olandesi si sono ridotti da \$65 a

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1967	1968					1969
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Importazioni	7.380	8.235	1.950	1.990	2.015	2.280	2.115
Esportazioni	6.875	7.785	1.860	1.855	1.915	2.155	2.095
Saldo	- 505	- 450	- 90	- 135	- 100	- 125	- 20
Servizi							
Interessi e dividendi . . .	+ 250	+ 195	+ 25	-	+ 85	+ 95	+ 20
Altri servizi	+ 330	+ 330	+ 60	+ 100	+ 75	+ 95	+ 55
Totale	+ 580	+ 525	+ 85	+ 100	+ 160	+ 180	+ 75
Saldo delle partite correnti	+ 75	+ 75	- 5	- 35	+ 60	+ 55	+ 55
Movimenti di capitali							
Titoli olandesi	+ 40	+ 300	+ 5	+ 50	+ 185	+ 60	+ 70
Titoli esteri	- 45	- 265	- 30	- 80	- 65	- 90	- 65
Investimenti diretti . . .	- 105	- 15	+ 25	- 35	- 35	+ 30	- ³
Banche	- 65	- 15	- 15	+ 5	+ 15	- 20	- 5
Altri capitali privati . . .	+ 25	- 55	- 10	+ 20	- 50	- 15	+ 50
Ufficiali	- 20	- 95 ²	- 5	- 5	- 5	- 80 ³	+ 5
Totale conto capitali a lungo termine . . .	- 170	- 145	- 30	- 45	+ 45	- 115	+ 55
A breve	+ 155	- 30	- 10	-	- 30	+ 10	- 20
Totale	- 15	- 175	- 40	- 45	+ 15	- 105	+ 35
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie) . . .	+ 60	- 100	- 45	- 80	+ 75	- 50	+ 90

¹ Sulla base dei conti di cassa. ² Compresi sotto "Altri capitali privati". ³ Compreso un rimborso anticipato di debiti agli Stati Uniti per \$ 65 milioni.

15 milioni e il saldo delle transazioni in titoli è passato da un deflusso netto di \$5 milioni ad un afflusso netto di \$35 milioni. Gli acquisti netti di titoli stranieri dei residenti dei Paesi Bassi sono progrediti notevolmente da \$45 a 265 milioni concorrendo in parte al grande aumento verificatosi nel 1968 negli acquisti di titoli degli Stati Uniti. Ma ciò è stato più che compensato dall'espansione da \$40 a 300 milioni delle vendite di titoli olandesi a non residenti. L'incremento ha avuto forma soprattutto di nuove emissioni all'estero, le quali sono risultate di \$165 milioni superiori al 1967. Durante il 1968 le emissioni olandesi sul mercato delle euro-obbligazioni sono ammontate a \$185 milioni, ivi compresa un'emissione di \$100 milioni della Philips nel terzo trimestre. Le uscite per investimenti diretti netti sono diminuite da \$105 a 15 milioni, mentre gli altri capitali privati (soprattutto crediti), che nel 1967 avevano registrato un'entrata netta di \$25 milioni, hanno accusato un'uscita netta di \$55 milioni. Sul conto dei capitali ufficiali a lungo termine, il deflusso netto è cresciuto da \$20 a 95 milioni, essenzialmente a causa di un rimborso anticipato di \$65 milioni su un debito con gli Stati Uniti. Sul conto capitali a breve si è avuto un rovesciamento fra il 1967 e il 1968: da un afflusso di \$155 milioni si è passati ad un deflusso di \$30 milioni. Ciò è derivato in parte dal fatto che le società olandesi nel 1967 avevano ricevuto rimborsi netti dalle proprie filiali all'estero, mentre l'anno scorso hanno concesso loro nuovi prestiti.

Sulla base dei conti di cassa, l'avanzo delle partite correnti è rimasto lo scorso anno a \$75 milioni, poichè nel 1968 alla riduzione del disavanzo commerciale ha fatto riscontro una pari flessione negli introiti netti delle partite invisibili. Il reddito netto da investimenti è sceso a \$195 milioni, con una riduzione di \$55 milioni, poichè i pagamenti a favore di altri paesi a titolo di interessi e dividendi sono cresciuti più delle corrispondenti entrate dall'estero. Circa gli altri servizi, gli esborsi netti del turismo, dopo una certa flessione nel 1967, hanno ripreso ad aumentare lo scorso anno, mentre dal lato delle entrate sono progrediti i proventi netti da noli e assicurazioni. Nel primo trimestre del 1969 le partite correnti e i movimenti di capitali sono migliorati entrambi sensibilmente, tanto che si è realizzato un saldo attivo globale di \$90 milioni contro un passivo pari alla metà di questo importo nel corrispondente periodo del 1968.

In termini di volume, le esportazioni sono cresciute nel 1968 del 15,5% contro l'8,5% dell'anno precedente: i maggiori saggi di espansione sono stati conseguiti dai prodotti chimici e dai tessili. Le sole vendite alla Germania sono aumentate in valore di \$415 milioni ed hanno costituito quasi la metà dell'incremento totale. Il volume delle importazioni si è dilatato del 12,5%, contro il 6% del 1967. Gli acquisti di beni strumentali, che nell'anno precedente erano leggermente calati, si sono ampliati del 20%; anche l'espansione dei beni di consumo ha registrato un'accelerazione dal 6 al 16%. I prezzi all'esportazione si sono abbassati nel 1968 dell'1% ma poichè quelli all'importazione hanno avuto una caduta del 3%, i termini di scambio sono migliorati.

Spagna. Per la prima volta dal 1964, la bilancia dei pagamenti di base della Spagna ha realizzato lo scorso anno un saldo attivo, per la concomitanza di diversi fattori. Il rallentamento della domanda interna e la vitalità di quella estera,

unitamente alla svalutazione e al programma di stabilizzazione adottato per sostenerla, hanno ridotto il disavanzo commerciale da \$1.900 a 1.730 milioni. I proventi netti dalle partite invisibili sono aumentati di \$100 milioni e gli afflussi netti di capitali a lungo termine di quasi altrettanto: di conseguenza la bilancia di base è passata da un saldo passivo di \$120 milioni ad uno attivo di \$225 milioni e la bilancia globale da uno di \$155 milioni a uno di \$45 milioni.

Le importazioni, sulla base delle statistiche doganali ed espresse in dollari, dopo una contrazione del 3% nel 1967, sono progredite dell'1% lo scorso anno. In effetti nella prima parte del 1968 si sono ridotte, ma dopo la metà dell'anno, e in special modo nell'ultimo trimestre, esse hanno avuto un ampliamento del 14%, in relazione con l'accelerazione dell'attività economica e la ricostituzione di scorte di materie prime. Nel primo trimestre del 1969 questo saggio di espansione si è ridotto al 7%. In valore, gli acquisti dall'estero sono ammontati nel 1968 a \$3.520 milioni: i prodotti alimentari sono diminuiti di \$65 milioni, grazie ai raccolti eccezionali di foraggio, e i beni strumentali di \$80 milioni, poichè gli investimenti interni sono stati piuttosto deboli per buona parte dell'anno. Le importazioni di combustibili, primi fra tutti i prodotti petroliferi, sono cresciute di \$115 milioni o di quasi il 30%. D'altra parte per i combustibili anche le vendite sono aumentate di \$55 milioni o del 70% e hanno rappresentato più di un quarto dell'incremento totale delle esportazioni. In complesso queste hanno raggiunto \$1.590 milioni, con un aumento nell'anno di \$205 milioni, o del 15%. Mentre le vendite di generi alimentari sono diminuite, quelle di manufatti sono progredite del 30%. Nel primo trimestre del 1969 le esportazioni totali sono cresciute del 22%.

I proventi netti dai servizi sono passati da \$1.320 a 1.425 milioni. I guadagni netti dal turismo, in ribasso dal 1965, sono aumentati di \$40 milioni: il numero dei turisti è cresciuto del 10%, mentre le entrate in dollari sono cresciute soltanto del 3% a causa della svalutazione e forse anche di modifiche strutturali nel turismo internazionale. Le rimesse di lavoratori non sono praticamente cambiate rispetto al 1967. Il duplice miglioramento nella bilancia commerciale e nei conti dei servizi ha determinato la riduzione del disavanzo nelle partite correnti da \$580 a 305 milioni.

Le entrate totali di capitali a lungo termine sono aumentate nel 1968 di \$70 milioni, fino a \$530 milioni. L'afflusso netto di capitali ufficiali si è allargato di \$90 milioni e riflette per una metà l'indebitamento all'estero del Tesoro e dell'Istituto nazionale per l'industria. L'entrata netta di fondi privati è leggermente diminuita poichè gli investimenti diretti netti e le transazioni in titoli hanno avuto una contrazione solo in parte compensata da un ampliamento degli investimenti in immobili. Al sensibile aumento dei nuovi prestiti e crediti si è contrapposto un ampliamento dei rimborsi di circa la stessa entità. Nei conti a breve (compresi errori e omissioni) si è avuta un'uscita netta di \$180 milioni, in confronto di un analogo movimento di \$35 milioni nel 1967.

Grecia. Come negli anni precedenti, nel 1968 l'afflusso netto di capitali ha più che compensato il disavanzo delle partite correnti, che pure è aumentato di

\$50 milioni, fino all'importo di \$235 milioni, dato che i proventi degli invisibili non hanno tenuto il passo con la crescente dilatazione delle importazioni. Queste sono passate da \$1.160 a 1.250 milioni, registrando un aumento che per metà è attribuibile ai maggiori acquisti sull'estero, specialmente di beni di consumo, finanziati dai fornitori. Le esportazioni sono ristagnate e negli ultimi due anni si sono mantenute sullo stesso livello di \$485 milioni. Nel 1968 una flessione nelle vendite di tabacco è stata compensata da maggiori esportazioni di minerali e manufatti (le vendite di alluminio, inesistenti fino a quattro anni fa, hanno toccato \$30 milioni). Rispetto al totale, le esportazioni verso la CEE sono passate dal 35 al 39% e quelle verso i paesi dell'Europa orientale dal 18 al 16%, dopo aver rappresentato nel 1965 quasi un quarto delle vendite all'estero complessive. I proventi netti dalle partite invisibili sono cresciuti di \$40 milioni, raggiungendo \$530 milioni: tale incremento è dovuto in massima parte a maggiori entrate da noli. I guadagni dal turismo si sono ampliati rapidamente nei primi anni del decennio, ma hanno subito una contrazione tanto nel 1967 che nel 1968.

L'entrata netta di capitali a lungo termine è aumentata da \$170 a 210 milioni: per metà questa espansione è data da nuovi crediti da parte dei fornitori e per il rimanente da prestiti e investimenti diretti. Nei conti dei capitali a breve, l'afflusso netto è raddoppiato da \$30 a 60 milioni e la bilancia globale dei pagamenti ha avuto un saldo attivo di \$35 milioni contro uno di \$15 milioni nel 1967.

Austria. Nonostante qualche riduzione del disavanzo delle partite correnti e una forte dilatazione dell'indebitamento sull'estero delle autorità pubbliche, il saldo attivo della bilancia globale dei pagamenti è diminuito fra il 1967 e il 1968 da \$210 a 115 milioni a causa di una contrazione molto netta delle entrate sul conto capitali privati.

Lo scorso anno il disavanzo delle partite correnti è sceso da \$110 a 85 milioni. Il deficit del conto merci è rimasto praticamente invariato a \$540 milioni, con importazioni crescenti del 7% ed esportazioni del 10%, mentre i proventi netti dai servizi sono aumentati di \$20 milioni. Dopo una certa riduzione nel 1967, le entrate dal turismo sono progredite da \$395 a 430 milioni. Per contro il sempre maggiore indebitamento austriaco sull'estero e i crescenti saggi d'interesse all'estero hanno gonfiato le uscite nette per redditi da investimenti da \$35 a 55 milioni. Nel primo trimestre del 1969, in confronto al corrispondente periodo dell'anno precedente, il disavanzo commerciale è diminuito da \$165 a 115 milioni, poichè le esportazioni si sono sviluppate più velocemente delle importazioni.

L'entrata netta di capitali privati a lungo termine si è ridotta fra il 1967 e il 1968 da \$145 a soli 5 milioni. Le esportazioni di capitali dall'Austria si sono ampliate di \$75 milioni, soprattutto in seguito a maggiori acquisti di titoli stranieri e a maggiori crediti bancari a lungo termine. Nello stesso tempo è diminuito di \$65 milioni il flusso di capitali a lungo termine verso l'Austria, poichè le imprese nazionali (specialmente del settore dei trasporti) hanno ristretto l'indebitamento da \$145 a 75 milioni. Inoltre è sceso da \$55 a 15 milioni l'afflusso di capitali a breve, ivi compresa la voce errori e omissioni. Nel settore pubblico, l'entrata netta di capitali a lungo termine è passata da \$115 a 180 milioni.

Svizzera. Dopo un periodo di lento sviluppo, l'economia della Svizzera è migliorata a ritmo accelerato a partire dall'autunno 1967, soprattutto sotto la sollecitazione della domanda estera. Nel 1968 le esportazioni sono progredite più velocemente delle importazioni e il disavanzo commerciale si è ridotto da \$605 a 480 milioni. Nello stesso tempo gli introiti netti dai servizi sono cresciuti di circa \$75 milioni, sicchè l'avanzo sulle partite correnti è passato da \$240 a 440 milioni. Poichè il deflusso netto di capitali a lungo termine per transazioni identificate è aumentato fra il 1967 e il 1968 da \$440 a 650 milioni, il deficit della bilancia di base è ammontato a circa \$200 milioni, quasi lo stesso importo dell'anno precedente, ma il saldo attivo globale, grazie a ingenti entrate di capitali non identificati, ha raggiunto \$1.150 milioni, contro \$115 milioni del 1967.

Dopo un progresso nel 1967 del 5% soltanto, le importazioni sono cresciute lo scorso anno del 9% e quelle di beni strumentali in particolare di quasi un quinto. Le esportazioni si sono ampliate del 15%, cioè ad un ritmo doppio rispetto al 1967. Quelle verso i paesi CEE e EFTA, che sul totale hanno rappresentato lo scorso anno quasi il 60%, sono aumentate grosso modo con lo stesso saggio delle esportazioni complessive. Fra i paesi della CEE le vendite alla Germania, dopo una caduta del 5,5% nel 1967, si sono ampliate del 22% e quelle agli altri paesi della comunità in media dell'11%. Nel gruppo EFTA, la Svezia e il Regno Unito hanno intensificato i loro acquisti rispettivamente del 17 e 15%, mentre la Norvegia ha avuto una diminuzione molto lieve. Le esportazioni verso gli Stati Uniti sono aumentate del 14% dopo aver registrato una modesta espansione nel 1967. Nel primo trimestre del 1969 gli acquisti e le vendite all'estero globali hanno continuato a progredire allo stesso saggio del 1968.

I proventi netti dai servizi sono saliti nel 1968 da \$845 a 920 milioni, soprattutto in seguito all'aumento di \$45 milioni nei redditi netti da capitale. Complessivamente questa voce è ammontata lo scorso anno a \$400 milioni, cioè ad un importo corrispondente alle entrate nette dal turismo.

L'aumento delle uscite nette di capitali per transazioni identificate è derivato da una forte espansione degli acquisti svizzeri di azioni di società straniere che sono passati da \$40 milioni nel 1967 a \$335 milioni nel 1968, se si tiene conto anche di quelli operati attraverso fondi comuni d'investimento. Nel 1968 è anche aumentato, da \$210 a 250 milioni, il valore delle emissioni estere sul mercato della Svizzera. Nello stesso tempo i rimborsi da parte di stranieri di prestiti e crediti sono saliti da \$100 a 235 milioni. Le entrate totali nette da transazioni non identificate, pari ad oltre \$300 milioni nel 1967, si sono avvicinate lo scorso anno a \$1,4 miliardi, rispecchiando in larga misura la fuga di capitali dalla Francia.

Danimarca. Nel 1968 la Danimarca si è trovata in buone condizioni per rispondere senza difficoltà interne alla ripresa della domanda estera. La svalutazione della corona danese nel novembre 1967 ha rafforzato la competitività del paese, mentre la pausa nell'attività interna, provocata da misure di politica economica, ha reso disponibili manodopera e mezzi per le produzioni destinate ai mercati esteri. Sulla base delle statistiche doganali, le esportazioni (espresse in corone danesi) sono aumentate lo scorso anno del 12%: di questa aliquota il 10% è attri-

buibile all'incremento del volume delle vendite e il 2% al rialzo dei prezzi. Nello stesso tempo però le importazioni sono cresciute del 10%, di cui il 6% riflette i più alti prezzi — dovuti essenzialmente alla svalutazione e al rincaro del petrolio — e il 4% il maggior volume degli acquisti. E' stato calcolato che il peggioramento nei termini di scambio verificatosi nei primi tre trimestri del 1968 abbia dilatato il disavanzo commerciale di cor.dan. 1 miliardo o di \$135 milioni. Ma poichè questo peggioramento è stato quasi compensato dall'espansione del volume delle vendite (in particolare modo di prodotti industriali, aumentati del 17%) il disavanzo commerciale sulla base delle statistiche doganali è stato di poco superiore al 1967. In entrambi gli anni le statistiche della bilancia dei pagamenti indicano un disavanzo nel conto merci di \$300 milioni. Nel primo trimestre del 1969, tuttavia, il deficit è cresciuto di \$30 milioni rispetto allo stesso periodo del 1968, raggiungendo \$170 milioni, poichè le importazioni sono aumentate più velocemente delle esportazioni.

Nel 1968 le entrate nette da noli sono passate da \$125 a 140 milioni e quelle dalle altre partite invisibili da \$15 a 45 milioni. Mentre le uscite nette a titolo di interessi e dividendi si sono sviluppate in linea con il crescente indebitamento danese all'estero, nel conto del turismo da un disavanzo si è passati a un'ecceденza. La stessa cosa è avvenuta nella voce "Eredità, donazioni e elargizioni", nella quale confluiscono essenzialmente gli aiuti ai paesi in via di sviluppo e che di solito risulta deficitaria. Nel 1967 e 1968 vi figurano pure i proventi realizzati con operazioni valutarie a termine con altri paesi, pari rispettivamente a \$5 e 30 milioni. Grazie al miglioramento del conto dei servizi, il deficit sulle partite correnti si è ridotto lo scorso anno da \$160 a 115 milioni. E poichè ciò ha corrisposto esattamente al volume dell'afflusso netto di capitali, la bilancia globale, in passivo per \$65 milioni nel 1967, è tornata in posizione di equilibrio. Gli investimenti netti diretti in Danimarca sono aumentati di \$35 milioni, raggiungendo così \$100 milioni. Questo incremento è dovuto per intero ai prestiti a lungo termine concessi da società estere alle loro filiali danesi, specialmente nell'industria petrolifera. Lo scorso anno le nuove emissioni di obbligazioni sugli altri mercati da parte del settore pubblico sono ammontate a \$125 milioni, superando quindi di \$40 milioni quelle dell'anno precedente. L'indebitamento del governo centrale ha interessato quasi il 40% delle nuove emissioni, quello delle autorità locali il 30% e quello delle banche ipotecarie oltre un quinto.

Finlandia. Grazie soprattutto ad un rovesciamento del conto merci nel 1968, per la prima volta dal 1959 la Finlandia ha conseguito un avanzo sulle partite correnti. La svalutazione della moneta nell'ottobre 1967 e l'ampio programma di stabilizzazione dell'aprile successivo hanno costituito le premesse per la ripresa delle esportazioni. In effetti lo scorso anno le vendite all'estero hanno rappresentato l'unico valido sostegno della domanda nell'economia finlandese. Esse sono aumentate dell'11% in volume e di quasi il 7% in termini di dollari. I prodotti metalmeccanici hanno avuto i più alti saggi di crescita, seguiti dai prodotti dell'industria del legno e della carta. Le vendite sui mercati occidentali, specialmente dei paesi dell'OCSE, sono aumentate in dollari di circa il 9,5%, mentre quelle ai paesi dell'Europa orientale — che coprono un quinto del totale — sono diminuite di qualche cosa. Le importazioni si sono ridotte di circa il 5% in volume,

in seguito alla debolezza della domanda interna e anche per la sostituzione di alcune merci importate con altre di produzione nazionale: ciò è avvenuto particolarmente nel settore del consumo, dove i prezzi nazionali sono divenuti meno cari di quelli di analoghi prodotti provenienti dall'estero. Gli acquisti di beni strumentali finiti e di beni di consumo sono diminuiti in volume rispettivamente del 16 e 13% e particolarmente netta è stata la riduzione delle importazioni di automobili. Dal confronto su base annua risulta che nel 1968 i termini di scambio si sono deteriorati del 3%. Nel corso dell'anno sono però migliorati poichè il valore unitario delle esportazioni è aumentato e quello delle importazioni è rimasto fermo.

Nel contesto della bilancia dei pagamenti, il conto merci è passato da un deficit di \$180 milioni nel 1967 ad un avanzo di \$25 milioni nel 1968, mentre le entrate dalle partite invisibili sono cresciute da \$40 a 50 milioni, in seguito all'eliminazione del disavanzo sul conto turismo. L'afflusso netto di capitali a lungo termine è stato di \$90 milioni, poco inferiore quindi a quello del 1967. L'utilizzazione di linee di credito a lungo termine è ammontata a \$300 milioni, ma è stata in gran parte bilanciata da maggiori pagamenti di ammortamento e da crediti all'esportazione molto più ampi. Nel conto capitali a breve si è avuto il passaggio da un'uscita netta di \$30 milioni ad un'entrata netta di \$75 milioni.

Svezia. Nel 1968 il saldo passivo della bilancia dei pagamenti è stato di \$45 milioni: si è avuto cioè un aumento molto modesto, poichè il peggioramento del conto delle partite correnti da un deficit di soli \$5 milioni ad uno di \$100 milioni è stato ampiamente compensato dall'inversione dei conti relativi ai movimenti di capitali, i quali sono passati da un deflusso netto di \$20 milioni ad un afflusso netto di \$55 milioni.

Il deterioramento delle partite correnti ha capovolto la tendenza degli ultimi due anni. La forte consistenza della domanda interna aveva spinto nel 1965 a \$400 milioni il disavanzo commerciale, che però nel 1967 si era ridotto a \$175 milioni in seguito al raffreddamento della congiuntura interna, cui si era accompagnata una domanda di merci svedesi a livelli elevati. Nel 1968 lo stesso disavanzo è salito a \$215 milioni, ma soprattutto per effetto delle modificazioni del metodo di rilevazione di tali transazioni.

Nel 1968 gli acquisti e le vendite sull'estero sono aumentati ciascuno del 9%, contro rispettivamente il 3 e il 5% dell'anno precedente. Un quarto dell'incremento delle importazioni è dovuto lo scorso anno ai combustibili minerali e in particolare al petrolio grezzo, i cui acquisti sono aumentati in volume del 50% in risposta alla domanda proveniente dalle raffinerie di nuova costruzione. Le importazioni hanno rispecchiato anche le richieste crescenti di beni di consumo, specialmente di autovetture, e la necessità di ricostituire le scorte andate assottigliandosi nel periodo precedente. Escluse le vendite di navi, soggette ad ampie variazioni da un anno all'altro e comunque diminuite nel 1968, le esportazioni sono aumentate in valore del 10%: quelle di minerali ferrosi e di apparecchiature tipografiche e telefoniche sono cresciute di circa il 20% ciascuna, e quelle di automobili e carta rispettivamente del 13 e 9%. Si sono sensibilmente ampliate

Svezia: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1965	1966	1967	1968
	miliardi di dollari SU			
Importazioni (c.i.f.)	4.375	4.580	4.700	5.120
Esportazioni (f.o.b.)	3.970	4.265	4.525	4.905 ¹
Saldo	- 405	- 315	- 175	- 215
Servizi	+ 150	+ 65	+ 25	- 45
Saldo corrente delle transazioni registrate	- 255	- 250	- 150	- 260
Errori e omissioni nelle partite correnti ² . . .	+ 115	+ 130	+ 145	+ 160
Saldo delle partite correnti	- 140	- 120	- 5	- 100
Capitali a lungo termine	+ 50	+ 145	+ 105	+ 50
Capitali a breve ³	+ 115	+ 70	- 125	+ 5
Totale	+ 165	+ 215	- 20	+ 55
Totale complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 25	+ 95	- 25	- 45

¹ Esclusi \$30 milioni per modificazioni nel metodo di compilazione delle statistiche doganali. ² Stima ufficiale.
³ Soprattutto crediti commerciali ed errori e omissioni nei movimenti di capitale.

Nota: I saldi delle partite correnti e del conto capitali a breve riportati in questa tabella differiscono da quelli indicati nella tabella delle bilance dei pagamenti consolidate per i paesi dell'Europa occidentale a causa del diverso trattamento della partita "Errori e omissioni". Mentre nella tabella sopra riprodotta questa voce è ripartita a seconda della natura delle transazioni (vedansi note 2 e 3), nella tabella delle bilance consolidate è compresa interamente nel conto capitali a breve.

le esportazioni verso la CEE, il Regno Unito e il Nord America, mentre sono rimaste stazionarie quelle verso i paesi nordici, che coprono grosso modo un quarto del totale. Secondo un rapporto ufficiale svedese, il saggio di espansione annuale delle vendite estere della Svezia è stato nel periodo 1963-67 dell'1% al disotto di quello dei paesi OCSE considerati come gruppo. Questo scarto è dipeso per massima parte dalla minore presenza della Svezia sui mercati esteri delle materie prime e delle navi. Le vendite di prodotti manufatti, invece, hanno progredito più velocemente della media OCSE.

La causa principale del peggioramento delle partite correnti nel 1968 è data dall'ulteriore deterioramento della bilancia delle partite invisibili: lo scorso anno infatti si è avuto per la prima volta un deficit di \$45 milioni, mentre nel 1967 si era realizzata un'eccedenza di \$25 milioni. Esclusi i noli, cresciuti di \$15 milioni, tutte le altre voci delle partite invisibili sono peggiorate. Le spese nette da turismo sono aumentate di \$20 milioni e i trasferimenti - aiuti ai paesi in via di sviluppo in primo luogo - di \$15 milioni. La voce "Errori e omissioni" relativa alle transazioni correnti, che riflette ampiamente la sottovalutazione delle entrate in conto merci e servizi, ha mostrato negli ultimi anni la tendenza a dilatarsi. Nel 1967 essa ha praticamente eliminato il disavanzo sulle transazioni correnti registrate, ma lo scorso anno, poichè questo disavanzo è passato da \$150 a 260 milioni, non ha potuto fare altrettanto e il deficit sulle partite correnti è stato di \$100 milioni. Per metà circa esso è stato coperto con entrate nette di capitali. L'afflusso netto di fondi a lungo termine si è ridotto fra il 1967 e il 1968 da \$105 a 50 milioni, soprattutto in seguito ad ampi rimborsi su prestiti privati. Lo scorso anno si è ridotto a zero il deflusso netto di capitali a breve (compresi i movimenti

non identificati e i crediti commerciali) che nel 1967 era ammontato a \$125 milioni. Nel primo trimestre del 1969 il disavanzo sulle partite correnti è ammontato a \$130 milioni, ma anche se questo importo corrisponde esattamente a quello del primo trimestre del 1968, da un anno all'altro è cambiata la struttura della bilancia delle partite correnti. Allora infatti vi era stato un disavanzo commerciale di \$125 milioni e uno sulle voci invisibili di \$5 milioni, mentre adesso il deficit in conto merci è diminuito a \$80 milioni e il disavanzo sulle partite invisibili è salito a \$50 milioni.

Norvegia. Nel 1968 la struttura della bilancia dei pagamenti della Norvegia è stata nettamente diversa da quella degli ultimi anni. Il saldo attivo globale, pari a \$150 milioni, non si è discostato molto dal 1967, ma le partite correnti sono migliorate di \$365 milioni fino a realizzare un'eccedenza di \$165 milioni — la prima negli anni successivi al 1957 — mentre nel conto movimenti di capitali all'entrata netta di \$365 milioni del 1967 si è sostituita una piccola uscita netta di \$15 milioni. Le grosse variazioni nelle partite correnti e nei movimenti di capitali hanno trovato origine in larga misura nell'andamento del settore armatoriale.

Il disavanzo commerciale è sceso da \$1.035 a 785 milioni, con una riduzione di \$250 milioni. Grazie a vendite eccezionalmente elevate di naviglio di seconda mano e a minori acquisti di nuove navi, il deficit del solo settore armatoriale è diminuito da \$310 a 110 milioni. Inoltre il disavanzo sul commercio di merci, escluse le navi, ha avuto una contrazione di \$50 milioni. Sulla base delle statistiche doganali, il saggio di crescita delle importazioni mercantili è sceso dal 7,5 al 4%, a causa in parte della flessione degli investimenti industriali e in parte di un certo indebolimento del consumo e della domanda. Gli acquisti di macchinario sono caduti del 5,5% e sono pure diminuiti quelli di altri manufatti, specialmente prodotti siderurgici e tessili. Le esportazioni di merci, per contro, si sono ampliate del 9%, contro il 5,5% del 1967; per una metà questo aumento è derivato da maggiori vendite di metalli non ferrosi, soprattutto alluminio.

Le entrate nette dai servizi sono progredite di \$115 milioni. I costi dei noli, aumentati nel 1967 a causa della guerra in Medio Oriente, sono alquanto diminuiti lo scorso anno, ma ciò non ha impedito che i relativi introiti norvegesi crescessero da \$800 a 900 milioni, in risposta alla veloce espansione del commercio mondiale.

Nel 1967 l'afflusso netto di capitali a lungo termine — pari a \$350 milioni — si era quasi triplicato, a causa essenzialmente del pesante indebitamento delle società armatoriali. Lo scorso anno tali entrate si sono ridotte ad appena \$25 milioni poichè con la pausa negli acquisti di navi, i nuovi debiti netti degli armatori sono scesi da \$230 a 20 milioni. Inoltre gli investimenti diretti netti in Norvegia sono diminuiti da \$70 a 30 milioni, mentre i prestiti privati netti della Norvegia ad operatori stranieri sono saliti da \$40 a 50 milioni. Per contro, il conto dei capitali delle autorità pubbliche è risultato in equilibrio, soprattutto perchè i rimborsi su prestiti ufficiali sono stati la metà di quelli del 1967. Nel conto dei capitali a breve si è avuto il passaggio da una modesta entrata netta ad un'uscita netta di \$40 milioni.

Canada. La considerevole espansione delle esportazioni verso gli Stati Uniti e il cospicuo aumento dell'afflusso di capitali a lungo termine hanno spinto l'avanzo sulla bilancia di base del Canada da \$740 milioni nel 1967 (un importo senza precedenti nel dopoguerra) a \$1.260 nel 1968, mentre il saldo attivo della bilancia globale, pari a \$440 milioni, è stato superiore di \$100 milioni a quello dell'anno precedente.

Le esportazioni hanno raggiunto \$12,7 miliardi e le importazioni (f.o.b.) \$11,4 miliardi, con aumenti annui rispettivamente di \$2 e 1,3 miliardi, sicchè l'eccezione delle esportazioni si è dilatata di \$750 milioni. Le vendite di autoveicoli, motori e parti di ricambio sono cresciute di \$840 milioni (52%) e i corrispondenti acquisti di \$765 milioni (38%) e in tal modo la partecipazione di questi prodotti al totale delle esportazioni e delle importazioni è aumentata rispettivamente di un quinto e di un quarto. Le vendite di tutte le altre merci sono progredite del 13,5%; quelle di rame, di nichel, di alluminio e di acciaio, gonfiate dalla scarsità provocata dagli scioperi negli Stati Uniti, sono cresciute di oltre \$250 milioni, il legno grezzo e lavorato è aumentato di circa altrettanto, mentre il grano ha subito una flessione di circa \$50 milioni, nonostante un forte aumento delle forniture alla Cina continentale. Gli acquisti, sempre escluso il settore automobilistico, si sono sviluppati del 6%, ma durante l'anno si sono intensificati di pari passo con la crescita della domanda interna. Nel primo trimestre del 1969 le esportazioni e le importazioni totali sono aumentate rispettivamente del 15 e 16% e l'avanzo commerciale è stato quasi uguale a quello dei primi tre mesi del 1968.

Circa le voci delle partite invisibili, il conto del turismo è risultato in equilibrio, dopo un attivo di \$400 milioni nel 1967 connesso con le celebrazioni del centenario. Le uscite nette a titolo di redditi da investimenti sono ulteriormente aumentate, fino a \$900 milioni, mentre le spese nette sulle altre voci sono alquanto diminuite, in parte a causa della riduzione degli aiuti economici ai paesi in via di sviluppo. In tutto, il disavanzo sul conto dei servizi è asceso a \$1,5 miliardi. La riduzione del disavanzo sulle partite correnti da \$500 a 165 milioni trova contropartita nel miglioramento di circa \$400 milioni nei conti con gli Stati Uniti e nel peggioramento di \$100 milioni in quelli verso i paesi europei dell'OCSE.

I movimenti di capitali sono stati lo scorso anno i meno uniformi. L'inasprimento dei controlli diretti del governo degli Stati Uniti sugli investimenti e crediti all'estero, annunciato il 1° gennaio 1968, ha provocato un forte attacco al dollaro canadese e un'uscita netta di \$830 milioni di fondi a breve nel primo trimestre. Dopo la decisione del 7 marzo del governo degli Stati Uniti di esentare da questi controlli gli investimenti americani in Canada, la fiducia è ritornata e nei successivi nove mesi i movimenti di capitali a breve sono stati in equilibrio. Nel secondo trimestre il governo canadese si è indebitato per un importo complessivo di \$235 milioni con Germania, Italia e Stati Uniti ed ha ottenuto altri \$420 milioni mediante emissioni all'estero del settore privato e di alcune autorità provinciali e locali: poichè nello stesso periodo i rimborsi sono stati pari a \$110 milioni, le precedenti perdite di capitali a breve sono state in gran parte compensate dall'entrata netta di fondi a lungo termine. Inoltre è ripreso il flusso

Canada: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1967	1968 ¹				
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	10.635	12.680	3.065	3.150	3.130	3.335
Importazioni	10.095	11.380	2.785	2.735	2.815	3.045
Saldo	+ 550	+ 1.300	+ 280	+ 415	+ 315	+ 290
Servizi						
Interessi e dividendi	- 830	- 900	- 220	- 235	- 230	- 215
Turismo	+ 395	- 5	-	+ 30	- 20	- 15
Altri servizi	- 615	- 560	- 145	- 135	- 135	- 145
Totale	- 1.050	- 1.465	- 365	- 340	- 365	- 375
Saldo delle partite correnti	- 500	- 165	- 85	+ 75	- 70	- 85
Conto capitali a lungo termine						
Nuove emissioni canadesi all'estero (al netto)	+ 890	+ 1.450	+ 270	+ 545	+ 415	+ 220
Operazioni su titoli canadesi già emessi	- 40	+ 35	- 35	+ 20	- 5	+ 55
Operazioni su titoli esteri	- 385	- 430	- 80	- 115	- 125	- 110
Investimenti diretti	+ 490	+ 385	- 70	+ 200	+ 160	+ 95
Altri capitali	+ 285	- 15	+ 20	+ 15	- 85	+ 35
Totale	+ 1.240	+ 1.425	+ 105	+ 665	+ 360	+ 295
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine	+ 740	+ 1.260	+ 20	+ 740	+ 290	+ 210
Conto capitali a breve²	- 395	- 820	- 930	- 130	+ 10	+ 130
Saldo complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	+ 345	+ 440	- 810	+ 610	+ 300	+ 340

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

dall'estero degli investimenti diretti, sicchè l'entrata netta di fondi a lungo termine è ammontata in tutto a \$665 milioni. Nel terzo e quarto trimestre tale importo è sceso rispettivamente a \$360 e 300 milioni, soprattutto a causa della riduzione delle nuove emissioni obbligazionarie all'estero. Per l'intero 1968 l'afflusso netto di capitali a lungo termine è stato di \$1.425 milioni, cioè superiore di \$200 milioni a quello dell'anno precedente. Le nuove obbligazioni collocate all'estero hanno fornito \$1.450 milioni netti, di cui circa \$450 milioni sono affluiti dai mercati dell'Europa continentale. L'espansione di \$560 milioni in questa voce, verificatasi nel corso dell'anno, è stata però in larga misura annullata da un rovesciamento di \$300 milioni negli altri movimenti di capitali a lungo termine (prestiti bancari e crediti all'esportazione) i quali sono passati da una consistente entrata netta ad un'uscita netta di dimensioni limitate. L'afflusso netto sul conto degli investimenti diretti è diminuito di \$100 milioni, in seguito soprattutto ai maggiori investimenti canadesi di questo tipo all'estero. Le variazioni nelle transazioni in titoli hanno avuto la tendenza a compensarsi reciprocamente, poichè vi è stato un aumento di \$80 milioni nelle vendite nette di obbligazioni

e azioni canadesi a non residenti e un aumento di \$45 milioni negli acquisti di titoli esteri da parte di operatori del Canada.

Giappone. Nel 1968 l'economia giapponese ha continuato ad espandersi velocemente (il prodotto nazionale lordo è cresciuto di quasi il 14% in termini reali), realizzando nello stesso tempo un sensibile miglioramento della bilancia dei pagamenti. Questa nel 1966 era attiva per oltre \$300 milioni, nel 1967 è diventata passiva per quasi \$600 milioni e nel 1968 ha dato nuovamente un saldo attivo di \$1.100 milioni. Nel 1967 le condizioni di "boom" del Giappone erano maturate contemporaneamente a un rallentamento di attività nella maggior parte dei paesi industriali, mentre lo scorso anno è stata proprio la crescente domanda dell'estero a spingere in alto le esportazioni; nello stesso tempo è diminuito il saggio di crescita delle importazioni, per effetto in parte delle misure monetarie e fiscali restrittive adottate in precedenza. Queste misure sono state attenuate nella tarda estate del 1968, dopo che la bilancia era ritornata in attivo nel secondo trimestre dell'anno.

Giappone: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1967	1968				1969	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	10.230	12.750	2.570	3.110	3.325	3.745	3.280
Importazioni	9.070	10.220	2.450	2.565	2.480	2.725	2.670
Saldo	+ 1.160	+ 2.530	+ 120	+ 545	+ 845	+ 1.020	+ 610
Servizi							
Noli	- 815	- 860	- 230	- 215	- 195	- 220	.
Interessi e dividendi . .	- 180	- 255	- 60	- 50	- 65	- 80	.
Governo ²	+ 475	+ 550	+ 120	+ 135	+ 135	+ 160	.
Altri servizi	- 830	- 915	- 245	- 225	- 215	- 230	.
Totale	- 1.350	- 1.480	- 415	- 355	- 340	- 370	- 425
Saldo delle partite correnti	- 190	+ 1.050	- 295	+ 190	+ 505	+ 650	+ 185
Conto capitali a lungo termine . . .	- 815	- 250	- 110	- 20	+ 5	- 125	} + 95
Saldo partite correnti e conto capitali a lungo termine	- 1.005	+ 800	- 405	+ 170	+ 510	+ 525	
Conto capitali a breve ³	+ 435	+ 300	+ 160	+ 50	+ 30	+ 60	
Totale complessivo (= variazioni nelle partite monetarie)	- 570	+ 1.100	- 245	+ 220	+ 540	+ 585	+ 280

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

Le importazioni, così come vengono rilevate nella bilancia dei pagamenti, sono progredite di quasi il 13% nel 1968, contro il 23% dell'anno precedente: la flessione è stata provocata essenzialmente da ridimensionamenti delle scorte nella prima metà dell'anno e dalla diminuzione degli acquisti di ferro e acciaio

ottenuta grazie all'incremento della capacità produttiva dell'industria siderurgica nazionale. Nel primo trimestre del 1968 le importazioni sono state superiori del 18 % rispetto al corrispondente periodo dell'anno prima e nei restanti nove mesi hanno avuto una dilatazione dell'11 %. Le esportazioni si sono ampliate di quasi il 25 % nel corso di tutto l'anno (contro il 6 % del 1967) e il loro saggio di crescita si è raddoppiato fra il primo e l'ultimo trimestre, passando dal 15 al 32 %. In cifre assolute, l'avanzo commerciale è passato da \$120 milioni nel primo trimestre a \$1 miliardo nel quarto e si è ragguagliato a \$2,5 miliardi nell'intero 1968.

Sulla base delle statistiche doganali, le vendite agli Stati Uniti e alla Germania sono aumentate rispettivamente del 36 e 34 %, e quelle al Regno Unito del 23 %. Insieme questi tre paesi hanno coperto quasi la metà dell'espansione delle esportazioni giapponesi. Le forniture a paesi dell'Asia sud-orientale, che nel 1967 erano dello stesso ordine di grandezza di quelle riguardanti gli Stati Uniti, sono salite del 24 %. Le vendite di macchinari e attrezzature sono cresciute del 29 % - all'interno di questo gruppo i motoveicoli hanno avuto un aumento del 64 % - e quelle di prodotti tessili soltanto del 16 %.

Il disavanzo strutturale nelle partite invisibili è cresciuto di \$130 milioni, raggiungendo \$1.480 milioni: la maggiore variazione in più, pari a \$75 milioni, si è avuta nella voce relativa ai pagamenti di interessi e dividendi. Le spese nette dei trasporti sono aumentate soltanto di \$45 milioni (nel 1967 l'aumento era stato di \$200 milioni) in relazione alla più modesta espansione delle importazioni dello scorso anno. La bilancia delle partite correnti è passata da un deficit di \$190 milioni ad un avanzo di \$1.050 milioni: quest'ultima cifra è inferiore di \$200 milioni alla punta massima toccata nel 1966. In confronto al corrispondente periodo del 1968, si è avuta nel primo trimestre del 1969 un'inversione di segno anche nella bilancia delle partite correnti; questa si è mossa da un disavanzo di \$300 milioni ad un'eccedenza di quasi \$200 milioni, grazie esclusivamente all'ampliamento dell'avanzo sul conto merci.

L'uscita netta di capitali a lungo termine, dopo aver superato \$800 milioni nei precedenti due anni, si è ridotta bruscamente a \$250 milioni nel 1968, in seguito ad un cospicuo aumento delle entrate di capitali esteri. L'indebitamento a più lunga scadenza delle società giapponesi presso istituti finanziari di altri paesi è salito da \$60 a 480 milioni e gli acquisti esteri di titoli nazionali - i cui prezzi erano scesi a livelli piuttosto bassi nel 1967 - sono passati da \$70 a 230 milioni. L'entrata netta di capitali a breve si è ridotta da \$435 a 300 milioni. Mentre l'afflusso netto di capitali di questo tipo identificati - soprattutto crediti commerciali - si è ridotto di circa \$300 milioni, il conto delle transazioni non identificate è migliorato di \$170 milioni, passando su base netta da un'uscita ad un'entrata.

IV. ORO, RISERVE MONETARIE E TASSI DI CAMBIO.

Produzione aurifera, mercati dell'oro e riserve auree.

Dopo aver registrato una notevole contrazione nel 1967, nell'anno successivo la produzione aurifera mondiale (esclusa quella dell'URSS, di altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) ha ripreso a crescere moderatamente, di 250.000 once, raggiungendo il livello di 40,4 milioni di once. L'espansione della produzione è dovuta essenzialmente al Sud Africa, dato che la produzione complessiva del resto del mondo occidentale ha continuato a ridursi.

Produzione mondiale di oro.

Paesi produttori	1929	1940	1946	1953	1964	1965	1966	1967	1968
peso, in migliaia di once di fino									
Sud Africa	10.412	14.046	11.927	11.941	29.137	30.540	30.869	30.535	31.169
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	3.835	3.606	3.319	2.962	2.688
Stati Uniti	2.059	4.870	1.575	1.958	1.456	1.705	1.803	1.565	1.533
Australia	427	1.644	824	1.075	964	878	917	901	815
Ghana	208	886	586	731	865	755	684	763	727
Giappone	335	867	40	258	460	519	555	678	614
Filippine	163	1.121	1	481	426	437	454	491	500
Colombia	137	632	437	437	365	319	281	258	240
Messico	655	883	420	483	210	216	214	183	145
Totale	18.324	30.282	18.659	21.420	37.718	38.975	39.098	38.256	38.431
Altri paesi ¹	2.016	7.178	2.771	2.840	2.452	2.185	2.104	1.914	1.989
Produzione mondiale (stima) ¹	18.340	37.460	21.430	24.260	40.170	41.140	41.200	40.170	40.420
milioni di dollari SU									
Stima della produzione mondiale a \$35 per oncia di fino	640 ²	1.310	750	850	1.405	1.440	1.440	1.405	1.415

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

Dopo una flessione di 330.000 once nel 1967, la produzione sudafricana è cresciuta di 630.000 once nel 1968, toccando una nuova punta di quasi 31,2 milioni di once. L'incremento sarebbe stato alquanto più cospicuo se negli ultimi due mesi dell'anno la miniera di West Driefontein, la più grande del Sud Africa, non avesse sospeso temporaneamente la produzione. Durante l'anno sono state aperte tre miniere nuove, che hanno fatto aumentare la produzione globale di 860.000 once; inoltre, la produzione di altre miniere situate nelle zone minerarie più recenti è cresciuta di 440.000 once, mentre quella delle zone minerarie meno recenti è invece diminuita di 670.000 once.

Come negli anni precedenti, i profitti per oncia di oro hanno continuato a flettersi. Nelle zone minerarie più recenti, la cui aliquota sul totale della produzione sudafricana è passata dall'82 all'85 %, l'utile è diminuito da \$15,45 a

14,95 per oncia (esclusi i profitti derivanti dall'uranio). Data l'espansione della produzione, gli utili globali sono tuttavia aumentati da \$388 a 395 milioni. Nelle zone minerarie meno recenti, la media dei profitti, per oncia di oro, si è ridotta da \$3,55 a 2,60 e il totale degli utili è diminuito da oltre \$16 milioni a meno di \$11 milioni; sette delle diciassette miniere di questo gruppo lavoravano in perdita. Nel 1968, il governo del Sud Africa ha introdotto una nuova regolamentazione in base alla quale le miniere che altrimenti avrebbero dovuto chiudere entro otto anni potranno ricevere assistenza dallo stato sotto forma di riduzioni tributarie o sussidi governativi.

Nel 1968, la produzione aurifera del Canada, il secondo paese produttore di oro del mondo occidentale, si è contratta di altre 275.000 once ed è ammontata soltanto a circa il 60% della punta toccata nel 1961. La produzione degli Stati Uniti, circa un terzo della quale è ricavata come prodotto secondario del rame, ha subito le ripercussioni degli scioperi proclamati nella prima parte dell'anno nell'industria del rame ed è stata di 50.000 once inferiore al livello del 1967. Anche la produzione globale degli altri paesi produttori di oro ha registrato una flessione di 60.000 once.

Per quanto riguarda gli usi dell'oro, la situazione è bruscamente mutata in seguito alla sospensione delle operazioni del Consorzio dell'oro avvenuta nel marzo 1968. Durante i sei mesi dall'ottobre 1967 al marzo 1968, le vendite ufficiali sul mercato dell'oro, effettuate per impedire al prezzo di superare il livello di \$35,20 all'oncia, avevano comportato una riduzione negli averi ufficiali in oro, detenuti dai paesi del mondo occidentale, pari a \$2.720 milioni (calcolato a \$35 l'oncia). Poichè si può ritenere che, nello stesso periodo, la produzione di metallo nuovo sia ammontata a circa \$700 milioni, ciò significa che tenuto conto degli acquisti da parte dei paesi non appartenenti al mondo occidentale, calcolati in circa \$300 milioni nei medesimi sei mesi, l'assorbimento non monetario di oro è stato di \$3,1 miliardi. Di questo importo, non più di circa \$650 milioni sono da attribuire ad usi industriali correnti e a forme di risparmio tradizionale, di modo che la rimanenza di \$2,5 miliardi sembra essere costituita da acquisti speculativi o allo scopo di proteggersi da eventuali deprezzamenti monetari. Questi

Fonti e usi dell'oro (stime).

	1965	1966	1967 gennaio- settembre	Ottobre 1967- marzo 1968	1968 aprile- dicembre
	milioni di dollari SU				
Produzione di oro	1.440	1.440	1.060	705	1.060
Vendite dell'URSS	550	—	—	—	—
Totale	1.990	1.440	1.060	705	1.060
Variazioni nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale	220	— 45	— 230	— 2.720	655
Altri usi	1.770 ¹	1.485 ²	1.290	3.425 ³	405

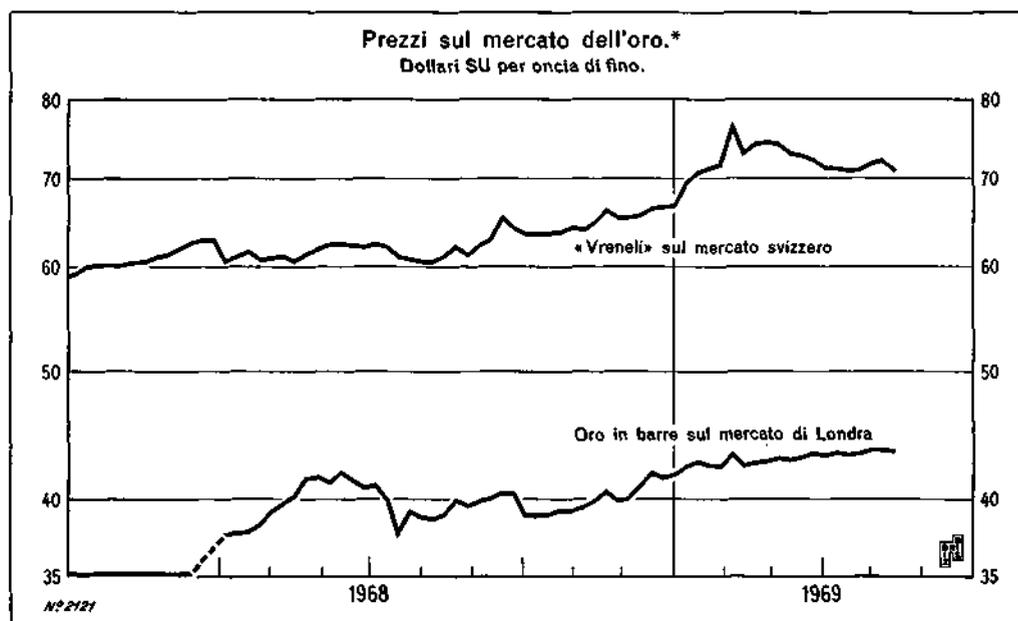
¹ Compresi acquisti da parte della Cina per \$150 milioni (stima). ² Compresi acquisti da parte della Cina per \$75 milioni (stima). ³ Compresi acquisti da parte di paesi non appartenenti al mondo occidentale per \$300 milioni (stima).

averi eccezionali, detenuti dal pubblico, hanno rappresentato un importante fattore della situazione di mercato nei restanti mesi del 1968, quando la domanda e l'offerta non sono più state tenute in equilibrio dalle cessioni di metallo prelevato dalle riserve auree ufficiali.

A partire dal secondo trimestre del 1968, la situazione si è capovolta rispetto a quella del periodo ottobre 1967-marzo 1968. A causa, principalmente, della modesta quantità di metallo che il Sud Africa ha ceduto al mercato dopo il marzo 1968, negli ultimi tre trimestri del 1968 le riserve auree mondiali sono cresciute di \$655 milioni. Si può ritenere che il nuovo oro giunto sul mercato durante gli ultimi nove mesi del 1968 sia ammontato a non più di circa \$400 milioni (calcolato al prezzo ufficiale di \$35 per oncia di fino) ivi compreso oro proveniente dal Sud Africa per un importo pari a circa \$170 milioni. Siccome questo importo era assai inferiore alla quantità di metallo necessaria per soddisfare gli usi industriali correnti, deve aver avuto luogo un considerevole detesoreggiamento di oro. Sembra, inoltre, che un'aliquota consistente degli acquisti speculativi di oro effettuati dal pubblico fra l'ottobre 1967 e il marzo 1968 sia stata rivenduta a investitori meno provvisori.

Per quanto riguarda il comportamento del mercato dell'oro dopo la sospensione delle operazioni di sostegno, si possono distinguere due periodi principali. Durante il primo di essi, cioè dalla metà di marzo alla fine di ottobre 1968, il prezzo di mercato dell'oro ha presentato sensibili fluttuazioni, ma nessuna tendenza netta. Nel secondo periodo, ossia dall'ottobre 1968 al marzo 1969, il prezzo ha mostrato una persistente tendenza a crescere, mentre, in pari tempo, le sue fluttuazioni hanno avuto un'ampiezza assai minore.

Nei giorni immediatamente successivi alla sospensione delle vendite ufficiali di oro, le quotazioni sul mercato di Zurigo sono salite a quasi \$45 per oncia;



* Dati del mercoledì (scala semilogaritmica).

alla riapertura del mercato dell'oro di Londra, avvenuta il 1° aprile 1968, il prezzo oscillava intorno a \$37,80. In seguito poi alla prospettiva dell'inizio di negoziati per la pace nel Vietnam sono stati notati sintomi di un'ulteriore flessione. Tuttavia, una dichiarazione del governo del Sud Africa che per il momento non sarebbero state effettuate vendite di oro al mercato, ha provocato il rafforzamento dei prezzi nella seconda settimana di aprile. Il movimento ascendente è stato poi alimentato dalla debolezza del dollaro, nonché dallo scoppio della crisi francese. Nella seconda metà di maggio, il prezzo sul mercato di Londra, al momento della "determinazione", ha toccato la punta di oltre \$42 l'oncia e, sebbene l'introduzione di controlli valutari in Francia abbia contribuito a isolare alquanto il mercato dagli sviluppi verificatisi in tale paese, la persistente debolezza della sterlina ha fatto sì che il prezzo sia rimasto relativamente alto fino all'inizio di luglio. L'annuncio, a quel momento, che si stavano negoziando nuovi accordi di sostegno per la sterlina, ha tuttavia provocato un notevole ribasso del prezzo dell'oro, che, il 17 luglio, è sceso al minimo di \$37,80. Le speranze che venissero riprese le vendite sudafricane sembrano pure avere contribuito al mutamento del clima esistente sul mercato, ma la smentita resa pubblica il 18 luglio dal Ministro delle finanze del Sud Africa ha causato una nuova fase di fermezza del prezzo. In seguito agli eventi accaduti in Cecoslovacchia nella seconda metà di agosto, le quotazioni hanno raggiunto, ad un certo momento, il livello di \$40 e nella prima metà di settembre hanno continuato a salire, in conseguenza, in parte, dell'abolizione dei controlli valutari francesi. L'aspettativa che il Sud Africa mutasse la sua politica relativa all'oro al tempo dell'assemblea generale del FMI ha condotto successivamente ad un lieve indebolimento del prezzo, che per tutto l'ottobre si è aggirato su \$39.

A partire da novembre, tuttavia, il prezzo dell'oro ha ripreso la sua tendenza ascendente, provocata non tanto dall'ampiezza della domanda, quanto dalla mancanza di venditori. Dapprima la nuova ripresa delle quotazioni è stata, in parte, il riflesso della crescente perturbazione sul mercato dei cambi ma, a causa, forse, di vendite effettuate dal Sud Africa, anche quando la crisi valutaria ebbe toccato il suo apice (nella seconda metà di novembre), le quotazioni sono rimaste ben al disotto del livello raggiunto in maggio. Le congetture circa un possibile mutamento di rotta nella politica americana dell'oro da parte della nuova Amministrazione hanno contribuito all'ininterrotto movimento ascendente del prezzo in dicembre e, verso la metà di gennaio, esso ha incominciato a superare \$42,50, il massimo livello raggiunto dalla sospensione delle operazioni del Consorzio dell'oro. E nella seconda settimana di marzo 1969 le quotazioni hanno toccato una nuova punta di \$43,82, essendo la domanda stimolata dalle incertezze circa il franco francese. Dopo questa data la quotazione si è indebolita alquanto, ma sebbene le nuove perturbazioni sul mercato dei cambi all'inizio di maggio abbiano avuto scarsi effetti sulle quotazioni, alla metà di maggio il prezzo, al momento della "determinazione" sul mercato di Londra, era di circa \$43,50, cioè aveva superato di \$5,50 il prezzo al quale il mercato aveva riaperto nell'aprile 1968.

Dall'aprile 1968, le quotazioni delle monete d'oro hanno presentato un andamento alquanto analogo a quelle dell'oro in barre, sebbene in molti casi l'aumento sia stato assai maggiore. Al momento della riapertura del mercato

dell'oro a Londra, nell'aprile 1968, le quotazioni per la moneta da 20 franchi svizzeri (marengo svizzero = "Vreneli"), espresse in dollari per oncia, avevano superato di poco \$60, essendo cresciute di circa \$5 per oncia di fino nei dodici mesi precedenti. Durante i primi mesi di funzionamento del duplice sistema, tuttavia, e nonostante la crisi francese, il prezzo del "Vreneli" è aumentato relativamente meno di quello dell'oro in barre. Nell'agosto 1968 ha avuto inizio un movimento ascendente che, all'inizio del febbraio 1969, ha portato le quotazioni ad una punta equivalente a circa \$76 per oncia di fino. Successivamente le quotazioni si sono lievemente indebolite e alla metà di maggio 1969 il prezzo era equivalente a circa \$71 per oncia di fino.

Dopo aver subito una flessione da circa \$41,6 a 40,2 miliardi nel primo trimestre, le riserve auree ufficiali erano risalite a circa \$40,9 miliardi alla fine del 1968, quando hanno raggiunto un livello di poco inferiore a quello di fine 1961.

Come era da attendersi, la riduzione di \$1.370 milioni nelle riserve auree ufficiali dei paesi del mondo occidentale, registrata nel primo trimestre del 1968, è stata sopportata soprattutto dai paesi che hanno partecipato attivamente al Consorzio dell'oro. Difatti, nel predetto trimestre, le riserve auree complessive di questi sette paesi si sono contratte di \$2.045 milioni. Di questo importo, \$180 milioni hanno costituito vendite nette di oro da parte degli Stati Uniti, escluse quelle effettuate ai membri attivi del Consorzio; inoltre, durante il trimestre praticamente l'intera riduzione di \$280 milioni nella posizione negativa a pronti della BRI ha trovato la sua contropartita nella contrazione delle riserve auree combinate di questi sette paesi. Perciò, escludendo queste due partite, la perdita di oro che i sette paesi hanno dovuto sopportare in seguito alle loro vendite di mercato attraverso il Consorzio dell'oro, può essere calcolata in circa \$1,6 miliardi durante il primo trimestre del 1968.

Nel primo trimestre del 1968, le riserve auree degli Stati Uniti hanno registrato una riduzione di \$1.365 milioni, di cui \$53 milioni sono stati assorbiti per usi industriali interni e la rimanenza da autorità monetarie estere. Le cessioni al solo Regno Unito sono ammontate a \$900 milioni, importo che, grosso modo, può essere ritenuto pari al contributo americano al Consorzio dell'oro per il trimestre. Altri paesi dell'Europa occidentale hanno acquistato oro dagli Stati Uniti per un totale di \$295 milioni; a questo importo i paesi membri del Consorzio hanno contribuito con \$283 milioni, ivi compresi acquisti dell'Italia, per \$184 milioni, dei Paesi Bassi, per \$49 milioni, del Belgio e della Svizzera, per \$25 milioni ciascuno. Durante il trimestre, il totale netto delle vendite americane di oro ad altri paesi è ammontato a \$122 milioni.

Tutti gli altri paesi, membri attivi del Consorzio dell'oro, con l'eccezione del Regno Unito, hanno sopportato perdite nelle proprie riserve auree durante il primo trimestre del 1968, ma le uniche due riduzioni, veramente consistenti, sono state registrate dalla Svizzera (\$485 milioni) e dalla Germania (\$255 milioni). Mentre la contrazione nelle riserve auree della Germania può essere attribuita alla sua partecipazione al Consorzio, la riduzione in quelle della Svizzera ha rispecchiato soprattutto la liquidazione di riporti su oro effettuati con la BRI. L'aumento di \$200 milioni nelle riserve auree del Regno Unito comprendeva

Riserve mondiali di oro.

Paesi o aree	Variazioni nel				Averi a fine 1968
	1966	1967	1968 gennaio- marzo	1968 aprile- dicembre	
	milioni di dollari SU				
Stati Uniti	- 570	-1.170	-1.365	+ 190	10.890
Regno Unito	- 325	- 650	+ 200	- 20	1.475
Europa occidentale continentale	+ 250	+ 150	- 860	+ 185	20.410
<i>Belgio</i>	- 35	- 45	- 60	+ 105	1.525
<i>Francia</i>	+530	- 5	-	-1.360	3.875
<i>Germania</i>	-120	- 65	-255	+ 570	4.540
<i>Irlanda</i>	-	-	+ 10	+ 40	80
<i>Italia</i>	+ 10	- 15	- 25	+ 550	2.925
<i>Paesi Bassi</i>	- 25	- 20	- 55	+ 45	1.695
<i>Portogallo</i>	+ 70	+ 55	+ 10	+ 145	855
<i>Svezia</i>	-	-	-	+ 20	225
<i>Svizzera</i>	-200	+250	-485	+ 20	2.625
<i>Altri paesi</i>	+ 20	- 5	-	+ 50	2.065
Canada	- 105	- 30	- 40	- 115	865
Giappone	-	+ 10	+ 5	+ 15	355
America latina	- 70	+ 15	+ 5	+ 30	1.035
Medio Oriente	- 55	+ 95	+ 150	+ 120	1.090
Altri paesi dell'Asia	- 25	+ 60	+ 15	+ 25	750
Altri paesi dell'Africa	+ 210	+ 105	+ 175	+ 565	1.620
<i>Sud Africa</i>	+210	- 55	+160	+ 500	1.245
Altri paesi	+ 5	+ 15	+ 35	+ 100	430
Totale per tutti i paesi	- 685	-1.400	-1.680	+1.095	38.920
Istituzioni internazionali	+ 640	- 180	+ 310	- 440	1.970
<i>BRI</i>	+135	-200	+280	- 5	-350
<i>Fondo europeo</i>	- 10	- 10	-	- 10	30
<i>FMI</i>	+515	+ 30	+ 30	- 425	2.290
Totale complessivo	- 45	-1.580	-1.370	+ 655	40.890

oro ricevuto da altri paesi aderenti al Consorzio a regolamento degli interventi che la Banca d'Inghilterra ha compiuto sul mercato per conto del Consorzio durante l'ultimo trimestre del 1967.

Nei mesi gennaio-marzo 1968, le riserve auree di paesi non membri attivi del Consorzio dell'oro sono cresciute di \$365 milioni. Gli averi del Sud Africa hanno registrato un incremento di \$160 milioni e quelli dei paesi del Medio Oriente di \$150 milioni (di cui \$74 milioni sono affluiti al Libano), mentre le riserve auree del Canada hanno subito una perdita di \$40 milioni, importo che corrisponde in misura abbastanza precisa alla cessione di oro agli Stati Uniti per un ammontare pari a \$50 milioni.

L'aumento di \$655 milioni, che le riserve auree ufficiali dei paesi del mondo occidentale hanno registrato nei rimanenti nove mesi del 1968 è essenzialmente dovuto al Sud Africa che, grazie al favorevole andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e alle importazioni di imponenti capitali, ha potuto assorbire nelle riserve oro della propria produzione corrente per l'importo di \$500 milioni. Inoltre, agli acquisti di oro dal Sud Africa è praticamente dovuto l'intero aumento di \$145 milioni nelle riserve auree del Portogallo. A prescindere da questi due paesi, negli ultimi nove mesi del 1968, le riserve auree mondiali

sono aumentate soltanto di \$10 milioni; le fluttuazioni abbastanza ampie che si sono verificate negli averi di alcuni paesi sono pertanto il riflesso di una redistribuzione di riserve già esistenti, comprese quelle delle istituzioni internazionali.

Fra i principali paesi industriali, quelli che durante questi nove mesi hanno registrato i maggiori incrementi negli averi ufficiali sono Germania (\$570 milioni), Italia (\$550 milioni), Stati Uniti (\$190 milioni) e Belgio (\$105 milioni). D'altra parte, gli averi ufficiali della Francia si sono ridotti di \$1.360 milioni e quelli del Canada di \$115 milioni. L'incremento delle riserve auree nel caso di Germania, Italia e Belgio è costituito, rispettivamente, per \$185, 144 e 56 milioni da cessioni di metallo effettuate dal FMI in connessione con i prelievi da parte del Regno Unito e Francia presso il Fondo nel giugno 1968. Il resto dell'incremento per Germania e Italia proviene soprattutto da vendite francesi.

Le cessioni di oro della Francia hanno anche accresciuto di \$600 milioni le riserve auree degli Stati Uniti, mentre le vendite di Regno Unito e Paesi Bassi hanno ulteriormente aumentato queste ultime di \$95 milioni. In pari tempo, gli Stati Uniti hanno però ceduto oro per \$155 milioni a diversi paesi europei; le vendite a paesi extra-europei sono inoltre continuate con ritmo più intenso che in qualsiasi anno precedente: \$235 milioni sono andati all'Asia e \$100 milioni al resto del mondo. Il grosso delle transazioni eseguite con i paesi extra-europei ha avuto luogo nel secondo e terzo trimestre dell'anno, quando i paesi appartenenti all'area della sterlina hanno compiuto acquisti per un totale di \$175 milioni. Nell'ultimo trimestre del 1968, in seguito all'entrata in vigore degli accordi che garantivano la parità di cambio dei saldi in sterline detenuti dai paesi appartenenti all'area di questa moneta, non si sono quasi avute vendite a paesi extra-europei.

La flessione di \$1.360 milioni nelle riserve auree della Francia ha rispecchiato le conseguenze che le agitazioni sociali hanno prodotto sull'andamento della bilancia dei pagamenti. Nel solo mese di giugno, la contrazione è ammontata a quasi \$500 milioni. L'unico altro paese del Gruppo dei dieci che ha subito una riduzione di qualche entità nelle proprie riserve auree è il Canada. In maggio, il Canada ha venduto oro all'Italia per \$50 milioni e, in settembre, le autorità canadesi ne hanno utilizzato altri \$63 milioni per rimborsare il FMI.

Durante gli ultimi nove mesi del 1968 le riserve auree dei paesi del Gruppo dei dieci sono complessivamente cresciute di \$20 milioni e quelle di altri paesi OCSE di \$215 milioni, di cui \$145 milioni sono da attribuire al Portogallo. Le riserve dei paesi che non fanno parte dell'OCSE sono aumentate di \$860 milioni, o di \$360 milioni se si esclude il Sud Africa; di questo incremento, \$120 milioni sono affluiti ai paesi del Medio Oriente, mentre il resto si è suddiviso fra numerosi altri paesi. In complesso, fra la fine di marzo e la fine di dicembre 1968 le riserve auree dei paesi sono aumentate di \$1.095 milioni.

Nello stesso periodo di nove mesi gli averi in oro delle istituzioni internazionali hanno subito una flessione di \$440 milioni. A questo importo, il FMI ha contribuito per \$425 milioni, l'operazione maggiore essendo costituita da vendite di oro per \$545 milioni effettuate per ottenere valute estere quando, nel giugno 1968, Regno Unito e Francia hanno eseguito i menzionati prelievi.

I dati provvisori indicano che nel primo trimestre del 1969 le riserve auree del mondo occidentale sono ancora aumentate di \$115 milioni. Le riserve di oro dei paesi sono cresciute di circa \$35 milioni e le principali variazioni verificatesi nel trimestre sono state gli incrementi di \$125 e 20 milioni rispettivamente del Sud Africa e della Svizzera e le flessioni di \$55 milioni negli Stati Uniti e di \$50 milioni in Francia. Le disponibilità in oro complessive degli istituti internazionali sono aumentate di \$80 milioni, grazie soprattutto alla riduzione di \$65 milioni intervenuta nella posizione negativa a pronti della BRI.

Fondo monetario internazionale.

Il 1968 è stato un anno di attività eccezionale per il FMI. Il totale dei prelievi netti dal Fondo è ammontato a \$1.390 milioni, importo che è stato superato soltanto nel 1961 e nel 1965. Calcolate al lordo, le transazioni hanno raggiunto il livello più elevato registrato in un anno solare, con prelievi per \$3.550 milioni e riacquisti (compresi rimborsi con prelievi effettuati da altri paesi membri) per \$2.160 milioni. Mentre la maggior parte dell'attività svolta dal Fondo nel 1968 è costituita da operazioni eseguite con alcuni grandi paesi, è un fatto significativo che anche il volume delle operazioni con i paesi in fase di sviluppo è stato cospicuo come non mai.

Per quanto riguarda le aree sviluppate, l'attività del Fondo è stata dominata, nel 1968, dalle operazioni che sono state effettuate da quattro paesi membri del FMI (Canada, Francia, Regno Unito e Stati Uniti) o hanno influito sulle loro posizioni.

In primo luogo, il Canada ha prelevato \$426 milioni dal Fondo nel febbraio 1968, quando il dollaro canadese è venuto a trovarsi sotto forte pressione in seguito all'inasprimento dei controlli diretti introdotti dagli Stati Uniti sugli investimenti e prestiti all'estero. Il prelievo del Canada era costituito dall'intera "tranche" e "super-tranche" in oro, ammontanti a \$391 milioni, nonché dal rimborso dell'importo di \$35 milioni che il Canada aveva precedentemente prestato al Fondo in base agli Accordi generali di prestito (AGP). Soltanto per \$185 milioni del prelievo canadese, o per quella parte di esso che rappresentava la sua sottoscrizione in oro al Fondo, esisteva l'obbligo di rimborso. Poiché la crisi del dollaro canadese fu di breve durata, il debito è stato ben presto interamente estinto, in parte attraverso i prelievi britannici e francesi di dollari canadesi, per \$121 milioni, nel giugno 1968 e per la rimanenza mediante un rimborso diretto di \$64 milioni che il Canada ha effettuato in settembre.

Secondariamente, la Francia ha compiuto, nel giugno 1968, un prelievo di \$745 milioni per far fronte alle imponenti perdite valutarie provocate dalla crisi che aveva avuto inizio alla metà di maggio. Come nel caso del Canada, l'importo prelevato dalla Francia è stato pari alla sua "tranche" e "super-tranche" in oro. La Francia ha ottenuto, inoltre, un ulteriore importo di \$140 milioni in divise estere, mediante il trasferimento dei suoi crediti AGP, precedentemente accumulati, ad altri paesi aderenti agli Accordi.

In terzo luogo, pure nel giugno 1968, il Regno Unito ha prelevato l'intero importo di \$1,4 miliardi che era stato messo a sua disposizione dal Fondo in base

Fondo monetario Internazionale: Prelievi e riacquisti nel 1968.

Paesi o aree	Prelievi	Riacquisti	Prelievi netti
	milioni di dollari SU		
Stati Uniti	200	992 ¹	-792
Canada	426	185 ²	240
Regno Unito	1.400	185	1.215
Francia	745	1	744
Altri paesi europei	31	89	- 58
Nuova Zelanda	—	99	- 99
Sud Africa	62	—	62
Paesi in fase di sviluppo	688	609 ³	79
Argentina	—	74 ³	-74
Brasile	75	87	-12
India	—	98	-98
Marocco	50	2	48
Filippine	55	—	55
RAU	63	69	- 6
Totale	3.552	2.161	1.391

¹ Compresi rimborsi effettuati da altri paesi membri per \$806 milioni. ² Compresi rimborsi effettuati da altri paesi membri per \$121 milioni. ³ Compresi rimborsi effettuati da altri paesi membri per \$55 milioni.

ad un accordo "stand-by", concluso subito dopo la svalutazione della sterlina nel novembre 1967. Più avanti nell'anno il Regno Unito ha eseguito due rimborsi, per un totale di \$185 milioni, sul prelievo compiuto nel 1965, di \$1,4 miliardi. Alla fine del 1968, gli averi del Fondo in sterline ammontavano al 193 % della quota del Regno Unito.

Infine, nel 1968, gli Stati Uniti hanno interamente ricostituito la propria "tranche" in oro: da \$420 milioni, all'inizio dell'anno, a \$1.290 milioni alla fine di dicembre. Per la massima parte questo risultato è stato la conseguenza dei prelievi effettuati presso il Fondo dai tre paesi menzionati sopra. Difatti, nel 1968, il totale di dollari SU prelevati dal Fondo è ammontato a \$806 milioni, di cui \$600 milioni sono rappresentati dai prelievi di Canada, Francia e Regno Unito. Inoltre, nel 1968, la posizione americana per quanto riguarda la "tranche" in oro è migliorata di \$85 milioni, in seguito alle transazioni che gli Stati Uniti stessi hanno eseguito con il Fondo. In marzo, gli Stati Uniti hanno effettuato un prelievo di \$200 milioni in diverse valute, mentre in novembre e dicembre hanno compiuto riacquisti per \$285 milioni.

Quanto agli altri paesi sviluppati, le operazioni più importanti sono consistite in un prelievo di \$62 milioni da parte del Sud Africa e in riacquisti di \$99 e 63 milioni, rispettivamente da parte della Nuova Zelanda e della Finlandia. Il totale lordo dei prelievi eseguiti dai paesi in via di sviluppo è ammontato a \$688 milioni, ma siccome gli stessi paesi hanno effettuato riacquisti per \$609 milioni, nel 1968 l'utilizzo netto delle risorse del Fondo dal loro canto è stato soltanto di \$79 milioni. In questo gruppo i principali paesi che hanno usufruito dell'assistenza del Fondo sono il Marocco e le Filippine, con prelievi, rispettivamente, di \$50 e 55 milioni. D'altra parte, India e Argentina hanno effettuato riacquisti, rispettivamente di \$98 e 74 milioni. Nei riacquisti dell'Argentina erano inclusi \$55 milioni di pesos prelevati da altri paesi membri. Anche il Bra-

sile e la RAU (Repubblica Araba Unita) hanno rimborsato importi prelevati precedentemente, ma in entrambi i casi queste operazioni sono state praticamente compensate da nuovi prelievi.

Nel 1968 sono state prelevate dal Fondo diciotto valute diverse contro ventuno nell'anno precedente. Da questo punto di vista, una delle caratteristiche più notevoli che hanno contrassegnato le operazioni del Fondo nel 1968 è stato l'utilizzo di dollari nei prelievi in misura superata soltanto nel 1957 e nel 1961. Al lordo, le principali valute prelevate sono state il DM (\$841 milioni), il dollaro SU (\$806 milioni) e la lira italiana (\$478 milioni). Queste sono state seguite, per ordine di grandezza, da prelievi lordi di \$298 milioni in fiorini olandesi, \$246 milioni in franchi belgi, \$139 milioni in dollari canadesi, \$120 milioni in dollari australiani e \$102 milioni in yen giapponesi. Dato che durante l'anno non si sono avuti riacquisti in dollari SU perchè gli averi del Fondo in quella moneta superavano del 75% la quota americana, il dollaro SU è stato al netto, nel 1968, la principale valuta utilizzata nei prelievi, seguita da DM, fiorino, lira e dollaro canadese.

A prescindere dal dollaro SU, nel 1968 gli averi del Fondo nelle altre principali valute utilizzate nei prelievi non si sono ridotti di molto, anzi in qualche caso sono effettivamente aumentati. Una causa importante di questo andamento è che buona parte degli importi netti prelevati in alcune importanti valute (escluso il dollaro SU) derivavano dagli introiti delle vendite di oro effettuate dal Fondo e dai crediti ricevuti attraverso gli AGP. Il totale delle vendite di oro contro valuta, compiute dal Fondo in connessione con i prelievi francesi e britannici, è ammontato a \$547 milioni. Nel 1968, la concessione di crediti AGP è cresciuta di \$521 milioni, in quanto i crediti lordi di \$741 milioni accordati per aiutare a finanziare i prelievi francesi e britannici sono stati, in parte, compensati da rimborsi per \$220 milioni.

Durante il primo trimestre del 1969 i paesi membri effettuarono rimborsi netti al Fondo per \$405 milioni. I principali movimenti sono costituiti da riacquisti, da parte del Regno Unito, per \$200 milioni in febbraio e per \$123 milioni in marzo.

Da quando, nell'aprile 1968, gli emendamenti proposti agli statuti del Fondo sono stati presentati ai governatori del Fondo stesso, continua la loro ratificazione; gli emendamenti concernono l'istituzione di una nuova facilitazione per diritti speciali di prelievo (DSP) e alcune modificazioni nelle norme e prassi del Fondo. Alla fine di marzo 1969, quarantadue paesi, rappresentanti il 60% dei voti complessivi dei paesi membri del Fondo, avevano ufficialmente accettato gli emendamenti proposti. Essi entreranno in vigore dopo che avranno conseguito l'approvazione di tre quinti dei paesi membri del Fondo, rappresentanti l'80% dei voti complessivi.

Riserve ufficiali e altri movimenti monetari.

Stati Uniti. In seguito ad un afflusso netto senza precedenti di capitali a lungo termine, per il 1968 la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, calcolata

sulla base della liquidità, si è trovata assai prossima all'equilibrio, presentando anzi un modesto saldo attivo di \$160 milioni. L'ampiezza dei movimenti monetari che hanno avuto per risultato questo modesto saldo attivo è stata a sua volta determinata da un afflusso, eccezionalmente cospicuo, di fondi a breve negli Stati Uniti attraverso il sistema bancario. Questa entrata di fondi, che ha assunto la forma di un incremento di \$3.830 milioni nelle passività a breve verso detentori esteri non ufficiali, ha avuto due cause principali. In primo luogo, le banche americane hanno raccolto attivamente fondi sul mercato dell'eurodollaro attraverso le loro filiali estere. Nel corso dell'anno, le passività delle banche americane verso le loro filiali estere sono cresciute di \$2.735 milioni. Secondariamente, i saldi privati in dollari del resto del mondo hanno registrato un incremento in seguito alle crisi finanziarie che hanno colpito talune monete.

Dato l'avanzo di liquidità di \$160 milioni, l'imponente afflusso di fondi a breve attraverso le banche americane ha portato ad un miglioramento di \$3.990 milioni nel saldo netto delle riserve e delle passività liquide verso detentori ufficiali esteri da parte degli Stati Uniti. E anche tenuto conto dell'incremento di \$2.375 milioni nelle passività monetarie non liquide verso detentori ufficiali esteri, il conto regolamenti ufficiali della bilancia dei pagamenti ha conseguito un avanzo abbastanza considerevole di \$1.615 milioni.

Nell'ambito dell'avanzo dei regolamenti ufficiali, inoltre, le singole partite monetarie hanno subito alcune notevoli variazioni. Nell'attivo, le riserve americane sono complessivamente cresciute di \$880 milioni, ed è questo il primo aumento dal 1957. L'incremento è stato quasi l'esatta contropartita del miglioramento nella "tranche" in oro presso il FMI. Alla fine del 1968, difatti, gli Stati Uniti avevano ricostituito interamente la loro "tranche" in oro di \$1.290 milioni. Nel 1968, il totale delle altre componenti delle riserve americane è cambiato assai poco, ma, come nel 1967, si è verificato un ulteriore importante spostamento dall'oro verso le valute estere. Gli averi ufficiali degli Stati Uniti in valute estere sono aumentati di \$1.185 milioni, soprattutto in seguito ai prelievi effettuati da Francia e Regno Unito dalle facilitazioni di riporto stipulate con la Riserva federale e il Tesoro SU. Nel 1968, le riserve auree si sono, d'altra parte, contratte di \$1.175 milioni, per la maggior parte in seguito alle vendite effettuate al mercato durante il primo trimestre. Negli ultimi nove mesi dell'anno, cioè dopo la sospensione delle operazioni del Consorzio dell'oro, le riserve auree americane sono cresciute di \$190 milioni per il fatto soprattutto che gli acquisti di oro dalla Francia, per l'ammontare di \$600 milioni, hanno superato le vendite ad altri paesi.

Contemporaneamente all'incremento delle riserve, il totale delle passività verso detentori ufficiali esteri si è ridotto di \$735 milioni. Le passività ufficiali liquide sono diminuite di \$3.110 milioni, mentre quelle non liquide si sono accresciute di ulteriori \$2.375 milioni. La flessione nelle passività ufficiali liquide ha rappresentato, in una certa misura, la contropartita dell'aumento dei saldi privati in dollari. Essa era, inoltre, connessa con la riduzione delle riserve auree e l'aumento delle passività ufficiali non liquide. Quest'ultimo movimento ha assunto essenzialmente due forme. In primo luogo vi è stato un incremento di

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1967	Anno	1968				1969 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve	- 50	+ 880	- 905	+ 140	+ 570	+ 1.075	+ 50
Oro	-1.170	-1.175	-1.365	- 20	+ 75	+ 135	- 55
Valute estere	+1.025	+1.185	+ 400	- 265	+ 475	+ 575	+ 75
"Tranche" di oro nel FMI	+ 95	+ 870	+ 60	+ 425	+ 20	+ 365	+ 30
Passività verso detentori ufficiali esteri	-3.355	+ 735	+ 995	+1.425	- 500	-1.185	.
Liquide	-2.065	+3.110	+1.365	-2.200	+ 35	- 490	.
Non liquide	-1.290	-2.375	- 370	- 775	- 535	- 695	.
Saldo sulla base delle transazioni ufficiali inerenti alle riserve meno	-3.405	+1.615	+ 90	+1.565	+ 70	- 110	.
Passività non liquide verso detentori ufficiali esteri	-1.290	-2.375	- 370	- 775	- 535	- 695	.
Variazione nelle posizioni liquide ufficiali	-2.115	+3.990	+ 460	+2.340	+ 605	+ 585	.
più							
Passività verso detentori esteri non ufficiali	-1.455	-3.830	- 720	-2.265	-1.040	+ 195	.
Saldo sulla base della liquidità	-3.570	+ 160	- 260	+ 75	- 435	+ 780	.

\$525 milioni nei depositi vincolati e nei certificati di deposito con scadenza iniziale a oltre un anno detenuti da organi ufficiali esteri. Secondariamente, nel 1968, i detentori ufficiali esteri hanno accresciuto di \$1.810 milioni i loro averi in titoli non negoziabili a medio termine emessi dal governo americano. Nel 1968, il Canada ha acquistato per \$1.050 milioni di questi titoli in base ad un accordo, stipulato nel marzo 1968, in conformità del quale in cambio dell'esenzione dalle nuove misure adottate dal governo americano sul controllo delle uscite di capitali, esso si impegnava ad investire in titoli non liquidi del governo americano tutti gli averi ufficiali canadesi in dollari SU eccedenti i saldi d'esercizio. In aggiunta, nel 1968, le autorità monetarie tedesche hanno aumentato di \$625 milioni i propri averi in titoli non negoziabili a medio termine emessi dal governo americano.

Esaminando gli eventi verificatisi nel corso dell'anno, durante i primi nove mesi il saldo della liquidità ha presentato un deficit di \$620 milioni. Contemporaneamente, però, vi è stato un afflusso di fondi, attraverso il settore privato, di oltre \$4 miliardi e le passività liquide verso detentori ufficiali esteri si sono ridotte di \$3.600 milioni. E sebbene le passività ufficiali non liquide siano cresciute assai sensibilmente, le transazioni ufficiali in complesso hanno ancora registrato un avanzo di \$1.725 milioni. Questa eccedenza è andata accumulandosi nel secondo trimestre, quando l'afflusso di fondi attraverso il settore privato è stato particolarmente pronunciato, rispecchiando le condizioni monetarie tese esistenti negli Stati Uniti prima che, nel giugno, venisse approvato dal Congresso il programma fiscale. Nel quarto trimestre, e soprattutto in dicembre, la bilancia della liquidità è diventata largamente attiva, con un ammontare di \$780 milioni per il trimestre complessivo. Vi si è accompagnata una riduzione di \$195 milioni nelle

passività liquide verso detentori privati esteri, dovuta principalmente a rimborsi effettuati da banche SU alle loro filiali estere. Ciò nonostante si è ancora avuto un miglioramento di \$585 milioni nella liquidità ufficiale, ma siccome le passività ufficiali non liquide hanno subito un altro incremento di \$695 milioni, il risultato, per il trimestre, calcolato sulla base delle transazioni ufficiali, è stato un modesto disavanzo.

Mentre, nel 1968, sono notevolmente aumentati i prelievi che altri paesi hanno effettuato dalle facilitazioni creditizie stipulate con gli Stati Uniti, come è dimostrato dall'incremento di \$1.185 milioni negli averi ufficiali americani in valute convertibili, il ricorso degli Stati Uniti alla rete di riporti della Riserva federale si è ridotto a proporzioni assai modeste nel corso dell'anno. Verso la fine del 1967, nella scia delle perturbazioni immediatamente seguite alla svalutazione della sterlina, i prelievi della Riserva federale dalla rete di riporti erano saliti ad un livello senza precedenti di \$1,8 miliardi. All'inizio di marzo questo totale era stato ridotto a \$557 milioni, ma il rinnovato afflusso di dollari verso alcune banche centrali a seguito della crisi di marzo ha fatto sì che verso la fine di aprile esso fosse risalito a quasi \$1 miliardo. All'inizio di luglio 1968 tali prelievi erano stati interamente liquidati. Per il resto dell'anno la Riserva federale ha utilizzato le sue facilitazioni di riporto in misura assai minore che verso la fine del 1967. Si sono verificati altri prelievi in franchi svizzeri e in DM provocati dalla crisi valutaria di novembre, ma non ne è derivata una grande pressione sul dollaro e alla fine del 1968 la Riserva federale aveva prelevato \$432 milioni dalla rete di riporti.

Nel primo trimestre del 1969 il deficit, sulla base della liquidità, è ammontato a circa \$1,5 miliardi, ma, sulla base dei regolamenti ufficiali, è stato registrato un avanzo di \$1,7 miliardi. Il considerevole divario fra questi due importi è dovuto ad un incremento di \$3,1 miliardi nelle passività liquide verso detentori privati non residenti. Fra il 1° gennaio 1969 e il 26 marzo 1969, le passività delle banche americane verso le loro filiali estere sono cresciute ulteriormente di \$3,6 miliardi. L'intero avanzo conseguito nei regolamenti ufficiali ha preso la forma di una riduzione nelle passività ufficiali liquide.

Regno Unito. Nel 1968, la posizione monetaria ufficiale esterna del Regno Unito si è ulteriormente deteriorata, causando una riduzione delle riserve e un massiccio ricorso ai crediti esteri. Questo peggioramento è da attribuire soprattutto a tre fattori: al saldo dei conti con l'estero ammontante a \$1.310 milioni; alle perdite valutarie sopportate in seguito al regolamento di contratti di cambio a termine, stipulati dalla Banca d'Inghilterra prima della svalutazione e che si rispecchiano, in ampia misura, nella partita debitoria "Rettificazioni di cambio" per un importo di \$610 milioni; e all'ulteriore cospicua diminuzione delle passività nette esterne in sterline. L'entità di questa contrazione può essere, grosso modo, desunta dal fatto che, durante l'anno, il totale di tali passività, escluse quelle verso istituzioni monetarie ufficiali situate fuori dell'area della sterlina (i cui movimenti sono stati fortemente influenzati da operazioni ufficiali di prestito), si è ridotto di \$1.200 milioni.

Regno Unito: Movimenti monetari esterni nel 1968.

Voci	Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
	milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)				
Riserve	- 275	+ 25	- 40	+ 35	- 295
Conto presso il FMI	-1.260	- 10	-1.410	+ 75	+ 85
Passività ufficiali del RU in valute diverse dalla sterlina	- 40	- 305	- 195	+ 290	+ 170
Passività in sterline verso detentori ufficiali non appartenenti all'area della sterlina (al netto)	-1.590	- 900	+ 400	- 415	- 675
Altre passività nette in sterline	+1.200	+ 75	+1.160	- 140	+ 105
verso detentori dell'area della sterlina	+365	-245	+895	-170	-115
verso organizzazioni internazionali	- 40	-	- 10	- 10	- 20
verso detentori non ufficiali non appartenenti all'area della sterlina	+875	+320	+275	+ 40	+240
Passività in valute estere delle banche RU (al netto)	- 100	- 80	- 40	- 75	+ 95
Passività in valute del resto dell'area della sterlina (al netto)	+ 110	-	- 235	+ 295	+ 50
Capitali vari	+ 35	- 25	- 75	+ 65	+ 70
Rettificazioni di cambio	+ 610	+ 295	+ 200	+ 55	+ 60
Saldo complessivo	-1.310	- 925	- 235	+ 185	- 335

La maggior parte della variazione, occorsa durante il 1968, nella posizione netta in sterline del Regno Unito rispetto al resto del mondo (esclusa quella verso istituzioni ufficiali fuori dell'area della sterlina) è dovuta ad un incremento dei crediti in sterline verso altri paesi. Questi sono aumentati di \$685 milioni, di cui \$590 milioni per crediti verso debitori non ufficiali fuori dell'area della sterlina e il resto per crediti verso debitori non ufficiali all'interno dell'area della sterlina. Alla fine del 1968, la posizione creditoria netta in sterline del Regno Unito verso persone fisiche e istituzioni non ufficiali fuori dell'area della sterlina ammontava a circa \$1,2 miliardi. L'aumento, registrato durante il 1968, nei prestiti in sterline concessi al resto del mondo è attribuibile soprattutto a un'espansione di crediti all'esportazione in seguito alla svalutazione.

Nel 1968, le passività lorde in sterline verso l'estero (di nuovo escluse quelle verso istituzioni ufficiali fuori dell'area della sterlina) sono diminuite di \$555 milioni. I principali movimenti sono costituiti da una flessione di \$285 milioni nelle passività verso detentori non ufficiali fuori dell'area della sterlina e una riduzione di \$250 milioni in quelle detenute da autorità monetarie di paesi appartenenti all'area della sterlina.

Nel primo semestre dell'anno molti di questi paesi avevano deciso di adottare misure per ridurre l'aliquota in sterline facenti parte delle loro riserve. Il 1° giugno venne annunciato che era stato stipulato un accordo con il governo di Hong Kong in base al quale esso era autorizzato a convertire parte delle proprie riserve costituite da sterline in obbligazioni non negoziabili emesse dal governo britannico e stilate in dollari di Hong Kong. L'utilizzo di questa facilitazione e altri prelievi hanno portato, nel secondo trimestre dell'anno, ad una contrazione di \$680 milioni nelle riserve in sterline dei paesi appartenenti all'area di questa moneta. Questo movimento si sarebbe probabilmente protratto se, nel settembre

1968, non fossero stati conclusi accordi con i quali il Regno Unito garantiva la parità di cambio di questi saldi.

Questi accordi constano di due parti. Da un lato, il Regno Unito garantisce che manterrà il valore in dollari dell'aliquota delle riserve in sterline di ciascun paese appartenente all'area di questa moneta, che superi il 10% delle riserve ufficiali globali, purchè, in cambio, ciascun paese appartenente all'area della sterlina si impegni a conservare un'aliquota minima convenuta di sterline nelle proprie riserve. L'aliquota varia da paese a paese, ma, in linea generale, rispecchia l'effettiva quota di sterline nelle riserve di ciascun paese al momento in cui i negoziati per l'accordo ebbero inizio. Gli accordi stipulati fra il governo britannico e i governi dei paesi appartenenti all'area della sterlina (compreso un accordo con Hong Kong in sostituzione di quello precedente) sono entrati in vigore il 25 settembre 1968. Sono per lo più validi per un periodo di tre anni che con mutuo consenso può essere prorogato di altri due, ma in alcuni casi la loro validità è di cinque anni. Inoltre, gli accordi conclusi con i governi dell'Australia e della Nuova Zelanda prevedono consultazioni immediate fra le parti interessate se, durante il periodo di applicazione degli accordi, il Regno Unito dovesse imporre ulteriori restrizioni al flusso di capitali verso questi paesi.

Dall'altro lato la BRI, affiancata da un gruppo di dodici banche centrali (Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Germania, Giappone, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Stati Uniti, Svezia e Svizzera) ha messo a disposizione del Regno Unito facilitazioni creditizie per \$2 miliardi, allo scopo di proteggere le riserve britanniche dagli effetti delle riduzioni nei saldi in sterline, ufficiali e privati, dei paesi dell'area della sterlina, al disotto di un livello iniziale convenuto. Queste facilitazioni creditizie hanno la durata di dieci anni a partire dal 23 settembre 1968. Durante i primi tre anni i prelievi potranno essere effettuati in qualsiasi momento e l'importo netto prelevato che risulterà alla fine dovrà essere rimborsato fra il sesto e il decimo anno. La facilitazione è amministrata dalla BRI, la quale fa fronte alle richieste di prelievo da parte del Regno Unito raccogliendo capitali a breve e a medio termine sui mercati e impiegando i fondi in valute depositati presso di essa dalle autorità monetarie dei paesi appartenenti all'area della sterlina. Nella misura in cui queste risorse potranno risultare insufficienti, la BRI si rivolgerà al gruppo delle dodici banche centrali, fino alla concorrenza dell'ammontare della loro rispettiva quota di partecipazione.

Per quanto riguarda la fisionomia dei finanziamenti ufficiali britannici nel 1968, come nei due anni precedenti, la loro caratteristica principale è stata un incremento del credito ricevuto dall'estero. In primo luogo, l'indebitamento netto del Regno Unito verso il FMI è cresciuto di \$1.260 milioni, in quanto al prelievo di \$1,4 miliardi, effettuato nel giugno 1968, hanno fatto seguito, più avanti nell'anno, due rimborsi per \$185 milioni sul prelievo di \$1,4 miliardi compiuto nel 1965. Secondariamente, le banche centrali hanno aumentato l'assistenza da esse accordata, ed è stato fatto un certo uso della facilitazione di \$2 miliardi menzionata più sopra. Mentre una parte dell'assistenza concessa dalle banche centrali nel 1968 ha trovato la sua contropartita in un incremento di \$40 milioni nelle passività ufficiali in valute (esclusa la sterlina), essa ha influito soprattutto sui saldi in sterline di detentori ufficiali fuori dell'area della sterlina.

Nel corso dell'anno, tali saldi sono cresciuti di un importo netto di \$1.590 milioni, ma occorre ricordare che questo ammontare comprende non soltanto l'incremento dell'assistenza con contropartita in sterline, ma anche tutti gli altri movimenti verificatisi nei saldi ufficiali in sterline detenuti fuori dell'area della sterlina. In aggiunta all'aumento dell'indebitamento ufficiale, nel 1968 le riserve del Regno Unito hanno subito una flessione di \$275 milioni.

Esaminando gli eventi verificatisi nel corso dell'anno, si può osservare che la pressione cui sono state sottoposte le riserve si è fatta particolarmente sentire nei primi sei mesi. Nel primo trimestre, la bilancia dei pagamenti ha registrato un cospicuo saldo passivo, compreso un imponente deflusso di fondi, mentre, nel secondo trimestre, la Banca d'Inghilterra ha dovuto sostenere gravi perdite valutarie sui contratti a termine conclusi prima della svalutazione e i saldi netti in sterline detenuti dai paesi appartenenti all'area della sterlina hanno subito una sensibile riduzione. Durante questi sei mesi, i finanziamenti ufficiali hanno compreso il prelievo di \$1,4 miliardi dal Fondo, un aumento di \$500 milioni nelle passività ufficiali in valute estere e un incremento dell'assistenza accordata da banche centrali con una contropartita in sterline, che è inclusa nell'aumento di \$500 milioni nelle passività nette in sterline verso detentori ufficiali fuori dell'area della sterlina. La situazione è notevolmente migliorata nel terzo trimestre, quando la bilancia complessiva dei pagamenti è diventata attiva; è inoltre lievemente aumentato il livello dei saldi in sterline detenuti dall'area della sterlina. Nel quarto trimestre, tuttavia, si sono di nuovo resi necessari cospicui finanziamenti ufficiali (compresa una flessione di \$295 milioni nelle riserve e un'espansione nell'assistenza con contropartita in sterline che è inclusa nell'incremento di \$675 milioni nei saldi ufficiali in sterline detenuti fuori dell'area di questa moneta), perchè la bilancia dei pagamenti è tornata ad essere passiva e si è verificato un ulteriore cospicuo aumento nei crediti netti in sterline verso istituzioni non ufficiali e persone fisiche fuori dell'area della sterlina.

I dati disponibili sui movimenti nel primo trimestre del 1969 indicano qualche miglioramento nella posizione monetaria ufficiale verso l'estero. Le riserve sono aumentate di \$50 milioni, mentre l'indebitamento sul FMI si è ridotto di \$305 milioni e l'assistenza delle banche centrali sotto forma di passività valutarie ufficiali di \$130 milioni. Le passività nette in sterline, escluse quelle verso il FMI, sono cresciute di \$45 milioni, ma all'interno di questo importo i saldi debitori verso paesi non appartenenti all'area della sterlina sono diminuiti di \$455 milioni. Ciò fa pensare che possa essersi anche verificata una riduzione in quella parte dell'assistenza delle banche centrali che trova contropartita nelle passività ufficiali in sterline verso paesi al di fuori dell'area di questa moneta. Le passività nette in sterline verso paesi del resto dell'area della sterlina, comprese quelle verso le autorità monetarie centrali, sono aumentate di \$470 milioni. Tenendo presenti tutti questi dati risulta evidente che oltre al cambiamento favorevole nella posizione monetaria ufficiale sull'estero vi deve essere stato un miglioramento nella bilancia globale dei pagamenti, ivi compresa la partita bilanciante.

Paesi dell'Europa continentale. Dal 1967 al 1968, la posizione globale verso l'estero dei paesi dell'Europa continentale da creditoria, per \$2,2 miliardi, è di-

ventata debitoria, per \$0,2 miliardi. Il fattore determinante di questo andamento è stato l'improvviso deterioramento della bilancia dei pagamenti della Francia, la cui posizione di quasi equilibrio è stata sostituita da un saldo passivo di \$3,2 miliardi. Esclusa la Francia, difatti, dal 1967 al 1968 il saldo attivo globale dei paesi dell'Europa continentale è notevolmente cresciuto, essendo passato da \$2,3 a 3 miliardi esatti. Questo movimento è soprattutto il risultato di un incremento di \$1,1 miliardi nel saldo attivo della Svizzera, in parte connesso con il peggioramento della posizione francese. Le bilance dei pagamenti di Finlandia, Italia e Spagna hanno inoltre registrato cospicui miglioramenti. D'altra parte, nel Belgio e nei Paesi Bassi, il saldo attivo è stato sostituito da un saldo passivo e contemporaneamente i saldi attivi dell'Austria e del Portogallo si sono lievemente ridotti.

Esaminando la posizione complessiva dei paesi dell'Europa continentale (sempre esclusa la Francia), i dati relativi ai movimenti monetari sembrano indicare che, nel 1968, diversamente da quanto avvenne nel 1967, il finanziamento del saldo attivo non è stato sostenuto dalle banche, ma dal settore ufficiale, perchè, nel 1967, l'aumento delle attività monetarie estere nette dei due settori è stato praticamente uguale, mentre, lo scorso anno, le attività ufficiali nette sono cresciute di \$2,3 miliardi e le attività estere nette del sistema bancario sono aumentate soltanto di \$700 milioni. E' tuttavia difficile interpretare questi dati. Alla fine tanto del 1967 quanto del 1968 le riserve ufficiali di Germania e Svizzera erano artificialmente elevate, sia in seguito alle perturbazioni dei mercati valutari nei trimestri finali di entrambi gli anni, sia per effetto di fattori stagionali. Inoltre l'incidenza di questo elemento temporaneo sulle riserve ufficiali è sicuramente cresciuta fra il primo e secondo dei due anni. In Germania questo è avvenuto perchè l'intero afflusso di fondi speculativi del novembre 1968 non ha affatto invertito la direzione alla fine dell'anno e in Svizzera perchè è aumentato il volume delle operazioni di fine anno delle banche. Il primo di questi fattori non può essere valutato con alcuna precisione, ma l'aumento di circa \$700 milioni nell'uscita di fondi attraverso le banche tedesche nel gennaio 1969, se confrontato con il gennaio 1968, può dare un'idea approssimata del suo ordine di grandezza. Per le operazioni di fine anno delle banche svizzere esiste invece una stima ufficiale che attribuisce loro un incremento di \$300 milioni nel 1968 rispetto al 1967. Effettuando le necessarie rettifiche per questi fattori, ne emerge che nel 1968 il saldo attivo globale di \$3 miliardi di tutti i paesi dell'Europa continentale, esclusa la Francia, è stato finanziato per circa \$1.750 milioni tramite le banche commerciali e per i restanti \$1.250 milioni mediante incrementi delle attività monetarie ufficiali nette. Questo potrebbe dare l'idea che, contrariamente all'impressione che si ricava dai dati della seguente tabella, vi sia stato in realtà nel 1968 uno spostamento verso il settore bancario nel finanziamento del saldo attivo del Continente. Tale sviluppo non dovrebbe riuscire sorprendente se si considera che il saldo passivo degli Stati Uniti è stato finanziato con un ricorso relativamente maggiore al settore non ufficiale, dato che ha avuto luogo essenzialmente mediante il forte indebitamento delle banche americane in Europa.

Il paese che, nel 1968, ha registrato il maggiore aumento effettivo nelle attività bancarie nette esterne è l'Italia con \$720 milioni; durante l'anno, le atti-

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

Paesi	Fine anno	Oro e valute estere (al netto)	Posizione netta FMI e AGP	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività estere (al netto)	Variazioni (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)	
							Totale attività ufficiali	Banche commerciali
milioni di dollari SU								
Austria	1967	1.365	115	1.480	— 90	1.390	+ 155	+ 55
	1968	1.355	160	1.515	— 10	1.505	+ 35	+ 80
Belgio	1967	2.410	330	2.740	— 795	1.945	+ 250	— 90
	1968	2.155	305	2.460	— 735	1.725	— 280	+ 60
Danimarca	1967	440	60	500	— 10	490	— 80	+ 15
	1968	340	85	425	65	490	— 75	+ 75
Finlandia	1967	170	— 65	105	— 105	—	— 60	— 15
	1968	350	—	350	— 110	240	+ 245	— 5
Francia	1967	6.090	885	6.975	— 560	6.415	+ 335	— 370
	1968 ¹	3.325	—	3.325	— 60	3.265	— 3.650	+ 500
Germania	1967	7.540	1.055	8.595	845	9.440	+ 95	+ 1.210
	1968	8.815	1.515	10.330	75	10.405	+ 1.735	+ 785 ²
Grecia	1967	260	25	285	10	295	+ 15	—
	1968	295	25	320	10	330	+ 35	—
Irlanda	1967	425	10	435	315	750	— 55	+ 75
	1968	495	45	540	180	720	+ 105	— 135
Islanda	1967	30	—	30	— 10	20	— 25	—
	1968	25	— 5	20	— 10	10	— 10	—
Italia	1967	4.835	840	5.675	15	5.690	+ 555	— 180
	1968	4.645	895	5.540	735	6.275	— 135	+ 720
Norvegia	1967	610	50	660	— 10	650	+ 135	+ 30
	1968	625	70	695	105	800	+ 35	+ 115
Paesi Bassi	1967	2.260	355	2.615	— 155	2.460	+ 170	— 110
	1968	1.950	500	2.450	— 90	2.360	— 165	+ 65
Portogallo	1967	1.235	20	1.255	145	1.400	+ 140	+ 40
	1968	1.365	20	1.385	155	1.540	+ 130	+ 10
Spagna	1967	1.050	—	1.050	—	1.050	— 155	—
	1968	1.095	—	1.095	—	1.095	+ 45	—
Svezia	1967	680	140	820	300	1.120	— 190	+ 165
	1968	635	165	800	275	1.075	— 20	— 25
Svizzera	1967	3.860	—	3.860	— 15	3.845	+ 175	— 60
	1968	4.485	—	4.485	510	4.995	+ 625	+ 525
Turchia	1967	40	— 20	20	.	.	+ 15	.
	1968	45	— 50	5	.	.	— 25	.
Totale	1967	33.300	3.800	37.100	— 120 ³	36.960	+ 1.475	+ 765 ³
	1968	32.000	3.730	35.730	— 1.095 ³	36.830	— 1.370	+ 1.200 ³
Totale esclusa la Francia	1967	27.210	2.915	30.125	440 ³	30.545	+ 1.140	+ 1.135 ³
	1968	28.675	3.730	32.405	1.155 ³	33.565	+ 2.280	+ 700 ³
Canada	1967	2.275	435	2.710	655	3.365	+ 30	+ 315
	1968	2.635	205	2.840	960	3.800	+ 130	+ 305
Giappone	1967	1.760	240	2.000	— 1.030	970	— 60	— 510
	1968	2.570	290	2.860	— 790	2.070	+ 860	+ 240

¹ Stime provvisorie della BRI. ² Dopo eliminazione delle variazioni statistiche. ³ Esclusa la Turchia.
 Nota: Per i paesi del Gruppo dei dieci più la Svizzera, i dati per le attività ufficiali sono quelli utilizzati per la sorveglianza multilaterale ad eccezione di quelli relativi alla Francia per il 1968. Nella maggior parte dei casi essi non corrispondono esattamente ai dati delle riserve resi pubblici.

vità monetarie ufficiali di questo paese hanno subito una lieve contrazione. Le attività nette estere delle banche svizzere sono cresciute di \$525 milioni durante l'anno. Inoltre, il finanziamento del saldo verso l'estero si è spostato sensibilmente verso il settore bancario sia in Norvegia che in Austria e si è avuto uno spostamento dalle attività ufficiali verso il settore bancario in Danimarca, paese nel quale la bilancia complessiva era in equilibrio; altrettanto dicasi per il Belgio e i Paesi Bassi, dove i conti con l'estero erano invece globalmente passivi.

Considerando le variazioni occorse durante il 1968 nelle attività ufficiali nette dei paesi dell'Europa continentale (esclusa la Francia), l'incremento complessivo di \$2,3 miliardi era costituito per \$0,7 miliardi da oro, per \$0,8 miliardi da valute estere e per \$0,8 miliardi da crediti verso il FMI. Ma applicando alle posizioni della Germania e della Svizzera le rettificazioni menzionate precedentemente, le riserve valutarie di questo gruppo di paesi presenterebbero una riduzione di circa \$0,2 miliardi. In realtà, perciò, si è verificata qualche variazione nella composizione delle attività monetarie ufficiali di questi paesi in favore delle posizioni nel FMI e dell'oro. L'aumento delle riserve auree, che si è verificato nonostante le cospicue perdite sopportate nel primo trimestre sul mercato dell'oro, e malgrado una riduzione di \$0,5 miliardi negli averi in oro della Banca nazionale svizzera detenuti in base a riporti effettuati con la BRI, comprendeva acquisti dal FMI, dal Tesoro americano e dalla Francia. L'espansione dei crediti verso il FMI ha rispecchiato soprattutto i prelievi francesi e britannici dal Fondo.

Nel primo trimestre del 1969 sembra che i paesi continentali presi insieme abbiano accusato un sostanziale saldo passivo nei pagamenti globali. Esclusa la Francia, le loro attività ufficiali nette sono diminuite di \$3,5 miliardi, di cui \$3,1 miliardi nelle valute estere e il rimanente nelle posizioni FMI. La posizione netta delle banche verso l'estero è aumentata di quasi \$2 miliardi, sicchè questi paesi (sempre esclusa la Francia) hanno registrato un saldo passivo globale di \$1,6 miliardi.

Germania. Dal 1967 al 1968 la fisionomia dei movimenti monetari esterni della Germania è completamente mutata. Nel 1967, quando la bilancia dei pagamenti registrò un saldo attivo di \$1.305 milioni, le attività ufficiali nette verso l'estero della Germania si accrebbero soltanto di \$100 milioni, a causa di un imponente deflusso di fondi attraverso le banche. Nel 1968, il saldo attivo globale si è ridotto a \$950 milioni, ma contemporaneamente le attività estere delle banche hanno subito una diminuzione netta di \$785 milioni. L'eccedenza del settore monetario ufficiale è, di conseguenza, salita all'importo elevatissimo di \$1.735 milioni, è stato cioè assai superiore a quello conseguito in qualsiasi altro paese (esclusi gli Stati Uniti). Pur ammettendo l'incidenza nelle riserve tedesche a fine 1968 dell'elemento temporaneo al quale si è fatto cenno in precedenza, l'eccedenza dei regolamenti ufficiali è stata ancora dell'ordine di grandezza di \$1 miliardo. E senza l'azione delle autorità tedesche che hanno offerto alle banche commerciali la possibilità di effettuare operazioni di riporto contro dollari a cambi più favorevoli di quelli in vigore sul mercato, l'avanzo del settore ufficiale avrebbe potuto superare largamente l'importo effettivamente registrato.

Germania: Movimenti monetari esterni.

Voci	1967	1968				1969 1° trimestre	
		Anno	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre		4° trimestre
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Attività ufficiali (al netto)	+ 100	+ 1.735	+ 390	+ 335	+ 310	+ 710	-1.815
Oro	- 65	+ 310	- 255	+ 340	+ 145	+ 80	—
Valute estere convertibili	+ 145	+ 390	+ 430	- 635	+ 130	+ 465	-1.530
Posizione FMI e AGP . .	- 205	+ 465	+ 80	+ 465	- 40	- 40	- 160
Altre attività di riserva . .	+ 230	+ 655	+ 155	+ 170	+ 75	+ 255	- 95
Altre attività (al netto) . .	- 5	- 85	- 30	- 5	—	- 50	- 30
Posizione netta delle banche	+ 1.205	- 785	+ 395	- 330	- 245	- 605	+ 1.135
Attività	+ 1.500	+ 700	+ 365	- 150	+ 345	+ 140	+ 400
Passività	- 295	- 1.485	+ 30	- 180	- 590	- 745	+ 735
Saldo complessivo . . .	+ 1.305	+ 950	+ 775	+ 5	+ 65	+ 105	- 680

La composizione dell'incremento delle attività nette monetarie ufficiali, conseguito nel 1968, ha rispecchiato, in ampia misura, la partecipazione della Germania a diverse operazioni intraprese per sostenere le riserve di altri paesi. Oltre metà dell'espansione di \$310 milioni nelle riserve auree, nonché la maggior parte dell'aumento di \$465 milioni nella posizione FMI sono da attribuire agli acquisti tedeschi di oro presso il FMI e all'incremento dei crediti AGP; entrambi questi movimenti sono stati la conseguenza dei prelievi che Francia e Regno Unito hanno effettuato dal Fondo nel giugno 1968. Inoltre, praticamente tutto l'aumento di \$390 milioni negli averi ufficiali in valute estere convertibili ha costituito la contropartita in franchi francesi e sterline dell'assistenza a breve prestata a Francia e Regno Unito. Infine, le autorità tedesche hanno acquistato \$675 milioni di titoli governativi americani e britannici, stilati in marchi ed emessi in base agli accordi concernenti la compensazione delle spese militari stipulati con Stati Uniti e Regno Unito. Questi titoli sono inclusi nella voce "Altre attività di riserva" della tabella.

Nel 1968, i movimenti monetari hanno presentato scarsa uniformità e sono stati sempre più influenzati, con il progredire dell'anno, da afflussi speculativi di fondi. Nel primo trimestre, quando il saldo attivo dei conti con l'estero ammontava a \$775 milioni, le attività nette estere del settore ufficiale e di quello bancario sono cresciute all'incirca dello stesso importo. In gennaio si è verificato un notevole deflusso stagionale di fondi attraverso le banche; ma questo movimento si è successivamente invertito, soprattutto durante la crisi sul mercato dell'oro in marzo, nonostante l'attiva politica di riporti instaurata dalla Bundesbank con le banche.

Da aprile a settembre, la posizione globale verso l'estero è stata praticamente in equilibrio. Ciò non di meno, durante questi sei mesi le attività monetarie ufficiali nette sono aumentate di \$645 milioni. In giugno vi è stato un cospicuo afflusso di fondi attraverso le banche, in parte dovuto alla crisi francese, ma anche in connessione con le loro operazioni di bilancio di metà anno. Poi, verso la fine di agosto, si è verificato un notevole afflusso di fondi speculativi, che è durato circa dieci giorni. Gli effetti di questa entrata di capitali sono parzialmente ri-

specchiati nell'incremento di \$480 milioni che le banche hanno registrato durante il terzo trimestre nelle passività esterne in DM; ma le sue conseguenze sulla posizione verso l'estero delle banche e sulle riserve sono state sensibilmente attenuate da un'espansione assai considerevole nei riporti contro dollari fra Bundesbank e banche in settembre.

Nel quarto trimestre, i movimenti monetari sono stati dominati dalla crisi valutaria di novembre e dalla sua successiva liquidazione. Una seconda ondata di afflussi di fondi speculativi ha fatto registrare in novembre un saldo attivo nei pagamenti di circa \$1 miliardo, ma in dicembre la tendenza si è bruscamente invertita e, per il trimestre nel suo insieme, il saldo attivo è ammontato soltanto a \$105 milioni. Sempre in novembre, in aggiunta al saldo attivo nei pagamenti di \$1 miliardo, sono affluiti, attraverso le banche, fondi per un importo di quasi lo stesso ordine di grandezza. E nonostante le misure adottate per stimolare un riflusso di questi fondi, ivi compreso un sensibile incremento dei riporti contro dollari fra Bundesbank e banche, alla fine dell'anno, a causa dei fattori stagionali, soltanto una piccola aliquota di questi capitali era stata riesportata. Ciò appare evidente dal fatto che, per l'intero quarto trimestre, la posizione esterna netta delle banche si è ridotta di \$605 milioni. Il risultato è che, per il trimestre, l'avanzo monetario del settore ufficiale è ammontato a \$710 milioni.

Superata la fine d'anno, tuttavia, le banche tedesche hanno subito proceduto a riesportare fondi su vasta scala. In gennaio hanno diminuito le loro passività esterne in DM di \$555 milioni, aumentando contemporaneamente i loro crediti in dollari di \$850 milioni. E sebbene, in seguito alla tensione creatasi nella liquidità interna, le banche abbiano rimpatriato crediti esteri nei due mesi successivi, il deflusso per il primo trimestre del 1969 è stato ancora di \$1.135 milioni. Nello stesso tempo, la bilancia dei pagamenti ha presentato un saldo passivo di \$680 milioni. Tutto ciò ha provocato una riduzione di \$1.815 milioni nelle attività nette ufficiali verso l'estero e le riserve valutarie sono scese a soli \$1.135 milioni, cioè al più basso livello toccato in molti anni.

Svizzera. Fra tutti i paesi continentali dell'Europa la Svizzera ha registrato, nel 1968, il maggiore saldo attivo nei pagamenti. Esso è ammontato a \$1.150 milioni contro soltanto \$115 milioni l'anno prima. Come è già stato menzionato, per l'anno solare le statistiche sui movimenti monetari della Svizzera inducono in errore. E ciò perchè circa metà dell'incremento di \$625 milioni nelle attività nette monetarie ufficiali, conseguito nel corso dell'anno, è dovuto ad un aumento tra il 1967 e il 1968 nell'importo dei dollari detenuti soltanto in via temporanea alla fine dell'anno dalla Banca nazionale svizzera. In realtà, perciò, escludendo gli effetti di queste operazioni di fine anno in connessione con il bilancio, le banche commerciali svizzere hanno reinvestito all'estero più di tre quarti del saldo attivo registrato nel 1968.

Per quanto riguarda le singole componenti delle attività monetarie ufficiali della Svizzera, nel 1968 le riserve auree si sono contratte di \$465 milioni, le riserve valutarie sono cresciute di \$850 milioni e le altre attività monetarie nette ufficiali hanno subito un incremento di \$240 milioni. La riduzione negli averi

in oro è soprattutto dovuta alle operazioni di riporto su oro che la Banca nazionale svizzera ha effettuato con la BRI. Nel miglioramento delle riserve valutarie era compreso, oltre all'aumento già menzionato di circa \$300 milioni in dollari detenuti temporaneamente a fine anno, un incremento di \$70 milioni nell'ammontare di dollari detenuti in seguito ai riporti effettuati con la Riserva federale. L'espansione di \$240 milioni in altre attività monetarie ufficiali rispecchia soprattutto acquisti di obbligazioni governative SU, stilate in franchi svizzeri, da parte della Confederazione e della Banca nazionale svizzera.

Durante il primo trimestre del 1969 la bilancia dei pagamenti della Svizzera ha registrato un saldo passivo di \$325 milioni. Poichè, inoltre, le banche hanno accresciuto le loro attività nette verso l'estero di \$450 milioni, le attività monetarie ufficiali nette sono calate di \$775 milioni. Dopo una diminuzione di \$875 milioni in gennaio e di \$105 milioni in febbraio, le attività ufficiali nette sono aumentate di \$205 milioni in marzo, probabilmente in connessione con le operazioni di fine trimestre delle banche.

Italia. Anche in Italia il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è aumentato dal 1967 al 1968 e, precisamente, da \$375 a 585 milioni. E nel caso dell'Italia, il saldo attivo per il 1968 è stato più che coperto da un incremento di \$720 milioni nella posizione netta verso l'estero delle banche, di modo che il settore monetario ufficiale ha conseguito un modesto deficit di \$135 milioni. Il deflusso di fondi attraverso il sistema bancario si è rispecchiato quasi interamente in un aumento di \$705 milioni nelle attività nette valutarie delle banche.

Nell'ambito della riduzione globale di \$135 milioni nelle attività nette monetarie ufficiali, durante l'anno si sono verificate numerose variazioni di assai maggiore entità nelle singole categorie che le compongono. Le riserve valutarie si sono contratte di \$460 milioni, gli averi ufficiali in dollari detenuti in base a riporti eseguiti con il Sistema della Riserva federale sono diminuiti da \$500 milioni a zero (avendo la Riserva federale liquidato integralmente i prelievi da essa effettuati durante la seconda metà del 1967 sulla sua facilitazione creditizia con la Banca d'Italia) e la posizione della "tranche" di oro nel FMI si è ridotta di \$135 milioni. D'altra parte, le riserve auree sono cresciute di \$525 milioni, i crediti AGP sono aumentati di \$185 milioni e le attività monetarie ufficiali a più lungo termine hanno subito un incremento di \$225 milioni. Nell'espansione delle riserve auree sono inclusi acquisti di metallo per \$210 milioni dal Tesoro americano, per \$145 milioni dal FMI e per \$50 milioni dalla Banca del Canada. I crediti AGP dell'Italia sono cresciuti, in parte, in connessione con i prelievi che la Francia e il Regno Unito hanno effettuato presso il Fondo nel giugno 1968 e, in parte, in seguito ad un trasferimento diretto della Francia di alcuni crediti AGP da essa precedentemente accumulati. Per quanto riguarda gli aumenti delle attività monetarie ufficiali a più lungo termine, vi sono compresi due acquisti, per \$100 milioni ciascuno, di titoli non negoziabili, stilati in lire ed emessi rispettivamente dai governi degli Stati Uniti e del Canada.

Il saldo attivo dei pagamenti è andato accumulandosi soprattutto nel terzo trimestre dell'anno, stagionalmente favorevole, quando è ammontato a \$600 mi-

lioni. In questo trimestre è stato registrato anche un cospicuo incremento, di \$420 milioni, nella posizione netta delle banche sull'estero. Nell'ultimo trimestre dell'anno, con la bilancia dei pagamenti quasi in equilibrio, la posizione netta sull'estero delle banche ha conseguito un ulteriore miglioramento di \$240 milioni; metà di questo aumento è stato conseguito in dicembre.

Durante il primo trimestre del 1969 le attività monetarie ufficiali nette dell'Italia sono diminuite in misura notevole: di altri \$380 milioni. Questo andamento è dovuto soprattutto ad un saldo passivo della bilancia dei pagamenti per \$355 milioni. La posizione netta sull'estero delle banche, ulteriormente migliorata in gennaio, è poi deteriorata in febbraio e marzo. Per il trimestre nel suo complesso, la posizione delle banche ha conseguito un attivo di \$25 milioni. In marzo le banche hanno ricevuto istruzioni di bilanciare le loro attività e passività sull'estero per la metà dell'anno. Nell'ambito del disavanzo del settore ufficiale per \$380 milioni, i principali movimenti monetari sono consistiti in riduzioni di \$185 milioni nelle riserve valutarie e di \$105 milioni nella posizione FMI e AGP, oltre ad un incremento di \$100 milioni nelle passività ufficiali.

Austria. Dal 1967 al 1968 il saldo attivo della bilancia dei pagamenti è sceso da \$210 a 115 milioni e il suo finanziamento si è spostato verso il settore bancario. Le passività nette sull'estero delle banche si sono contratte di \$80 milioni, mentre le attività nette ufficiali sono cresciute soltanto di \$35 milioni. La maggior parte della variazione verificatasi nella posizione sull'estero delle banche è scaturita da una riduzione nelle loro passività lorde sull'estero. Nel settore monetario ufficiale, il fabbisogno del FMI, di scellini austriaci ha provocato incrementi di \$45 milioni nella "tranche" di oro dell'Austria e di \$15 milioni nelle sue riserve auree. Le riserve valutarie hanno, invece, subito una flessione di \$25 milioni. Durante il primo trimestre del 1969, quando il saldo attivo globale dei pagamenti ha toccato \$65 milioni, le attività ufficiali nette sono diminuite di \$40 milioni, in seguito ad un imponente deflusso di \$105 milioni tramite il sistema bancario.

Francia. Le stime provvisorie della BRI sulla bilancia dei pagamenti della Francia (riportate a pagina 18) e le variazioni nella sua posizione netta monetaria esterna verificatesi durante il 1968 mostrano un saldo passivo di \$3.150 milioni, un esodo netto di \$500 milioni attraverso le banche e perciò una flessione di \$3.650 milioni nelle attività nette monetarie ufficiali. Mentre i dettagli dei movimenti monetari esterni dello scorso anno non sono ancora disponibili, le stime provvisorie per l'anno intero, considerate insieme ai dati pubblicati sugli sviluppi nella prima metà dell'anno, offrono a grandi linee un quadro degli eventi.

Nel primo trimestre del 1968, prima dello scoppio della crisi, la bilancia dei pagamenti si trovava già in passivo per \$75 milioni; vi era inoltre un deflusso netto di fondi per \$65 milioni attraverso le banche, quasi interamente dovuto a un aumento delle loro attività valutarie, che si erano notevolmente ridotte durante i due trimestri precedenti. Durante il primo trimestre le attività nette ufficiali sono quindi diminuite di \$140 milioni.

Francia: Movimenti monetari esterni.

Voci	1968			
	1° trimestre	2° trimestre	2° semestre ¹	Anno ²
	variazioni, in milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)			
Attività nette ufficiali	— 140	— 1.865	— 1.645	— 3.650
Riserve	— 85	— 850
Posizioni FMI e AGP	—	— 885	—	— 885
Altre attività (al netto)	— 55	— 130
Posizione netta delle banche	+ 65	+ 1.180	— 745	+ 500
Totale	— 75	— 685	— 2.390	— 3.150

¹ Residui. ² Stime provvisorie della BRI.

Per il resto dell'anno, la posizione monetaria esterna è stata dominata dagli effetti della crisi di maggio-giugno e le riserve hanno subito una perdita di \$3.510 milioni. In questo periodo si possono tuttavia distinguere due fasi principali. Nella prima, la perdita di riserve è da attribuire più ad un deflusso di fondi attraverso le banche che al saldo passivo della bilancia dei pagamenti, mentre, nella seconda, la riduzione delle riserve è stata inferiore al saldo passivo, dato che vi fu un notevole afflusso di fondi attraverso le banche. Il contrasto fra le due fasi è illustrato dai dati relativi al secondo trimestre e al secondo semestre dell'anno.

Nel secondo trimestre quasi due terzi della flessione nelle attività nette ufficiali sono dovuti a un deflusso di \$1.180 milioni attraverso il sistema bancario. Questo esodo è costituito da due componenti separate. In primo luogo, le attività nette valutarie delle banche sono cresciute di \$810 milioni, soprattutto in seguito agli eccezionali impegni valutari con copertura a termine che sono stati assunti da residenti francesi. Secondariamente, le passività nette in franchi francesi delle banche verso non residenti si sono contratte di \$370 milioni, rispecchiando un incremento di \$250 milioni nei crediti verso non residenti, nonché una flessione di \$120 milioni nei saldi in franchi francesi detenuti da non residenti. La riduzione di \$1.865 milioni registrata nel secondo trimestre nelle attività nette ufficiali si compone soprattutto di una perdita di riserve per \$850 milioni e dell'utilizzo di facilitazioni FMI e AGP per \$885 milioni.

D'altra parte, nella seconda metà dell'anno i residui riportati nella tabella mostrano che la diminuzione di \$1,6 miliardi nelle attività nette ufficiali è stata inferiore a quella registrata nel secondo trimestre, da solo, nonostante che il saldo passivo della bilancia dei pagamenti sia salito a \$2,4 miliardi. Ciò è dovuto al fatto che le banche hanno ridotto la loro posizione netta sull'estero di \$0,7 miliardi. Gran parte di questa riduzione è da attribuire alle restrizioni imposte, nel dicembre 1968, sulle operazioni a termine con copertura da parte di residenti francesi, le quali hanno limitato in misura corrispondente la necessità delle banche di tenere attività valutarie a pronti.

Belgio. In Belgio, la bilancia dei pagamenti è sensibilmente peggiorata nel corso del 1968 e il suo saldo passivo ha toccato il livello di \$220 milioni. Siccome, inoltre, le passività nette sull'estero delle banche si sono ridotte di \$60 milioni, il settore monetario ufficiale ha registrato un disavanzo di \$280 milioni. Le ri-

serve valutarie sono diminuite di \$360 milioni e si è avuta anche una modesta contrazione di \$25 milioni nella posizione FMI e AGP. Le riserve auree, d'altra parte, sono cresciute di \$45 milioni e le altre attività monetarie ufficiali (comprensenti il portafoglio costituito da tratte accettate sull'estero, stilate in franchi belgi, della Banca nazionale del Belgio) di \$70 milioni.

Nel primo trimestre del 1969 si è constatata un'ulteriore flessione di \$100 milioni nelle attività nette monetarie ufficiali, circa la metà dei quali è dovuta a un deflusso di \$55 milioni attraverso il sistema bancario. All'inizio di aprile le autorità hanno fissato limiti per il totale delle attività valutarie delle banche attinte sul mercato dei cambi ufficiali e delle loro anticipazioni in valuta nazionale a non residenti. Le banche sono state invitate a uniformarsi ai limiti entro la metà dell'anno.

Paesi Bassi. Come nel Belgio, nel 1968 il saldo attivo della bilancia dei pagamenti dei Paesi Bassi è stato sostituito da un saldo passivo e questo movimento è stato accompagnato da un'uscita di fondi attraverso le banche. Il saldo passivo ha raggiunto il livello di \$100 milioni e le passività nette estere delle banche sono diminuite di \$65 milioni, per cui le attività nette monetarie ufficiali si sono ridotte di \$165 milioni. Le riserve valutarie hanno, difatti, subito una flessione di \$310 milioni, data la necessità, oltre che di finanziare il saldo passivo e il deflusso di fondi attraverso le banche, anche di convertire in dollari i fiorini concessi in prestito attraverso il FMI. In complesso, nel 1968 la posizione FMI e AGP dei Paesi Bassi è migliorata di \$145 milioni. Le riserve auree sono scese di \$15 milioni. Durante il primo trimestre del 1969 si è avuto un saldo attivo globale di \$90 milioni e le attività ufficiali nette si sono ridotte nuovamente di \$60 milioni, in seguito ad un ulteriore cospicuo deflusso di fondi per \$150 milioni attraverso le banche.

Altri paesi europei. In seguito alla svalutazione dell'ottobre 1967 la bilancia dei pagamenti della *Finlandia* è notevolmente migliorata, essendo passata da un saldo passivo di \$75 milioni nel 1967 ad un saldo attivo di \$240 milioni nel 1968. Il saldo attivo registrato nell'ultimo anno si è rispecchiato quasi interamente in un incremento di \$245 milioni nelle attività monetarie ufficiali. Le riserve valutarie sono aumentate di \$180 milioni e, inoltre, sono stati rimborsati \$65 milioni al FMI. Il saldo attivo è continuato nel primo trimestre del 1969 e le attività ufficiali nette sono cresciute di altri \$35 milioni. In *Norvegia*, il saldo attivo dei conti con l'estero è ammontato a \$150 milioni nel 1968, cioè è stato all'incirca uguale a quello dell'anno precedente. Ma, in contrasto con quanto avvenne nel 1967, l'attrazione esercitata dai saggi d'interesse crescenti all'estero ha fatto sì che la maggior parte del saldo attivo, conseguito nel 1968, abbia trovato la sua contropartita in un'espansione di \$115 milioni nella posizione netta sull'estero delle banche. Durante il primo trimestre del 1969 si è avuto un ulteriore aumento di \$80 milioni nelle attività nette sull'estero delle banche, che però è stato praticamente annullato da una flessione di \$70 milioni nelle attività ufficiali nette. In *Danimarca*, paese nel quale la bilancia dei pagamenti è stata quasi esattamente in equilibrio per il 1968, si è avuto uno spostamento di \$75 milioni di attività monetarie esterne dal settore ufficiale a quello bancario. Anche questo movimento

è da ascrivere alla tendenza ascendente dei saggi d'interesse all'estero. Nel primo trimestre del 1969 la bilancia dei pagamenti ha accusato un ampio saldo passivo di \$135 milioni, ma la flessione nelle attività ufficiali nette, pari a \$160 milioni, è stata ancora maggiore, poichè le attività nette delle banche sull'estero sono progredite di altri \$25 milioni. In *Portogallo*, il saldo attivo dei conti con l'estero è ammontato a \$140 milioni ed è stato di poco inferiore a quello conseguito nel 1967. Le attività nette ufficiali sono cresciute di \$130 milioni, compresi aumenti delle riserve auree per \$155 milioni. Dal 1967 al 1968, il saldo passivo della bilancia dei pagamenti della *Spagna* è stato sostituito da un saldo attivo. L'intero incremento del 1968 si è rispecchiato in un'espansione di \$45 milioni nelle riserve valutarie, che però, nel primo trimestre del 1969, sono diminuite di \$70 milioni.

Canada. Dopo aver registrato un saldo passivo nei conti con l'estero di \$815 milioni nel primo trimestre del 1968, la posizione esterna del Canada è notevolmente migliorata durante il resto dell'anno. Per il 1968, nel suo complesso, la bilancia dei pagamenti ha conseguito un saldo attivo di \$435 milioni, superiore cioè di quasi \$100 milioni al livello dell'anno precedente, che è stato finanziato, nella misura di \$305 milioni, mediante un incremento dei crediti netti sull'estero delle banche, lasciando un'eccedenza di \$130 milioni per il settore delle transazioni monetarie ufficiali.

Durante la crisi valutaria del primo trimestre, l'intero saldo passivo è stato coperto con una flessione nelle attività nette ufficiali. Le principali partite singole di finanziamento sono costituite dal prelievo di \$425 milioni di crediti dal FMI e dall'attivazione della facilitazione di riporto SU per un importo di \$250 milioni. L'inversione nella tendenza è dovuta all'esonazione del Canada dall'applicazione delle misure del più severo programma inerente alla bilancia dei pagamenti americana, introdotto in marzo. Negli ultimi nove mesi dell'anno si è accumulato un saldo attivo di \$1.250 milioni, compresa un'eccedenza nel settore ufficiale di \$950 milioni. Il prelievo effettuato in base alla facilitazione di riporto conclusa con gli Stati Uniti venne interamente rimborsato in luglio e la "tranche" in oro del Canada, per l'ammontare di \$185 milioni, fu ricostituita alla metà di settembre, ma durante questo periodo la principale operazione finanziaria ufficiale è rappresentata da un aumento di \$695 milioni negli averi ufficiali in dollari SU. L'espansione delle riserve in dollari non ha tuttavia assunto forma liquida: in cambio dell'esonazione dalle limitazioni americane sull'uscita di capitali, il Canada si è impegnato, fra l'altro, a collocare gli averi ufficiali in dollari eccedenti i saldi d'esercizio in speciali titoli governativi SU non liquidi e, per far fronte all'obbligo contratto, nel 1968 il governo canadese ha acquistato \$1.050 milioni di tali titoli.

Nei primi tre mesi del 1969 il saldo attivo del Canada si è ridotto a \$25 milioni, in parte per ragioni stagionali. Le banche commerciali, la cui posizione sull'estero era stata limitata dall'inizio di marzo 1968, hanno aumentato i loro crediti netti di \$65 milioni, presumibilmente verso gli Stati Uniti. Si è, pertanto, registrata una riduzione di \$40 milioni nelle attività nette ufficiali durante il trimestre.

Giappone. Anche in Giappone la bilancia dei pagamenti aveva conseguito un saldo passivo nel primo trimestre del 1968 che, in questo caso, era di natura eminentemente stagionale. Ma questo andamento ha ceduto il passo a crescenti saldi attivi negli altri tre trimestri, sicchè, per l'anno nel suo complesso, è stato registrato un saldo attivo di \$1.100 milioni. Di questo importo, \$240 milioni sono stati finanziati attraverso le banche commerciali, in contrasto con l'afflusso di \$510 milioni nel 1967, e l'avanzo dei regolamenti ufficiali è ammontato a \$860 milioni invece che a un deficit di \$60 milioni come nel 1967. Nel 1968, la maggiore voce dal lato dei finanziamenti ufficiali è costituita da un incremento di \$710 milioni nelle riserve valutarie, quasi interamente in dollari SU. Nel primo trimestre del 1969, il saldo attivo è ammontato a \$280 milioni; le attività nette ufficiali sono cresciute ulteriormente di \$320 milioni. Anche questa volta l'aumento è consistito quasi interamente in averi in dollari SU.

Mercati dei cambi.

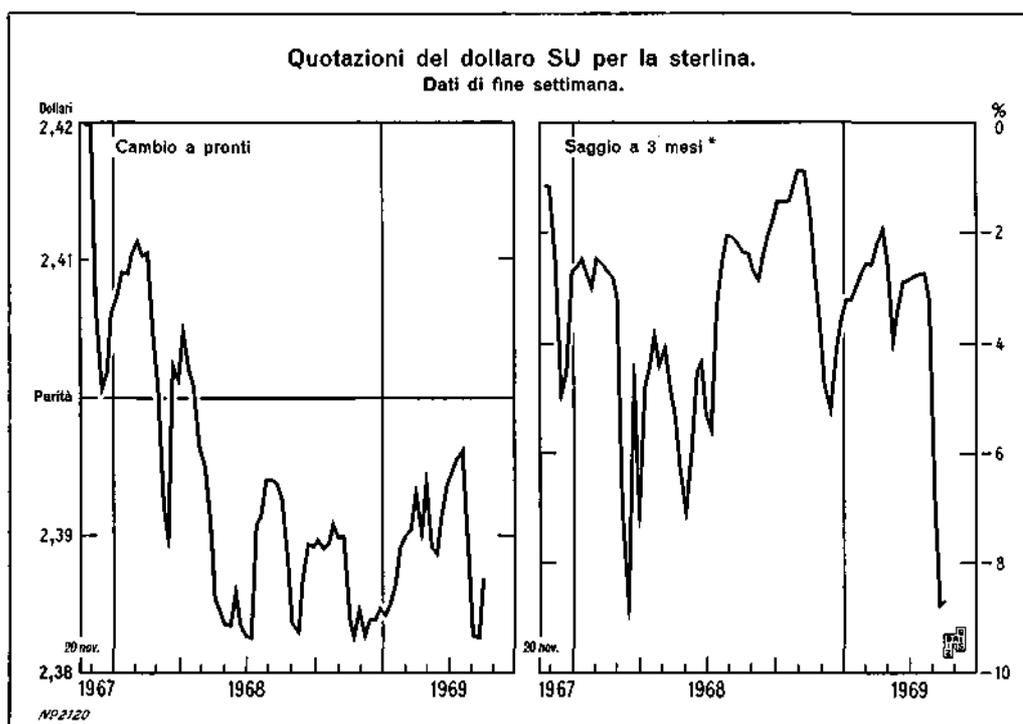
Nei sei mesi fino alla metà di marzo 1968 la situazione sui mercati dei cambi è stata la più perturbata dall'introduzione della convertibilità delle valute in Europa alla fine del 1958. E durante lo scorso anno gli eventi hanno periodicamente inferto ulteriori colpi alla fiducia. In primo luogo, nel maggio e giugno 1968 il franco francese si è improvvisamente trovato sotto forte pressione. Nella seconda metà dell'anno le aspettative di una rivalutazione del marco (sempre pronte ad affiorare dopo la crisi sul mercato dell'oro di marzo) sono diventate quasi spasmodiche. Nel frattempo, la costante debolezza della bilancia dei pagamenti del Regno Unito ha lasciato la sterlina pericolosamente senza protezione. Gli atteggiamenti mutevoli si sono rispecchiati nei movimenti discontinui dei fondi a breve e la situazione è esplosa alla metà di novembre con un imponente afflusso di fondi in Germania. Il 20 novembre venne decisa la chiusura per tre giorni della maggior parte dei principali mercati dei cambi europei mentre i ministri ed i governatori delle banche centrali del Gruppo dei dieci si incontravano a Bonn allo scopo di concordare l'azione per risolvere la crisi. Le misure adottate dai tre paesi principalmente colpiti da essa sono state descritte nel capitolo I. Pur non avendo restaurato subito la fiducia, ben presto si è verificato un imponente riflusso di fondi dalla Germania e per qualche tempo la situazione sui mercati è migliorata.

In contrasto con quanto avvenne nei primi mesi del 1968, quando il dollaro era stato al centro delle preoccupazioni, la moneta americana non si è trovata coinvolta direttamente nella crisi di novembre. All'inizio della primavera del 1969, in larga misura per effetto del massiccio ricorso a prestiti da parte degli Stati Uniti sui mercati europei, quasi tutte le più importanti valute europee, con la principale eccezione del franco svizzero, sono scese ben al disotto della parità con il dollaro e molte hanno registrato un forte premio nelle operazioni a termine. Poi, all'inizio di maggio, un ulteriore afflusso di fondi speculativi in Germania ha di nuovo sconvolto i mercati dei cambi.

La sterlina. Per la maggior parte del periodo sotto rassegna, la sterlina è stata piuttosto debole sui mercati dei cambi, a causa soprattutto della lentezza

con cui la bilancia dei pagamenti del Regno Unito è andata migliorando dopo la svalutazione; questa ha lasciato la sterlina vulnerabile di fronte alle perturbazioni sorte in altri punti importanti del sistema monetario. Dopo un periodo di sostenutezza all'inizio del 1968, il cambio per il dollaro a pronti è sceso a \$2,39 durante la crisi sul mercato dell'oro di marzo, mentre sul mercato a termine, sul quale la Banca d'Inghilterra non sosteneva più attivamente il cambio, lo sconto a tre mesi sul dollaro ha raggiunto, ad un certo momento, il 15% all'anno. Dopo la sospensione degli interventi sul mercato dell'oro da parte del Consorzio, la sterlina ha incominciato ad acquistare fermezza e questo andamento è stato incoraggiato dal bilancio britannico. All'inizio di aprile il cambio per il dollaro a pronti era risalito a \$2,40 ½. Quasi subito però si è di nuovo indebolito e, a metà dell'anno, era caduto a \$2,38 ¼. Ciò è dovuto non soltanto alla debolezza della bilancia dei pagamenti, ma anche a influenze sfavorevoli, quali la crisi francese e il fatto che alcuni paesi appartenenti all'area della sterlina stavano riducendo la componente in sterline delle loro riserve.

In luglio la sterlina si è ripresa sensibilmente tanto sul mercato a pronti che su quello a termine, in seguito all'annuncio dato l'8 luglio dell'accordo di principio su una nuova cospicua facilitazione creditizia internazionale per proteggere le riserve britanniche contro le riduzioni nel livello dei saldi in sterline detenuti da paesi del resto dell'area di questa moneta. A fine luglio il cambio per il dollaro a pronti era risalito a \$2,39 ½, mentre lo sconto a tre mesi sul dollaro era sceso a poco più del 2% all'anno. In agosto e all'inizio di settembre si è avuto di nuovo un indebolimento, in conseguenza, prima, degli avvenimenti



* Come sconto sul cambio a pronti, in percento per anno.

della Cecoslovacchia e, poi, delle rinnovate speculazioni sulla rivalutazione del DM. La posizione della sterlina è ancora una volta migliorata dopo la conferma, annunciata il 9 settembre, della concessione della facilitazione di \$2 miliardi ed è rimasta alquanto più sostenuta fino alla fine di ottobre. La sterlina a pronti non ha mai superato in misura notevole \$2,39, ma lo sconto a tre mesi si è ridotto considerevolmente, a poco più dello 0,75 % all'anno, alla fine di ottobre.

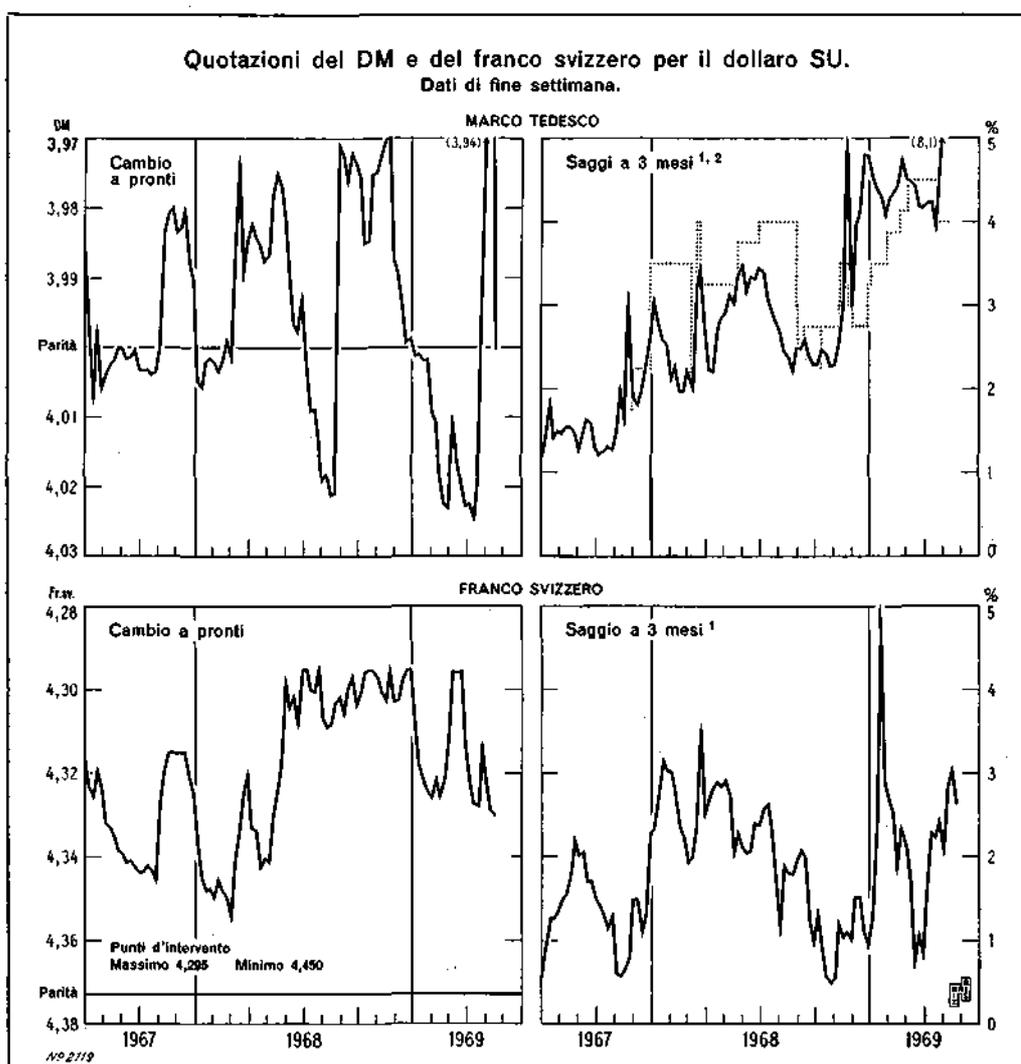
Ma ancora una volta è stato impossibile consolidare la posizione. In novembre, la nuova e maggiore ondata speculativa connessa alle eventuali modificazioni nelle parità valutarie della Germania e della Francia ha sottoposto la sterlina a fortissime pressioni. Il cambio a pronti fu mantenuto a \$2,38 $\frac{1}{4}$ sul mercato di Londra, ma sul mercato di Nuova York esso era sostenuto al suo minimo di \$2,38 dalla Banca della Riserva federale, la quale agiva per conto della Banca d'Inghilterra, quando il mercato di Londra venne chiuso dal 20 al 22 novembre. Nello stesso tempo lo sconto a tre mesi è sensibilmente cresciuto, raggiungendo il livello di quasi il 9 % all'anno a Nuova York.

La speculazione si è calmata quando i principali mercati dei cambi europei si sono riaperti il 25 novembre, ma la sterlina è rimasta quasi sempre debole per il resto dell'anno. In gennaio e febbraio 1969 la sterlina ha considerevolmente migliorato. All'inizio dell'anno la domanda commerciale di sterline è stata abbastanza sostenuta (in gran parte per ragioni stagionali) e si è avuta una certa ripresa nei saldi in sterline dei paesi della stessa area. Sebbene la ripresa sia stata limitata dalla crescente stretta monetaria negli Stati Uniti, a fine febbraio il cambio a pronti era salito al disopra di \$2,39 $\frac{1}{4}$ e lo sconto a termine era di circa il 2,5 % all'anno. In marzo, tuttavia, si è verificato ancora un breve regresso, in connessione, in parte, con i risultati deludenti delle operazioni in conto merci relative al mese di febbraio. E la sterlina si è trovata sottoposta a pressioni assai più forti in aprile, e poi di nuovo in maggio, quando le speculazioni in favore del DM hanno ripreso su scala più vasta perfino rispetto al novembre 1968. Il cambio a pronti è caduto allora temporaneamente a \$2,38 $\frac{1}{4}$ e nello stesso tempo lo sconto a tre mesi sul dollaro si è dilatato al 16 % all'anno.

Il marco tedesco. Durante il periodo sotto rassegna le quotazioni a pronti del DM per il dollaro SU hanno subito considerevoli fluttuazioni. Da una parte, vi sono state numerose occasioni nelle quali l'afflusso di fondi in Germania in attesa di una possibile rivalutazione della moneta hanno spinto il DM al suo limite superiore rispetto al dollaro sul mercato a pronti. Dall'altra, nell'intervallo fra le ondate di speculazioni, il cambio a pronti si è sensibilmente indebolito, rispecchiando il deficit della bilancia dei pagamenti di base e, talvolta, è stato più debole che in qualsiasi altro periodo dal 1961, anno in cui venne dichiarata l'attuale parità. Sui mercati a termine il DM è stato assai sostenuto (appoggiato dal livello dei saggi d'interesse relativamente bassi in Germania) ed è diventato eccezionalmente forte durante le ondate di speculazioni.

Quando, dopo la crisi sul mercato dell'oro di marzo 1968, le tensioni si sono allentate, il cambio a pronti per il dollaro si è indebolito da una punta di DM 3,97 a DM 3,98 $\frac{3}{4}$ alla fine di aprile. Poi, in maggio, con il persistere delle incer-

tezze circa il dollaro e la sterlina, una moderata ondata di speculazioni in favore del DM ha riportato le quotazioni a DM 3,97 1/2. La speculazione si è rapidamente esaurita e, dalla metà di maggio alla metà di agosto, il cambio a pronti per il dollaro si è indebolito quasi senza interruzione a DM 4,02 1/8, cioè a oltre lo 0,5 % sotto la parità. Durante questo periodo il DM non sembra aver beneficiato della fuga di capitali dalla Francia; nè si è rafforzato per effetto dell'imponente rimpatrio stagionale di attività estere da parte delle banche tedesche in giugno, poichè questo movimento ha avuto luogo, in ampia misura, attraverso rimborsi di riporti contro dollari alla Bundesbank. Un deflusso assai cospicuo di capitali a lungo termine, in un momento di flessione stagionale dell'avanzo delle partite correnti, ha pertanto potuto produrre i suoi effetti sui saggi del mercato a pronti durante questi mesi e dopo la metà dell'anno si è verificata una riduzione analoga nel premio a termine, a circa il 2,25 % all'anno.



¹ Come premio sul cambio, in percentuale per anno. ² La linea continua rappresenta saggi di mercato. La linea punteggiata rappresenta i cambi speciali applicati dalla Bundesbank ai riporti contro dollari SU effettuati con le banche commerciali.

Alla fine di agosto hanno ripreso a circolare, più insistentemente di prima, voci di una possibile rivalutazione del DM. Data la continua debolezza del franco francese e la lenta ripresa della sterlina, le voci hanno provocato un afflusso di fondi speculativi assai più ampio, che, il 30 agosto, ha spinto il cambio a pronti per il dollaro praticamente al suo limite superiore di DM 3,97. E il premio del mercato sul dollaro a tre mesi si sarebbe probabilmente ampliato nella stessa misura, se, alla fine di agosto, la Bundesbank non avesse abbassato il suo saggio per riporti a tre mesi con le banche dal 4 al 2,5 % all'anno.

Le energiche smentite in merito a qualsiasi proposito di rivalutare hanno ristabilito la calma nella seconda settimana di settembre; ma il cambio a pronti è rimasto piuttosto sostenuto, nonostante la situazione di minore tensione che si è protratta fin verso la fine di ottobre. Poi, nelle prime tre settimane di novembre, si è assistito ad un'ondata di speculazioni, la cui ampiezza ha superato quelle precedenti. Il cambio del DM a pronti per il dollaro è salito al suo limite superiore di DM 3,97 il 15 novembre, rimanendovi fino alla chiusura del mercato dei cambi tedesco, avvenuta il 20 novembre. Nel frattempo, il premio sul dollaro sul mercato a termine ha toccato la punta di quasi il 5 % all'anno, mentre le facilitazioni di riporto, messe a disposizione delle banche commerciali da parte della Bundesbank, a saggi varianti dal 2,5 al 3,5 % all'anno, sono state limitate temporaneamente agli investimenti in buoni del Tesoro americano.

Il deflusso di fondi dalla Germania subito dopo la riunione di Bonn ha portato il cambio a pronti per il dollaro alla parità alla fine dell'anno, livello al quale è rimasto durante gennaio. Poi, quando le esportazioni di capitali hanno fatto registrare un cospicuo saldo passivo nella bilancia dei pagamenti, all'inizio di marzo il cambio ha continuato a scendere fino a DM 4,02⁵/₈, cioè a quasi lo 0,7 % al disotto della parità. Le quotazioni sul mercato a termine si sono, tuttavia, mantenute sostenute, perchè il premio a tre mesi ha quasi sempre superato il 4 % all'anno, rispecchiando il livello senza precedenti dei saggi d'interesse per l'eurodollaro.

A partire dalla metà di aprile il DM, tanto a pronti che a termine, ha ricominciato a consolidarsi. Alla fine del mese, il cambio a pronti si trovava al limite superiore e durante i massicci afflussi di fondi, verificatisi al principio di maggio, le quotazioni di mercato hanno persino qualche volta superato tale punto. L'8 maggio il premio a tre mesi ha toccato sul mercato il 9 % all'anno. Quando il governo tedesco ha comunicato la sua decisione di non procedere alla rivalutazione, le quotazioni si sono di nuovo indebolite, ma sul mercato a termine il DM è rimasto eccezionalmente sostenuto.

Il franco svizzero. Per la maggior parte del periodo che è seguito allo sconvolgimento occorso sul mercato dell'oro nel marzo 1968, la domanda per il franco svizzero è stata assai sostenuta. A quel tempo, quando altri importanti mercati dei cambi europei sono stati temporaneamente chiusi, la Banca nazionale svizzera ha innalzato il limite superiore effettivo per il franco svizzero contro il dollaro al massimo di fr.sv. 4,29 ¹/₂, uguale all'1,78 % al disopra della parità, rispetto al cambio di fr.sv. 4,31 ¹/₂ solitamente applicato dal 1961. Nella fattispecie, il

corso della moneta è salito soltanto a fr.sv. 4,32. All'inizio di maggio il franco è diventato più sostenuto e quando, verso la fine del mese, i capitali hanno abbandonato la Francia, il cambio per il dollaro ha praticamente toccato il suo nuovo limite superiore. Per il resto dell'anno è sempre rimasto al disopra del punto d'intervento in vigore prima di marzo.

Le quotazioni sono scese all'inizio di agosto toccando fr.sv. 4,31, ma gli avvenimenti in Cecoslovacchia, seguiti da speculazioni in favore del DM, hanno fatto invertire la tendenza e il franco svizzero era di nuovo assai forte verso la fine di settembre, quando, inoltre, le banche hanno dovuto fronteggiare una penuria nella liquidità interna. Durante la terza settimana di novembre il franco svizzero è stato coinvolto nella crisi valutaria internazionale e, durante la conferenza di Bonn, il cambio a pronti ha raggiunto il livello di fr.sv. 4,29 $\frac{1}{2}$. E si trovava di nuovo vicino al punto d'intervento prima della fine dell'anno, sebbene la banca centrale avesse messo a disposizione delle banche liquidità all'interno attraverso operazioni di riporto su scala assai vasta.

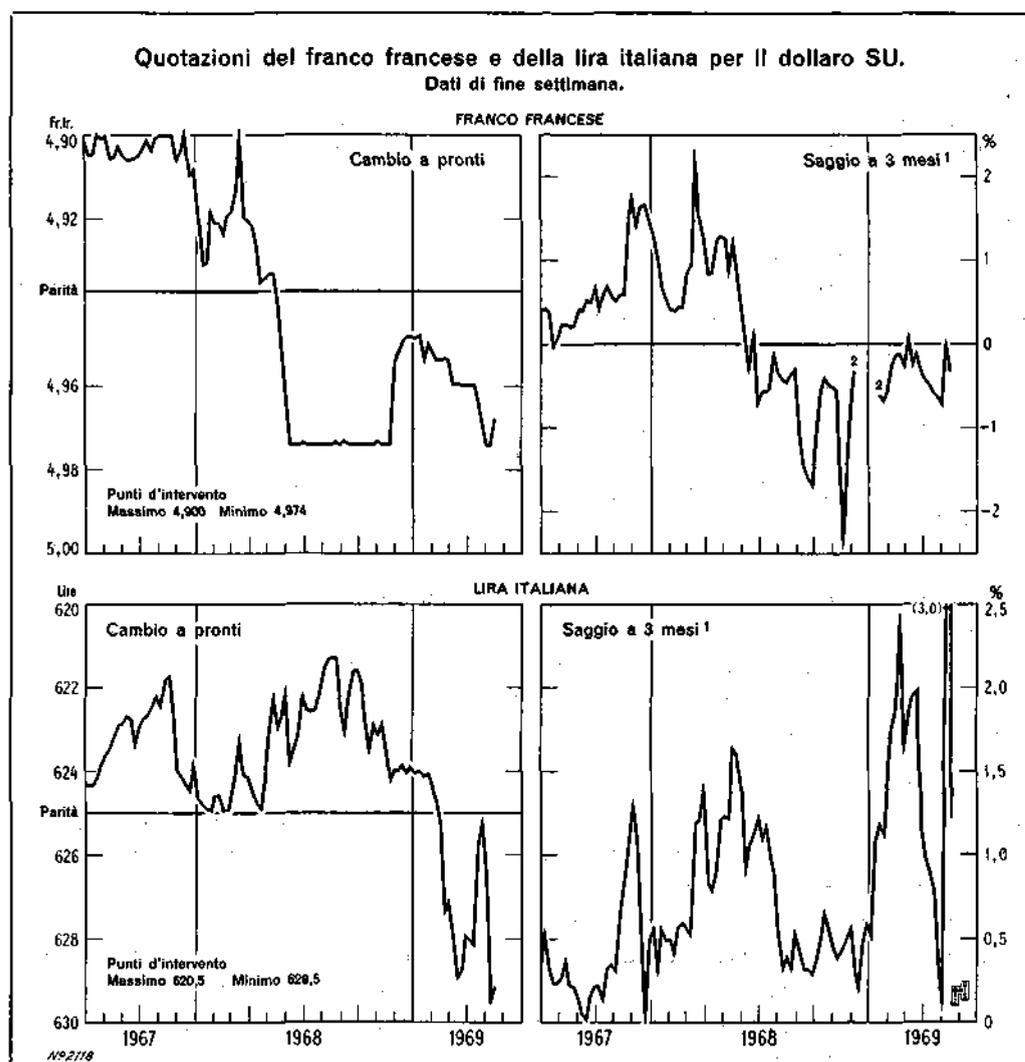
All'inizio del 1969, il deflusso stagionale di fondi, sostenuto dal forte movimento ascendente dei saggi d'interesse per l'eurodollaro, ha depresso il cambio a pronti, il quale, alla metà di febbraio, era sceso a fr.sv. 4,32 $\frac{3}{4}$; questo andamento è stato accompagnato da una ripresa nel premio a tre mesi sul dollaro ad un livello alquanto al disopra del 2,5% all'anno per tutto gennaio. Esso aveva presentato una tendenza in diminuzione per la maggior parte del 1968. Verso la fine del primo trimestre questi movimenti si sono temporaneamente invertiti, quando la quotazione a pronti è risalita al suo limite superiore. In aprile si è peraltro verificato un nuovo deflusso di fondi e, al livello di fr.sv. 4,33 (meno dell'1% al disopra della parità), il cambio a pronti ha raggiunto il suo punto più debole da quasi un anno. Dopo un rafforzamento più avanti nel mese, il cambio è sceso di nuovo a circa fr.sv. 4,33, durante un'altra ondata di speculazioni in favore del DM.

Il franco francese. Dal maggio 1968, la posizione di fondo del franco francese è stata assai debole. Mentre per gran parte del periodo questo fatto si è rispecchiato nelle quotazioni di mercato per il franco, il ripristino dei controlli valutari verso la fine di novembre ha arrecato ad esse un sensibile miglioramento, che è durato per circa tre mesi.

Appena prima che avessero inizio le agitazioni studentesche del 1968, il cambio a pronti per il dollaro era prossimo alla parità. Dal 20 maggio al 7 giugno il mercato dei cambi di Parigi non è stato in grado di funzionare, ma nelle operazioni effettuate in altri centri il cambio a pronti per il dollaro è sceso al suo limite inferiore di fr.fr. 4,974 ed è stato sostenuto per conto della Banca di Francia dalla Banca della Riserva federale di Nuova York e dalla BRI sui mercati europei. Dopo la riapertura del mercato di Parigi, il cambio a pronti non si è staccato di molto dal punto inferiore d'intervento fintanto che la crisi valutaria di novembre ha provocato un'altra chiusura del mercato. Dato che il cambio a pronti è rimasto sempre al suo minimo, i vari gradi di pressione esercitata sul franco durante questo periodo possono essere rilevati dai movimenti delle quo-

tazioni a termine. Lo sconto a tre mesi sul dollaro, comparso in maggio, è salito a quasi l'1,75 % per anno all'inizio di settembre e a oltre il 3 % durante la crisi valutaria di novembre.

Dopo la riunione a Bonn del Gruppo dei dieci e la decisione del governo francese di non svalutare, il cambio a pronti per il dollaro è sensibilmente migliorato. Alla fine dell'anno era di fr.fr. 4,94 $\frac{3}{4}$, ossia di poco meno dello 0,25 % al disotto della parità ed è rimasto sempre al disopra di fr.fr. 4,95 $\frac{1}{2}$ fino alla fine di febbraio 1969. Questo miglioramento è dovuto in buona parte ad alcune misure amministrative adottate dalle autorità. Una di queste è stata la limitazione dell'accesso dei residenti francesi al mercato dei cambi a termine. Inoltre certe restrizioni sono state imposte alle operazioni sull'estero delle banche. Dapprima, nel dicembre 1968, le banche sono state invitate a ricondurre la posizione



¹ Come sconto o premio sul cambio a pronti, in percento per anno. ² Dal 4 dicembre 1968 i residenti francesi non bancari non possono ottenere la copertura a termine per più di un mese. Dal 19 gennaio 1969 la copertura a tre mesi viene concessa per una gamma limitatissima di merci importate.

globale attiva in valuta e i crediti in franchi francesi al livello del 3 settembre 1968, entro, rispettivamente, la fine dell'anno e la fine di gennaio 1969. Successivamente, nel gennaio 1969, è stato richiesto in via generale a tutte le banche aventi posizioni attive in valuta verso non residenti di portare in equilibrio queste posizioni per la fine del mese. In caso contrario le banche erano tenute a costituire presso la Banca di Francia depositi a tre mesi in dollari, per un importo corrispondente alle loro posizioni attive nette in valuta nei confronti di non residenti.

Il franco ha nuovamente incominciato a indebolirsi in marzo e dopo le dimissioni rassegnate alla fine di aprile dal Generale de Gaulle è sceso al limite inferiore per il dollaro, intorno al quale ha continuato ad aggirarsi durante la massiccia ondata di speculazioni in favore del DM all'inizio di maggio.

La lira. I movimenti speculativi verificatisi dopo il marzo 1968 hanno, in linea generale, colpito meno la lira che le valute finora discusse. In pari tempo, il cambio ha subito fluttuazioni più ampie che in qualsiasi periodo precedente. Da una punta momentanea di lire 622 $\frac{1}{4}$ toccata in marzo, il cambio a pronti per il dollaro è sceso praticamente alla parità in aprile. Poi ha registrato un miglioramento stagionale fino ad agosto inoltrato, quando si è avvicinato a lire 621 $\frac{1}{4}$ (quasi lo 0,6% al disopra della parità), il livello più elevato raggiunto rispetto al dollaro da oltre cinque anni. Il cambio si è poi indebolito a lire 624 alla fine di novembre ed ha continuato a fluttuare intorno a questa quotazione fino all'inizio di febbraio 1969.

Al principio del 1969 le autorità italiane si sono preoccupate del forte impatto che i saggi d'interesse il cui alto livello era senza precedenti sul mercato dell'eurodollaro stavano producendo sulla situazione monetaria interna. Perciò, alla metà di febbraio, hanno deciso di agire per contenere la perdita di liquidità. Per la prima volta si è consentito che il cambio a pronti scendesse notevolmente al disotto della parità e, all'inizio di marzo, esso aveva raggiunto lire 629. Vi è stato inoltre un cospicuo aumento nel costo dei riporti contro dollari che l'Ufficio italiano dei cambi ha messo a disposizione delle banche. In seguito a queste misure, le esportazioni di fondi sono diventate più costose. In marzo, poi, le banche sono state invitate a bilanciare per la metà dell'anno la loro posizione netta in attività verso l'estero, che a quel tempo ammontava a circa \$800 milioni. Alla metà di aprile il cambio a pronti ha ripreso sostenutezza, ma è temporaneamente sceso al suo limite inferiore, il 9 maggio, quando l'afflusso di fondi speculativi in Germania ha toccato il suo apice.

Altre valute. Tanto la valuta del Belgio, quanto quella dei Paesi Bassi che, nella seconda metà del 1967, si erano mantenute generalmente molto vicine ai loro limiti superiori rispetto al dollaro, si sono indebolite assai sensibilmente fra il marzo e l'ottobre 1968. Nel caso del franco belga, il cambio a pronti è sceso in modo abbastanza persistente dopo maggio e verso la fine di ottobre non si scostava molto dal limite inferiore; il fiorino, invece, che si era indebolito notevolmente dopo la crisi sul mercato dell'oro, successivamente è rimasto intorno alla

parità con il dollaro fino a poco dopo la metà dell'anno, e poi è peggiorato ulteriormente a quasi lo 0,7% al disotto della parità alla metà di ottobre.

Dopo ottobre, pur continuando a manifestare una tendenza generale analoga, l'andamento delle quotazioni per queste due valute è stato alquanto più divergente. Siccome nell'ultimo trimestre le condizioni monetarie si sono fatte tese nei Paesi Bassi, le quotazioni a pronti per il fiorino, tenute basse dalla domanda per DM fino alla metà di novembre, sono migliorate ad oltre lo 0,4% al disopra della parità in dicembre, per poi indebolirsi di nuovo bruscamente all'inizio dell'anno nuovo in seguito alla domanda sostenutissima di eurodollari. Anche in Belgio i saggi d'interesse sono aumentati, ma alla fine dell'anno il cambio a pronti era salito soltanto in misura modesta e all'inizio di aprile era ricaduto poco al disopra del limite inferiore. A questo punto, le banche sono state invitate a ridurre sensibilmente, per la metà dell'anno, le loro attività nette valutarie esterne e il cambio a pronti è risalito alla parità. All'inizio di maggio, gli sconvolgimenti verificatisi sui mercati dei cambi hanno sfavorevolmente influito sul franco belga e sul fiorino olandese. A quel tempo, le quotazioni sul mercato libero per il franco belga, che erano peggiorate senza interruzione durante il periodo sotto rassegna, presentavano uno sconto di circa l'8%.

Nel 1968, un ulteriore modesto saldo attivo registrato dalla bilancia dei pagamenti dell'Austria ha generalmente fatto sì che lo scellino si sia mantenuto assai sostenuto rispetto al dollaro. Le quotazioni a pronti non sono mai scese a meno dello 0,4% al disopra della parità, e, durante l'estate, hanno qualche volta toccato il punto d'intervento superiore. Anche in Norvegia, la posizione globale verso l'estero ha mostrato un cospicuo saldo attivo e il cambio della corona è stato quasi sempre tenuto alla parità con il dollaro. E la corona svedese, che ha oscillato alquanto sopra la parità per la maggior parte dell'anno, è stata tenuta un poco al disotto della parità durante i periodi di debolezza della bilancia dei pagamenti nel quarto trimestre e durante la crisi di maggio 1969. La corona danese, d'altra parte, ha registrato fluttuazioni più ampie: dalla prossimità al limite superiore, al quale si trovava nella primavera del 1968, è scesa, a metà dell'anno, circa alla sua nuova parità (stabilita nel novembre 1967) e poi ha generalmente oscillato al disotto di tale livello. La valuta è stata particolarmente debole durante la più recente ondata di speculazioni in favore del DM, scendendo a più dello 0,5% al disotto della parità prima della chiusura del mercato dei cambi danese. La peseta spagnola, pure svalutata nel novembre 1967, successivamente ha fluttuato entro stretti limiti intorno allo 0,4% al disopra della parità, per poi indebolirsi ed avvicinarsi alla parità in aprile 1969. L'escudo portoghese, invece, che era stato mantenuto vicino alla sua parità con il dollaro per la maggior parte del 1968, ha incominciato a consolidarsi in novembre, salendo a oltre lo 0,8% al disopra della parità in un certo momento alla fine di marzo 1969.

In seguito all'annuncio del nuovo programma SU per la bilancia dei pagamenti, all'inizio del 1968 il dollaro canadese è stato sottoposto a forte pressione e il cambio, in termini di dollari SU, è passato all'incirca dal valore di parità di \$SU 0,92 ½ a meno di \$SU 0,92 in gennaio. All'inizio di marzo, al Canada

è stata accordata l'esenzione dalle limitazioni concernenti capitali americani, ma questo evento è stato relegato nell'ombra per qualche tempo dalla crisi sul mercato dell'oro. Dopo la riunione di Washington, la situazione sul mercato dei cambi è tuttavia notevolmente migliorata, quando sono state liquidate le posizioni speculative e quando si è fatta sentire la forza della bilancia dei pagamenti del Canada, sostenuta da afflussi eccezionalmente cospicui di capitali a lungo termine dall'Europa e dagli Stati Uniti. La parità è stata di nuovo raggiunta in aprile, e in luglio il cambio a pronti ha toccato il suo limite superiore effettivo di \$SU 0,93 $\frac{1}{4}$. E per il resto del periodo sotto rassegna è rimasto a tale limite o se ne è discostato di pochissimo.

Nel 1968 anche le quotazioni dello yen giapponese sono notevolmente migliorate. Mentre il cambio a pronti è rimasto generalmente vicino al punto d'intervento inferiore rispetto al dollaro, di yen 362,7, per circa tre anni, dopo l'aprile 1968 esso è migliorato senza interruzione ed è salito praticamente al limite superiore di yen 357,3 alla fine dell'anno, per la prima volta da quando, nell'aprile 1963, i margini di fluttuazione vennero portati allo 0,75 % su entrambi i lati della parità. Questo forte miglioramento ha rispecchiato il conseguimento di un imponente saldo attivo nella bilancia dei pagamenti. Durante i primi mesi del 1969 lo yen è rimasto piuttosto vicino al suo limite superiore.

Altri sviluppi valutari.

Negli Stati Uniti, le limitazioni più severe del programma relativo alla bilancia dei pagamenti introdotte nel gennaio 1968 e descritte nella Relazione dello scorso anno sono rimaste in vigore per la maggior parte del periodo sotto rassegna. Nell'aprile 1969 sono stati, tuttavia, annunciati alcuni alleggerimenti che coprono tutto l'anno. In primo luogo, per quanto riguarda le restrizioni sul deflusso di fondi destinati ad investimenti diretti, l'importo relativo non soggetto a limiti è stato portato da \$ 300.000 a \$ 1 milione. In pari tempo, il limite massimo alternativo dei fondi che le società possono destinare a investimenti diretti all'estero durante il 1969 è stato aumentato dal 20 al 30 % dei profitti ivi conseguiti nel 1968. Si è calcolato che nel 1969 l'effetto potenziale di queste misure sul totale dei fondi destinati ad investimenti diretti, i quali sono soggetti al programma del Ministero del Commercio, potrebbe essere di aumentarli da \$ 2.950 a 3.350 milioni. Secondariamente, come alternativa ai limiti già esistenti per i loro crediti esteri (103 % del livello di fine 1964 per banche tradizionalmente impegnate nella concessione di crediti esteri e per altre banche il livello di fine 1967 più un terzo della differenza fra quell'importo e il 2 % del totale delle loro attività a fine 1966), nel 1969 le banche potranno aumentare le loro attività estere fino all'1,5 % della loro consistenza a fine 1968. Inoltre, i limiti per gli averi in attività estere di istituti finanziari non bancari sono stati portati dal 95 al 100 % dell'importo di fine 1967. Si stima che anche queste misure potrebbero accrescere potenzialmente i crediti esteri di \$ 400 milioni oltre e al disopra dei limiti precedenti. In terzo luogo, l'aliquota dell'imposta di conguaglio dei saggi d'interesse sugli acquisti, da parte di residenti americani, di azioni estere è stata ridotta dal 18,75 all'11,25 % e l'aliquota di questa imposta sugli acquisti di obbligazioni estere è stata abbassata, in termini di interessi per anno, dall'1,25 allo 0,75 %.

Nel Regno Unito, a prescindere dal sistema dei depositi per le importazioni descritto a pagina 27, la principale modificazione apportata ai controlli valutari nel periodo sotto rassegna, è stata l'abolizione, nell'ottobre 1968, della facilitazione in base alla quale le banche britanniche avevano accordato crediti in sterline a non residenti per il finanziamento del commercio fra paesi non appartenenti all'area della sterlina.

In Francia i controlli valutari (aboliti alla fine del 1966) sono stati ripristinati nel maggio 1968, temporaneamente soppressi di nuovo in settembre e poi ancora una volta introdotti, in forma più rigorosa, verso la fine di novembre. In base ai controlli in vigore dallo scorso novembre occorre l'autorizzazione ufficiale per tutti i pagamenti a non residenti, per tutti gli acquisti di titoli esteri, tranne che per quelli effettuati con il ricavo della vendita di titoli precedentemente detenuti, nonché per l'importazione e l'esportazione di oro. Tutte le transazioni in conto estero compiute da residenti devono aver luogo attraverso istituti autorizzati, presso i quali devono essere anche depositati tutti i mezzi di pagamento e titoli esteri detenuti in Francia. Contemporaneamente, i residenti sono stati invitati a rimpatriare tutti i crediti e introiti esteri acquisiti o ricevuti durante i quattro mesi precedenti. Inoltre, restrizioni valutarie sono state imposte sui viaggi all'estero. In base alle modificazioni introdotte nel gennaio 1969, i residenti francesi possono in genere portare con sé ogni anno il controvalore in valute estere di fr.fr. 1.000; per i viaggi d'affari la quota è compresa fra fr.fr. 2.000 e 3.000 per ogni viaggio. Sussiste anche un limite, pari a fr.fr. 200, all'importo che può essere esportato sotto forma di biglietti di banca francesi.

Infine, gli acquisti a termine di valute da parte di residenti sono stati limitati a quelli relativi alle importazioni di un ristretto numero di merci, soprattutto prodotti base, per le quali è possibile ottenere la copertura a termine fino ad un mese. Dopo il gennaio 1969, la copertura a termine fino a tre mesi è stata consentita per le importazioni di alcuni di questi prodotti. Nel marzo 1969 il ricorso all'indebitamento verso l'estero da parte di residenti è stato assoggettato ad autorizzazione preventiva, la liquidazione degli investimenti diretti francesi all'estero può essere effettuata soltanto dopo la preventiva dichiarazione alle autorità e occorre il permesso per poter trattenere o reinvestire all'estero profitti realizzati da filiali estere di società francesi.

Oltre alle misure descritte nel paragrafo precedente, nel dicembre 1968 e poi ancora nel gennaio 1969 sono state introdotte restrizioni per quanto riguarda le operazioni estere delle banche francesi. Queste sono esposte a pagina 144. Limitazioni alquanto analoghe sono state imposte sulle operazioni estere delle banche in Belgio e in Italia; esse sono illustrate alle pagine 136 e 145.

Quanto alla Germania, a pagina 12 sono già state menzionate le modificazioni che, nel novembre 1968, sono state apportate alle imposte di confine sulle importazioni ed esportazioni, nonché l'introduzione di una riserva del 100% per qualsiasi incremento che le banche, soggette a simili riserve, registrano nelle loro passività estere oltre il livello al quale si trovavano il 15 novembre 1968 (successivamente portata al livello del 15-30 aprile 1969). Questa misura è stata seguita quasi immediatamente da altre disposizioni intese a scoraggiare l'afflusso

di fondi in Germania. Alle banche non era più consentito, senza autorizzazione speciale, di accettare depositi da non residenti, corrispondere interessi su nuovi conti a risparmio di non residenti o prendere a prestito fondi da non residenti. I depositi o prestiti accettati da non residenti, a regolamento di transazioni in conto capitali correnti o a lungo termine, sono stati peraltro esentati da questo divieto. Verso la fine di febbraio, quando il precedente afflusso di fondi aveva invertito la sua tendenza, queste restrizioni sono state abolite. Con effetto dal 1° giugno sono state aumentate del 50% le riserve obbligatorie minime da costituirsi in relazione alle passività delle banche sull'estero non soggette alla riserva del 100% sopra menzionata.

Durante il periodo sotto rassegna sono stati modificati i cambi in due paesi europei: Islanda e Romania. Il 12 novembre 1968 la corona islandese è stata svalutata del 35% e la parità è stata portata da $\$SU 1 = \text{cor. isl. } 57$ a $\$SU 1 = \text{cor. isl. } 88$. Poco prima della svalutazione, nel settembre 1968 era stata introdotta una sovrimposta del 20% su tutte le importazioni commerciali e un'imposta del 20% sulle valute estere cedute per scopi di turismo; questa misura era stata seguita dall'applicazione di estesi controlli valutari in ottobre. La corona era già stata svalutata di quasi il 25% nel novembre 1967. In Romania, il cambio per le transazioni non commerciali è stato mutato da $\$SU 1 = \text{lei } 12$ a $\$SU 1 = \text{lei } 18$ il 24 ottobre 1968. Occorre menzionare, infine, che dal settembre 1968, circa cinquanta banche di diversi paesi accettano assegni turistici stilati in rubli e intestati a cittadini sovietici in viaggio all'estero.

Nel periodo sotto rassegna le autorità del Canada hanno adottato varie misure per evitare che l'esenzione di questo paese dal più restrittivo programma per la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti facesse del Canada un ponte per le esportazioni di capitali e danaro dagli Stati Uniti verso altri paesi. Nel maggio 1968 sono state concordate norme indicative fra la Banca del Canada e le banche canadesi autorizzate, il cui effetto era di impedire che queste ultime venissero usate come canale per le uscite di capitali dagli Stati Uniti verso paesi terzi. Queste norme dispongono, in sostanza, il blocco, ai livelli di fine febbraio 1968, delle posizioni nette valutarie delle banche canadesi rispetto ai residenti di altri paesi (esclusi Canada e Stati Uniti). Nel luglio 1968 norme analoghe sono state accettate da tutti gli altri istituti finanziari canadesi.

Nell'America latina, le autorità del Brasile hanno modificato la politica dei cambi nell'agosto 1968. A quel tempo, quando il cruzeiro è stato svalutato del 12%, a $\$SU 1 = \text{cruz. } 3,64$, si annunciò che per il futuro, invece di periodiche e notevoli svalutazioni, il cambio sarebbe stato, in caso di necessità, adeguato più frequentemente per tener conto dell'aumento nel livello dei prezzi interni. Dopo l'introduzione di ciò che può essere chiamato il sistema della "stabilizzazione strisciante", il cambio è stato adeguato sette volte fra l'agosto 1968 e il maggio 1969; a quest'ultima data il cambio era di $\$SU 1 = \text{cruz. } 4,0375$. Nel periodo sotto rassegna in Cile la moneta ha continuato a deprezzarsi e, complessivamente, la svalutazione è ammontata a circa un terzo.

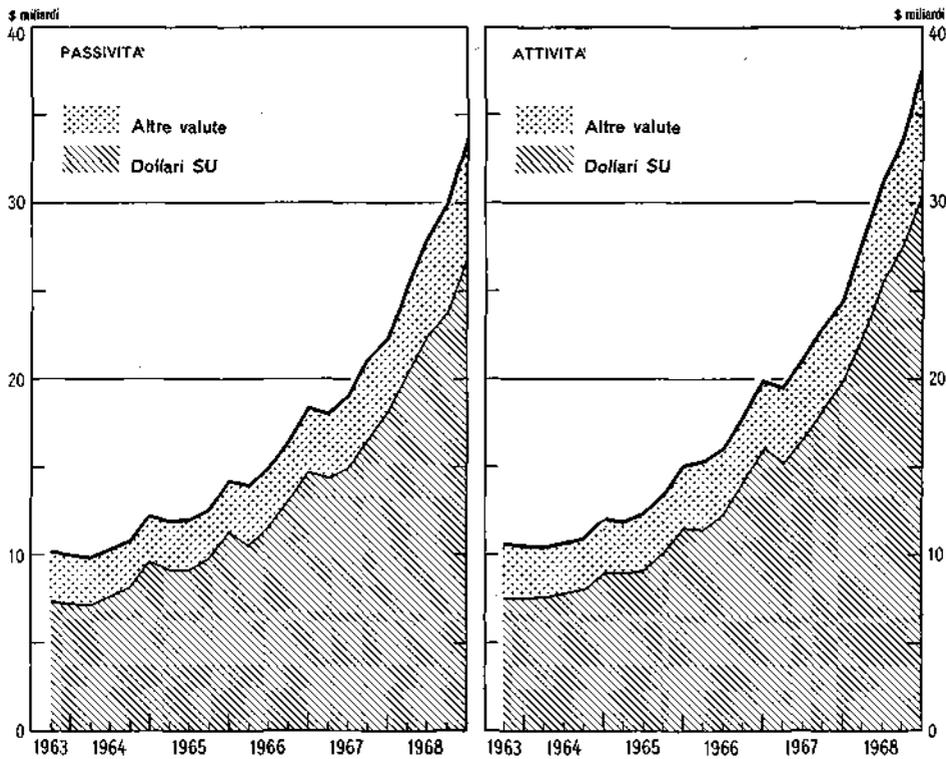
V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE.

Dopo tre anni e mezzo di rapida espansione, lo sviluppo del mercato delle eurodivise è proseguito nel 1968 a ritmo ancora più sostenuto. Le passività verso l'estero in dollari e in altre sei valute delle banche degli otto paesi europei dichiaranti sono aumentate di \$11,3 miliardi, raggiungendo \$33,5 miliardi e le attività di \$12,9 miliardi, toccando \$37,4 miliardi. Al netto dei depositi reciproci fra banche, il volume globale del credito in essere sul mercato è passato, secondo le stime, da circa \$21 a 30 miliardi e la sola componente in dollari da circa \$17,5 a 25 miliardi. L'aumento di \$7,5 miliardi nei fondi in dollari affluiti sul mercato sembra che sia attribuibile per il 55% ai paesi dell'Europa occidentale e per il 20% a residenti degli Stati Uniti, anche se, in questo caso, si è trattato per lo più di capitali presi a prestito sui mercati finanziari continentali. Dal lato degli impieghi i residenti europei hanno assorbito circa il 20% e gli Stati Uniti circa il 55%, ma nonostante la preminenza dell'Europa occidentale come fornitore e degli Stati Uniti come utilizzatore, il flusso di nuovi eurodollari da e verso altre aree è stato maggiore che nel 1967.

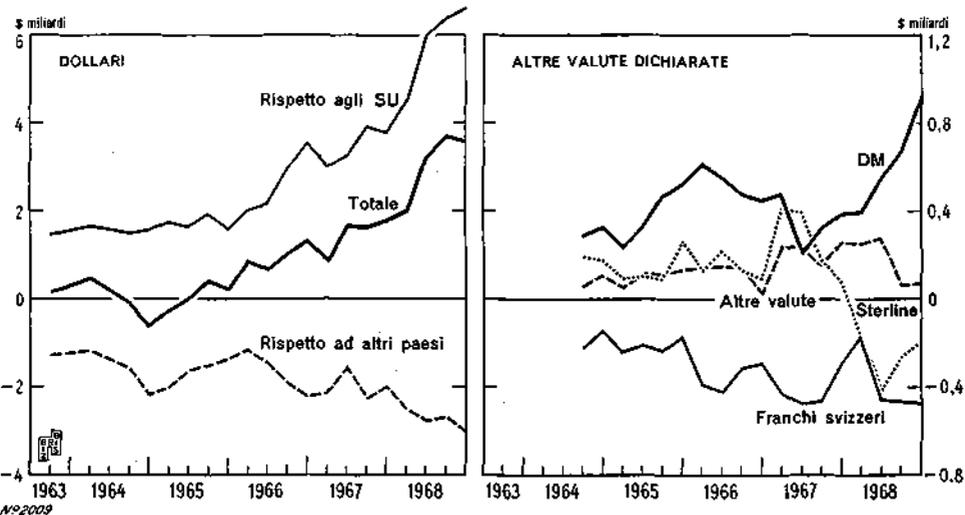
Dal lato della domanda i più importanti fattori che hanno concorso a questa forte dilatazione del mercato sono stati: la stretta creditizia negli Stati Uniti che ha provocato una forte domanda di eurodollari da parte delle proprie banche; il programma di restrizioni adottato dagli Stati Uniti per migliorare la bilancia dei pagamenti che ha accresciuto la dipendenza delle filiali europee di ditte americane dall'indebitamento in eurodollari; l'irrequietezza dei mercati valutari che di volta in volta ha dilatato la richiesta di eurodollari da convertire in oro o in DM; e nell'ultimo trimestre dell'anno le più severe misure valutarie e creditizie della Francia che hanno indotto le banche francesi ad aumentare sensibilmente la richiesta di prestiti in eurodivise. Dal lato dell'offerta fra i fattori più importanti sono da annoverare: le condizioni monetarie relativamente favorevoli nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale; le preoccupazioni internazionali sulla sorte delle monete che hanno dato luogo a consistenti conversioni ora di sterline, ora di franchi francesi in dollari; e il programma di restrizioni obbligatorie adottato dagli Stati Uniti che non solo ha stimolato la domanda di eurodollari, ma in un certo senso ha contribuito anche all'offerta, poichè una gran parte dei fondi raccolti dalle società americane nei mercati finanziari europei è stata successivamente collocata dalle stesse sul mercato dell'eurodollaro.

L'incidenza di questi vari fattori non si è verificata in maniera costante per tutto il corso dell'anno e, al pari di quanto è avvenuto nel 1967, i saggi d'interesse sono stati soggetti ad ampie oscillazioni. Nella prima metà del 1968, e specialmente nel trimestre di primavera, l'elemento dominante dietro l'espansione del mercato è stata la forte domanda delle banche degli Stati Uniti e i saggi degli eurodollari hanno raggiunto nuove punte. Nel terzo trimestre invece il temporaneo allentamento delle restrizioni monetarie negli Stati Uniti ha provocato una forte caduta nella domanda delle banche americane e — spostatasi la spinta

**Banche commerciali di otto paesi europei:
Passività e attività in alcune valute* verso non residenti.**
Dati di fine trimestre, in miliardi di dollari SU.



**Banche commerciali di otto paesi europei:
Posizioni nette in alcune valute* verso non residenti.**
Dati di fine trimestre, in miliardi di dollari SU.



* Dollari SU, sterline, franchi svizzeri, DM, fiorini olandesi, franchi francesi e lire italiane.

maggiore all'espansione del mercato sul lato dell'offerta — i saggi d'interesse hanno avuto una marcata flessione. L'ultimo trimestre è stato testimone del rafforzamento della domanda dei paesi dell'Europa continentale dovuto soprattutto, a prescindere dai consueti fattori di fine anno, all'indebitamento delle banche francesi e alla richiesta di dollari da convertire in DM.

L'ulteriore inasprimento delle misure monetarie negli Stati Uniti, e in particolare il mancato ritocco dei limiti superiori stabiliti dalla Disposizione "Q" per adeguarli al più alto livello dei saggi d'interesse all'interno, ha portato nel primo trimestre del 1969 ad un forte aumento della domanda di fondi in eurodollari da parte delle banche americane. All'inizio questa domanda si è incontrata con un'offerta abbastanza elastica, ma in seguito alcune banche centrali europee hanno cominciato a prendere provvedimenti per ridurre — o addirittura capovolgere — il flusso di fondi dai loro paesi al mercato dell'eurodollaro: in tal modo dal febbraio in poi si è avuta una rarefazione nei nuovi fondi affluiti sul mercato. Di conseguenza i saggi d'interesse sono cresciuti decisamente e alla fine di maggio il saggio sui depositi a tre mesi in eurodollari stava a Londra a circa il 10,5 %, cioè tre punti e un quarto al disopra della punta toccata un anno prima.

*Posizioni globali sull'estero.** Nel 1968 le passività sull'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti sono aumentate di \$13,2 miliardi, fino a \$47,7 miliardi e le attività di \$15,2 raggiungendo \$47,7 miliardi. Il grosso di questo incremento è stato in divise estere, perchè le passività e attività in valuta nazionale sono cresciute rispettivamente soltanto di \$1,9 e 2,3 miliardi.

La dilatazione nelle passività in valuta nazionale è da riferirsi essenzialmente alla Germania (\$1.200 milioni) e alla Svizzera (\$730 milioni). Le passività sull'estero delle banche francesi in valuta nazionale sono diminuite di \$370 milioni. A differenza di quanto avvenuto per le passività, l'aumento nelle attività verso l'estero in valuta nazionale si è distribuito in maniera abbastanza ampia. I maggiori incrementi sono stati realizzati dalle banche della Svizzera e del Regno Unito, rispettivamente con \$780 e 750 milioni. Le attività delle banche tedesche, invece, sono cresciute soltanto di \$270 milioni.

Le passività e attività esterne in altre valute delle banche europee dichiaranti sono progredite rispettivamente di \$11,3 e 13 miliardi. Le passività in dollari sono aumentate di \$8,8 miliardi, fino a \$26,9 miliardi e le attività di \$10,5 miliardi, fino a \$30,4 miliardi, o del 50 %. L'incremento di \$1,8 miliardi nelle attività nette in dollari delle banche sull'estero ha rispecchiato conversioni in dollari di valute nazionali o di altri paesi e l'aumento delle passività nette in dollari verso residenti; per il 60 % circa l'incremento ha avuto luogo nel secondo trimestre, quando era particolarmente netto il contrasto fra la stretta creditizia degli Stati Uniti e il clima di larghezza monetaria del Continente.

Anche le posizioni delle banche europee nelle altre sei valute dichiarate hanno avuto un'espansione più veloce rispetto al 1967, in quanto le passività hanno raggiunto \$6,7 miliardi, con un aumento di \$2,5 miliardi e le attività \$7

* I dati di questa Sezione sono basati sulle tre tabelle riportate alla fine del capitolo (pagine 165-167).

Variazioni nelle posizioni esterne delle banche in alcune valute estere.

Voci	1965	1966	1967	1968	Consistenza a fine 1968
	milioni di dollari SU				
<i>Banche europee dichiaranti</i>					
Passività					
Dollari	+ 1.740	+ 3.380	+ 3.350	+ 8.760	26.760
Altre valute	+ 250	+ 750	+ 580	+ 2.520	6.670
<i>di cui</i>					
Marchi tedeschi	+ 100	+ 100	+ 700	+ 1.340	3.010
Franchi svizzeri	+ 110	+ 290	+ 180	+ 890	2.290
Sterline	- 40	- 20	+ 90	+ 10	810
Fiorini olandesi	+ 80	- 100	+ 30	+ 160	250
Franchi francesi	+ 30	+ 470	- 420	+ 70	230
Lire italiane	- 30	+ 10	-	+ 50	80
Totale	+ 1.990	+ 4.130	+ 3.930	+ 11.280	33.540
Attività					
Dollari	+ 2.580	+ 4.480	+ 3.820	+ 10.550	30.490
Altre valute	+ 530	+ 280	+ 740	+ 2.400	6.980
<i>di cui</i>					
Marchi tedeschi	+ 300	+ 30	+ 630	+ 1.870	3.920
Franchi svizzeri	+ 80	+ 160	+ 190	+ 710	1.820
Sterline	+ 40	- 180	+ 70	- 270	610
Fiorini olandesi	+ 90	- 60	+ 70	+ 50	290
Franchi francesi	+ 40	+ 310	- 210	- 10	240
Lire italiane	- 20	+ 20	- 10	+ 50	100
Totale	+ 3.110	+ 4.760	+ 4.560	+ 12.950	37.410

miliardi, con un incremento di \$2,4 miliardi. Come nell'anno passato, gran parte di questa espansione si è avuta nei DM e, in misura minore, nei franchi svizzeri. Le attività nette in DM sono cresciute di \$530 milioni, mentre sono diminuite le posizioni nette nelle altre valute, eccettuata la lira. La posizione netta in sterline è passata da un attivo di \$80 milioni a un passivo di \$420 milioni nella prima metà del 1968, ma durante il resto dell'anno ha recuperato \$220 milioni. Le passività nette in franchi svizzeri, dopo una riduzione di \$120 milioni nel primo trimestre, sono cresciute di \$290 milioni nel secondo per poi subire scarse variazioni nella rimanente parte dell'anno.

Le banche del Regno Unito da sole hanno partecipato per circa il 65% all'aumento delle passività in dollari delle banche europee e per il 55% all'espansione delle attività nella predetta valuta. Ciò, ovviamente, dimostra la predominante e crescente funzione delle filiali inglesi di banche americane come intermediarie sul mercato dell'eurodollaro. La dilatazione molto rapida delle posizioni valutarie delle banche del Regno Unito in pratica non è dipesa dall'andamento dell'economia nazionale, nè ha influito sullo stesso. Anche se, in operazioni con copertura, i rendimenti degli eurodollari per buona parte dell'anno hanno fatto premio rispetto agli strumenti finanziari analoghi in sterline, i vigenti controlli valutari hanno scoraggiato conversioni verso l'esterno da parte delle banche.

Le posizioni estere delle banche francesi sono state oggetto di ampie oscillazioni durante il 1968. Con l'insorgere di un forte sconto a termine sul franco,

nel secondo trimestre le banche hanno ridotto le loro passività valutarie verso l'estero di \$410 milioni e, in parte quale contropartita agli impegni di cessioni a termine, hanno ampliato di \$160 milioni le loro attività. Inoltre esse hanno accusato una flessione di \$380 milioni nelle passività nette estere in franchi francesi. Nel terzo trimestre la situazione è divenuta più normale, anche per effetto della reintroduzione dei controlli sui cambi. Le banche francesi hanno collocato all'estero altri \$430 milioni in divise, ma anche le loro passività valutarie sono cresciute di \$410 milioni e la contrazione del saldo debitore verso l'estero in franchi si è limitata a \$170 milioni. Durante l'ultimo trimestre dell'anno, in seguito all'inasprimento della politica valutaria e creditizia in Francia, le banche francesi sono stati i più importanti prenditori netti di prestiti sul mercato dell'eurodollaro. Le loro passività esterne in valute estere sono aumentate di \$1.250 milioni, mentre le loro attività soltanto di \$470 milioni.

Nonostante che nel 1968 vigessero all'interno favorevoli condizioni creditizie, l'incremento delle passività nette sull'estero delle banche tedesche in DM, pari a \$930 milioni, è stato solo in piccola parte compensato dall'espansione di \$240 milioni delle loro attività nette in valute estere. Il fatto che la liquidità interna in eccesso non si sia riversata sugli altri paesi trova spiegazione, evidentemente, nell'aspettativa di rivalutazione del marco. Questa prospettiva ha creato sul mercato dei cambi a termine una situazione tale da sconsigliare le conversioni in valute estere e le esportazioni di dollari da parte delle banche hanno rispecchiato essenzialmente i mutamenti di indirizzo della Bundesbank nell'offrire, al disotto dei saggi di mercato, la copertura a termine dei collocamenti a breve in dollari. E infatti, quando la Bundesbank verso la fine di maggio ha elevato la sua commissione per la copertura a termine fino ad un livello corrispondente o anche superiore ai saggi di mercato, le banche tedesche hanno completamente liquidato le loro operazioni di riporto con la Bundesbank stessa. Dopo un aumento di \$110 milioni nel primo trimestre, le loro attività in dollari hanno subito nel secondo una decurtazione di \$390 milioni. Di fronte a nuove pressioni al rialzo sul DM, verso la fine di agosto la Bundesbank ha ripreso ad offrire interessi convenienti sulle operazioni di riporto e così nel secondo semestre del 1968 le attività in dollari delle banche tedesche hanno registrato un aumento di \$740 milioni. Nondimeno, l'incremento di queste attività sembra molto inferiore a quello dei riporti posti in essere con la Bundesbank, poichè le banche hanno ceduto a pronti una cospicua parte dei dollari ottenuti per questa via ed hanno usato gli impegni di cessioni a termine di dollari assunti in base a operazioni di riporto per costituire una copertura ai paralleli acquisti da parte dei loro clienti. Nella misura in cui ciò è avvenuto, le pressioni sui cambi sono state semplicemente trasferite dal mercato a termine a quello a pronti; dalla metà di novembre pertanto la Bundesbank ha limitato per le banche l'uso delle sue facilitazioni di riporto agli acquisti effettivi di attività estere.

In presenza di una domanda interna di credito relativamente debole, le banche italiane hanno spostato una parte considerevole dei loro prestiti in euro-divise dai residenti agli operatori stranieri. Mentre i crediti netti in valuta verso residenti sono diminuiti da \$1.920 a 1.340 milioni, le attività valutarie nette sull'estero sono passate da \$20 a 740 milioni: gran parte di questo incremento ha

avuto luogo durante la seconda metà dell'anno. L'ammontare delle operazioni di riporto dollari-lire in essere con l'Ufficio italiano dei cambi è cresciuto soltanto di \$80 milioni, fino a raggiungere \$2 miliardi.

La domanda interna di credito tutt'altro che tesa, i favorevoli saggi offerti sul mercato delle eurodivise e la riesportazione dei fondi che erano affluiti nel paese in seguito alle varie crisi all'estero hanno determinato in Svizzera un'ulteriore grande espansione nelle posizioni esterne delle banche nel 1968. Le loro passività a breve sono cresciute di \$1.280 milioni, toccando \$6.530 milioni: per \$730 milioni questo aumento è avvenuto in franchi svizzeri. Le attività hanno raggiunto \$8.190 milioni, con un incremento di \$2.110 milioni, di cui \$780 milioni ancora sotto forma di franchi svizzeri. Le passività nette verso l'estero delle banche svizzere in valuta nazionale hanno avuto quindi scarse variazioni, mentre le attività nette in valuta estera sono cresciute di \$780 milioni. Questo incremento ha avuto luogo in massima parte nella prima metà dell'anno ed ha interessato soprattutto i dollari, mentre nel secondo semestre si sono registrati cospicui movimenti dai dollari ai DM.

Distribuzione geografica. La tabella nella pagina che segue fornisce una ripartizione per paesi e aree geografiche delle posizioni in dollari sull'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti. Da essa risulta che dal lato dell'offerta l'espansione del mercato ha avuto una base molto ampia. Le passività delle banche verso i paesi della loro stessa area sono ammontate a \$14 miliardi, quelle verso gli Stati Uniti a \$3,9 miliardi e quelle verso gli altri paesi fuori dell'area a \$8,7 miliardi, con incrementi rispettivamente di \$4,7, 1,6 e 2,4 miliardi.

Per quanto riguarda le posizioni verso paesi all'interno dell'area, i maggiori aumenti delle passività si sono avuti nei confronti della Svizzera (\$1.260 milioni), dell'Italia (\$950 milioni), del Regno Unito (\$910 milioni), della Francia (\$490 milioni) e del Belgio (\$410 milioni). La forte espansione delle passività verso la Svizzera, che ha fatto seguito ad un incremento di soli \$290 milioni nel 1967, è in parte da ricollegarsi con operazioni di fine anno. In relazione alla svalutazione della sterlina e all'instabilità del mercato dell'oro, le banche svizzere alla fine del 1967 fecero fronte a gran parte delle loro esigenze stagionali non già mediate le solite operazioni di riporto dollari contro franchi con la Banca nazionale svizzera, ma piuttosto attraverso cessioni definitive di dollari. Alla fine del 1968, quando la fiducia si era ristabilita, le banche sono ritornate su larga scala alle operazioni di riporto per coprire questo loro fabbisogno. Poiché la Banca nazionale svizzera ha riversato sul mercato dell'eurodollaro soltanto i dollari presi a riporto, i suoi collocamenti in questa valuta (sia nella forma di depositi diretti, sia tramite la BRI) in essere alla fine del 1968 sono risultati superiori a quelli di un anno prima per un ammontare di \$650 milioni. In un certo senso è forse sorprendente l'aumento di \$910 milioni verificatosi lo scorso anno nelle passività delle banche dichiaranti verso il Regno Unito, dopo che le stesse erano aumentate soltanto di \$40 milioni nel 1967. Tutto l'incremento è avvenuto nel secondo semestre del 1968, mentre nel primo si è assistito ad una flessione di \$170 milioni. Questo andamento riflette essenzialmente la drastica caduta, nel secondo semestre dell'anno, della forte richiesta di eurodollari da parte di banche degli

Banche europee dichiaranti: Posizioni in dollari verso non residenti.

Posizioni	1967				1968			
	Marzo	Giugno	Set- tembre	Dicembre	Marzo	Giugno	Set- tembre	Dicembre
milioni di dollari SU								
Passività								
Fuori dell'area								
Altri paesi dell'Europa								
occidentale	1.120	1.230	1.470	1.400	1.570	1.570	1.850	1.900
Europa orientale	300	310	400	470	440	430	510	660
Canada	590	730	720	910	1.060	1.040	1.040	1.300
Giappone	60	60	60	70	90	100	110	90
America latina	770	850	900	950	1.120	1.210	1.230	1.320
Medio Oriente	1.090	960	1.080	1.120	1.320	1.500	1.510	1.480
Altri paesi	1.140	1.220	1.320	1.380	1.580	1.720	1.840	1.970
Totale	5.060	5.360	5.950	6.300	7.180	7.570	8.090	8.720
Stati Uniti	1.840	1.740	1.860	2.360	2.770	3.620	3.690	3.930
Totale	6.900	7.100	7.810	8.660	9.950	11.190	11.780	12.650
All'interno dell'area								
Belgio	620	560	690	790	960	1.250	1.200	1.200
Francia	970	1.060	1.250	1.220	1.340	1.600	1.570	1.710
Germania	600	650	730	780	1.010	610	830	1.100
Italia	1.210	1.150	1.370	1.590	1.480	1.670	1.830	2.540
Paesi Bassi	360	360	470	510	570	610	660	720
Regno Unito	1.020	1.030	1.040	1.380	1.400	1.210	1.520	2.290
Svezia	150	180	280	180	200	270	270	300
Svizzera	2.500	2.740	2.850	2.870	3.150	3.770	3.680	4.130
Totale	7.430	7.750	8.680	9.320	10.110	10.990	11.560	13.990
Non individuate	90	70	120	130	220	180	400	230
Totale complessivo	14.420	14.920	16.610	18.110	20.280	22.360	23.740	26.870
Attività								
Fuori dell'area								
Altri paesi dell'Europa								
occidentale	910	1.080	1.070	1.210	1.330	1.430	1.490	1.520
Europa orientale	650	770	800	770	800	820	910	950
Canada	500	630	660	740	800	910	900	910
Giappone	790	900	890	1.030	1.230	1.450	1.510	1.690
America latina	480	640	700	760	900	970	990	1.180
Medio Oriente	200	250	230	310	390	310	410	470
Altri paesi	410	580	520	700	780	890	960	1.040
Totale	3.940	4.850	4.870	5.520	6.230	6.780	7.170	7.760
Stati Uniti	4.930	5.040	5.880	6.240	7.500	9.790	10.460	10.740
Totale	8.870	9.890	10.750	11.760	13.730	16.570	17.630	18.500
All'interno dell'area								
Belgio	480	530	540	550	640	700	700	820
Francia	840	630	790	1.130	1.180	880	1.030	1.600
Germania	440	430	340	320	330	340	480	590
Italia	910	960	1.020	1.310	1.120	1.070	1.160	1.740
Paesi Bassi	520	560	530	590	590	600	640	690
Regno Unito	2.310	2.700	3.260	3.230	3.520	4.270	4.450	5.120
Svezia	190	240	240	190	160	170	200	220
Svizzera	700	740	770	780	1.000	960	1.140	1.130
Totale	6.390	6.690	7.490	8.100	8.540	8.990	9.800	11.910
Non individuate	—	—	—	20	—	—	—	20
Totale complessivo	15.260	16.580	18.240	19.860	22.270	25.560	27.430	30.430

Stati Uniti e il rafforzamento della domanda di alcuni paesi dell'area. La dilatazione di \$490 milioni nelle passività verso la Francia ha avuto luogo per oltre la metà nel secondo trimestre. L'offerta di nuovi fondi da parte della Germania è diminuita da \$550 milioni nel 1967 a \$310 milioni nel 1968, nonostante l'intensificarsi della politica di riporti della Bundesbank.

Le passività verso residenti degli Stati Uniti sono aumentate di \$1.570 milioni, fino a raggiungere \$3.930 milioni. Circa \$1.100 milioni di questo incremento, verificatosi per la maggior parte nella prima metà del 1968, non sono altro che fondi prelevati dalle società americane sui mercati obbligazionari europei; ma anche i restanti \$470 milioni possono essere costituiti in parte da ricavi non utilizzati di prestiti concessi a società americane da banche europee o da filiali di banche degli Stati Uniti. Pari a \$390 milioni, l'aumento delle passività delle banche dichiaranti verso il Canada è stato anch'esso molto notevole; un incremento di \$150 milioni ha avuto luogo nel primo trimestre durante la crisi valutaria canadese e uno di \$260 milioni nell'ultimo trimestre. Distribuito su basi ampie è stato l'aumento dell'offerta di eurodollari da parte di altri paesi fuori dell'area, pari a \$2.030 milioni e quindi più che doppio di quello del 1967.

Spostando il discorso sul lato degli impieghi, \$3,8 miliardi, su un'espansione totale delle attività verso l'estero delle banche dichiaranti di \$10,5 miliardi, hanno riguardato posizioni verso altri paesi all'interno dell'area. I crediti sugli Stati Uniti sono cresciuti di \$4,5 miliardi e quelli verso il Giappone di \$0,7 miliardi, così da raggiungere rispettivamente \$10,7 e 1,7 miliardi. Le attività verso gli altri paesi fuori dell'area sono aumentate di \$1,6 miliardi, o di \$0,3 miliardi in più dell'anno precedente. La notevole espansione dei crediti sugli Stati Uniti, che ha fatto seguito all'incremento di \$970 milioni del 1967, ha rispecchiato naturalmente soprattutto la forte domanda di eurodollari delle banche americane, ma è derivata anche in certa misura dall'indebitamento in eurodollari di società non bancarie di questo paese.

Dell'espansione di \$3.810 milioni delle attività verso paesi appartenenti all'area dichiarante, \$1.890 milioni hanno riguardato posizioni verso il Regno Unito e sono da ricollegarsi essenzialmente con la funzione di intermediazione svolta sul mercato dell'eurodollaro dalle banche inglesi e soprattutto dalle filiali di Londra delle banche degli Stati Uniti. I crediti sulla Francia si sono ridotti nel secondo trimestre di \$300 milioni, ma durante la restante parte dell'anno hanno avuto un aumento di \$720 milioni. Le attività verso la Germania, dopo una flessione di \$170 milioni nel 1967, sono salite di \$270 milioni; se tuttavia si comprendono nel calcolo anche le attività nelle altre valute delle banche, cioè principalmente DM, l'aumento è stato di \$1.260 milioni e si è verificato per \$1.050 milioni nel secondo semestre del 1968.

Dimensione netta del mercato dell'eurodollaro. La tabella a pagina 159 fornisce una stima del volume del credito in essere sul mercato dell'eurodollaro. Le cifre riportate sotto "Origini" sono calcolate sulla base delle passività in dollari dichiarate dalle banche degli otto paesi europei verso banche e residenti non bancari al di fuori dell'area e verso residenti non bancari di paesi facenti parte dell'area stessa. Inoltre, è stato fatto un tentativo di includere i fondi in valuta na-

zionale o in altre valute che le banche stesse hanno convertito in dollari e usato per prestiti o depositi sull'euromercato. Analogamente, le cifre degli impieghi sono basate sulle attività in dollari dichiarate dalle banche verso banche e residenti non bancari al di fuori dell'area e verso residenti non bancari dell'area stessa; anch'esse comprendono una stima del volume dei fondi in eurodollari convertiti dalle banche in valuta nazionale o in altre valute.

I dati relativi alla dimensione netta del mercato differiscono da quelli esposti nella tabella a pagina 156 in quanto non tengono conto dei depositi interbancari all'interno dell'area dichiarante e comprendono le attività e passività delle banche dichiaranti verso i residenti nazionali, nonché i fondi ottenuti o impiegati dalle banche attraverso cambi in o contro dollari. Sono stati presi cioè in considerazione soltanto le origini e gli impieghi finali di dollari, trascurando le relazioni interbancarie stabilitesi sul mercato e ciò perchè i depositi fra banche, anche se possono portare ad una migliore distribuzione delle risorse, non contribuiscono direttamente ad aumentare il volume dell'offerta di credito. Le attività e passività delle banche dichiaranti verso le banche fuori dell'area devono invece evidentemente essere tenute presenti, altrimenti questi flussi non si rifletterebbero affatto nelle cifre. Per questa ragione le banche al di fuori dell'area sono state considerate come prestatori o prenditori ultimi di eurodollari. Tuttavia, nei limiti in cui i versamenti delle banche fuori dell'area rappresentano semplici ridepositi di fondi che queste banche hanno ottenuto da altre facenti parte dell'area, le cifre riguardanti la dimensione netta del mercato possono anche contenere una duplicazione. Un'analoga forma di duplicazione si manifesta se residenti non bancari prendono a prestito eurodollari dalle banche dichiaranti e, in attesa di utilizzarli in via definitiva, li ridepositano presso le banche stesse. D'altra parte, gli importi concernenti la dimensione totale del mercato dell'eurodollaro possono peccare per difetto, poichè comprendono solo quei flussi di credito che nel loro cammino dal prestatore originario all'utilizzatore finale passano attraverso almeno una banca degli otto paesi europei dichiaranti.

La voce "All'interno dell'area" comprende i residenti degli otto paesi e quella "Fuori dell'area" ogni altra categoria di operatori. Gli Stati Uniti e il Canada sono stati considerati congiuntamente sia per i loro stretti legami monetari, sia perchè in alcune occasioni le banche canadesi hanno agito come canali per i flussi di fondi fra l'Europa e gli Stati Uniti. Il Giappone e l'Europa orientale sono stati tenuti separati a causa della loro funzione di utilizzatori netti di eurodollari.

I dati relativi a paesi fuori dell'area, esclusi gli Stati Uniti, corrispondono grosso modo a quelli che figurano nella tabella a pagina 156. Per le posizioni verso gli Stati Uniti sorgono complicazioni dal fatto che le banche dichiaranti, prima che si sviluppasse il mercato dell'eurodollaro, detenevano già cospicue posizioni in questa valuta sotto forma, fra l'altro, di saldi di gestione e di compensazione e di prestiti e crediti, la cui inclusione nel contesto avrebbe dato una visione alquanto esagerata dell'importanza del mercato stesso. Attraverso l'esame delle posizioni delle banche di ciascun paese dichiarante si giunse allora alla conclusione che alla fine del 1964 solo all'incirca la metà delle passività in dollari e

Dimensione del mercato dell'eurodollaro (stime).

Voci	1964	1965	1966	1967	1968
	dati di fine anno, in miliardi di dollari SU				
Origini					
Fuori dell'area					
Stati Uniti e Canada	1,5	1,3	1,7	2,6	4,5
Giappone	—	—	—	—	0,1
Europa orientale	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Altri paesi	2,8	3,3	4,0	4,8	6,6
Totale	4,6	4,9	6,1	7,9	11,8
All'interno dell'area					
Residenti non bancari	1,8	2,2	2,8	3,9	5,2
Banche	2,6	4,4	5,6	5,7	8,0
Totale	4,4	6,6	8,4	9,6	13,2
Totale complessivo	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0
Impieghi					
Fuori dell'area					
Stati Uniti e Canada	2,2	2,7	5,0	5,8	10,2
Giappone	0,4	0,5	0,6	1,0	1,7
Europa orientale	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9
Altri paesi	0,9	1,5	1,9	3,0	4,2
Totale	4,0	5,2	8,2	10,6	17,0
All'interno dell'area					
Residenti non bancari	2,3	3,3	3,7	4,1	4,7
Banche	2,7	3,0	2,6	2,8	3,3
Totale	5,0	6,3	6,3	6,9	8,0
Totale complessivo	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0
Dimensione netta*					
Fuori dell'area					
Stati Uniti e Canada	+ 0,7	+ 1,4	+ 3,3	+ 3,2	+ 5,7
Giappone	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,6	+ 1,0	+ 1,6
Europa orientale	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,3
Altri paesi	- 1,9	- 1,8	- 2,1	- 1,8	- 2,4
Totale	- 0,6	+ 0,3	+ 2,1	+ 2,7	+ 5,2
All'interno dell'area					
Residenti non bancari	+ 0,5	+ 1,1	+ 0,9	+ 0,2	- 0,5
Banche	+ 0,1	- 1,4	- 3,0	- 2,9	- 4,7
Totale	+ 0,6	- 0,3	- 2,1	- 2,7	- 5,2

* Il segno più indica che l'area o il gruppo in questione è un utilizzatore netto di fondi in eurodollari, mentre il segno meno indica che è un fornitore netto.

i due terzi delle attività in tale valuta verso gli Stati Uniti avrebbero potuto essere comprese nella stima della dimensione netta del mercato. Da allora, comunque, il mercato dell'eurodollaro è cresciuto in quantità e in estensione ed è divenuto ancora più difficile stralciare le posizioni in eurodollari delle banche dalle altre loro posizioni verso gli Stati Uniti. Si è pertanto accettata l'ipotesi che la

rapida espansione delle posizioni in dollari verso gli Stati Uniti verificatasi dopo quella data sia da attribuirsi per la maggior parte allo sviluppo di questo mercato. Per quanto riguarda le posizioni delle banche dichiaranti verso residenti "All'interno dell'area", è adesso possibile calcolare le posizioni verso residenti non bancari grazie al miglioramento delle informazioni statistiche, anche se permangono grosse lacune per colmare le quali occorre affidarsi alle stime.

La voce "Banche" dal lato "Impieghi" dà una valutazione dell'importo dei fondi in valuta nazionale o di altri paesi convertiti in dollari dalle banche — di loro iniziativa o nel quadro di speciali operazioni di riporto con le autorità monetarie ufficiali — per essere utilizzati in prestiti tipici del mercato dell'eurodollaro. Anche questi fondi in definitiva hanno origini non bancarie, ma provengono dalla consistenza generale delle risorse delle banche e non possono essere identificati con alcune specifiche passività. Fra le origini bancarie sono anche compresi i fondi reimmessi sul mercato dell'eurodollaro dalle autorità monetarie dei paesi dichiaranti. Allo stesso modo una banca è considerata utilizzatore finale di eurodollari nei limiti in cui converte dollari in valuta nazionale o di terzi paesi. A ciò è stata fatta tuttavia una grossa eccezione: i dollari cambiati dalle banche italiane in valute diverse dalla lira con lo scopo di cederle in prestito a residenti sono stati inclusi fra gli impieghi di residenti non bancari. La spiegazione sta nel fatto che in questo caso può essere abbastanza accuratamente stimato il volume dei dollari impiegati allo scopo.

Dalla tabella alla pagina precedente si può vedere che fra il 1964 e il 1968 è profondamente cambiata sul mercato la struttura della domanda e dell'offerta. Alla fine del 1964 i paesi europei dell'area dichiarante, il Nord America, il Giappone e l'Europa orientale erano tutti utilizzatori netti di fondi in eurodollari, mentre gli altri paesi fuori dell'area e in particolare il Medio Oriente, l'America latina e gli altri paesi dell'Europa occidentale erano i soli fornitori netti. Da allora l'importanza relativa degli altri paesi al di fuori dell'area come fornitori netti di fondi in eurodollari è diminuita, i paesi dichiaranti sono diventati fornitori in via principale e il Nord America ha di molto ampliato la sua partecipazione al mercato in qualità di utilizzatore. Fra la fine del 1964 e quella del 1968 si è avuta un'uscita netta di \$5,8 miliardi dall'area dichiarante e di \$0,5 miliardi dagli altri paesi fuori dell'area: di questi importi \$5 miliardi sono andati nel Nord America (soprattutto Stati Uniti) e circa \$1,2 miliardi in Giappone. Per \$2,5 miliardi, cioè per circa il 45%, il deflusso totale netto dall'area dichiarante si è concentrato nel solo 1968, anno nel quale si è avuta altresì un'uscita dagli altri paesi fuori dell'area superiore al totale della relativa uscita netta; tali fondi sono stati assorbiti per \$2,5 miliardi dal Nord America e per \$0,6 miliardi dal Giappone.

Sempre fra il 1964 e il 1968 il volume totale del credito in essere sul mercato è cresciuto di circa \$16 miliardi, raggiungendo un importo di circa \$25 miliardi. Dal lato "Origini", il più importante fattore di questa rapida crescita è stato l'aumento dell'offerta delle banche dell'area dichiarante che si ritiene sia passata da poco più di \$2,5 miliardi a circa \$8 miliardi. Il forte incremento in questa voce verificatosi nel 1965 rispecchia in parte la politica della Banca d'Italia di offrire la copertura a termine alla pari, che ha consentito alle aziende

di credito italiane di effettuare operazioni di riporto di lire contro dollari per cospicui importi. L'aumento del 1966 è stato ancora collegato in certa misura con l'evoluzione del mercato in Italia, ma vi ha partecipato un numero di paesi molto maggiore. Sua causa principale è stata la forte ascesa dei saggi sugli eurodollari provocata dalla stretta creditizia negli Stati Uniti che ha fatto sorgere la convenienza a convertire molte valute in dollari. Nel 1967 l'offerta di nuovi fondi da parte delle banche dichiaranti è cessata quasi del tutto, non solo come conseguenza della temporanea flessione dei saggi sugli eurodollari causata dal miglioramento delle condizioni creditizie negli Stati Uniti e dalla ripresa della domanda interna di credito della Francia e dell'Italia, ma anche, come sembra, per il vacillare alquanto della fiducia in seguito alla svalutazione della sterlina in novembre e ai perturbamenti sul mercato dell'oro. Nel 1968 una rinnovata ondata di fiducia nel dollaro, con relative ripercussioni sui mercati a termine, ha consentito alle banche di trarre cospicui vantaggi dai saggi sugli eurodollari, spinti nel frattempo ad alti livelli dal ritorno degli Stati Uniti alle restrizioni creditizie. Inoltre, la politica di riporti della Bundesbank ha fortemente incoraggiato le conversioni di DM in dollari e a fine anno, diversamente da quanto accaduto nel 1967, la Banca nazionale svizzera ha reimmesso sul mercato dell'eurodollaro un consistente volume di fondi. Per effetto di queste varie circostanze si può ritenere che i mezzi forniti dalle banche dell'area dichiarante siano aumentati di circa \$2,3 miliardi nel 1968. Le offerte dei residenti non bancari sono passate fra il 1964 e il 1968 da \$1,8 a 5,2 miliardi; l'aumento rispecchia in parte il fatto che il mercato dell'eurodollaro funge da sbocco per i fondi liquidi delle società americane in Europa, ma per il 1968 denota probabilmente anche la conversione in dollari di saldi liquidi in franchi francesi.

Nonostante il programma di restrizioni adottato dagli Stati Uniti per migliorare la bilancia dei pagamenti, anche i fondi forniti dal Nord America hanno avuto una notevole espansione. Dopo una riduzione di \$0,2 miliardi nel 1965, anno in cui fu introdotto il programma, essi si sono ampliati fra il 1966 e il 1968 di \$3,2 miliardi, fino a toccare \$4,5 miliardi. Circa \$2,5 miliardi di questo incremento hanno riguardato le posizioni verso gli Stati Uniti, riflettendo in larga misura i depositi da parte delle società americane di fondi prelevati sui mercati finanziari europei. La dilatazione di \$4,2 miliardi dell'offerta proveniente da paesi fuori dell'area, escluso il Nord America, si è distribuita largamente sia nel tempo, sia dal punto di vista geografico.

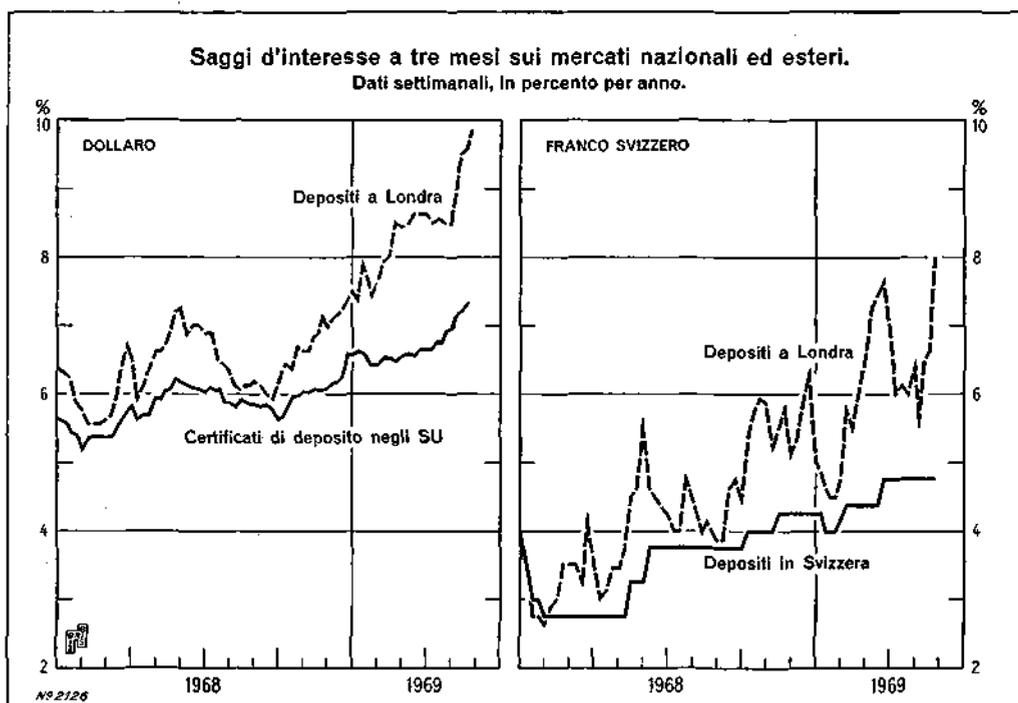
Dal lato "Impieghi", dal 1964 il solo Nord America (soprattutto gli Stati Uniti) ha partecipato per circa \$8 miliardi, o grosso modo per la metà, alla crescita del mercato. Rispettivamente pari a circa \$2,3 e 4,4 miliardi, gli aumenti sono stati particolarmente vistosi nel 1966 e 1968 e hanno rispecchiato sostanzialmente l'indebitamento delle banche degli Stati Uniti nei periodi delle restrizioni del credito all'interno. Nel 1968 inoltre sembra che abbia avuto una notevole importanza anche il ricorso diretto al mercato dell'eurodollaro delle società americane non bancarie. Fra il 1964 e il 1968 sono passati da \$1,8 a 6,8 miliardi i crediti concessi agli altri paesi fuori dell'area escluso il Nord America: particolarmente sensibili sono stati gli aumenti riguardanti il Giappone e l'America latina.

La sola voce che sembra aver avuto un incremento relativamente modesto è quella che si riferisce ai fondi utilizzati dalle banche dell'area dichiarante. In certa misura, ciò è dipeso dalla contrazione del volume dei fondi convertiti in sterline dalle banche inglesi, ma la sua causa principale è stata l'ascesa dopo il 1965 dei saggi d'interesse degli Stati Uniti rispetto a quelli dei paesi dell'Europa continentale. L'aumento di \$0,5 miliardi nel 1968 è dovuto in parte allo spostamento delle preferenze delle banche dai dollari ai DM e in parte al fatto che le banche francesi hanno convertito in moneta nazionale gli eurodollari presi a prestito nell'ultimo trimestre dell'anno. Nel quinquennio in esame l'indebitamento di residenti non bancari è salito da \$2,3 a 4,7 miliardi. L'incremento di \$0,6 miliardi nel 1968 ha avuto luogo nonostante una sostanziale riduzione dell'indebitamento in valute estere dei residenti italiani e può essere in parte l'effetto della domanda di eurodollari delle società degli Stati Uniti in Europa.

Andamento dei saggi d'interesse. Nei primi due mesi del 1968 un cospicuo riflusso di fondi da Svizzera, Germania e Francia ha contribuito al consueto miglioramento stagionale dell'euromercato. All'inizio di marzo, tuttavia, le rinnovate perturbazioni sul mercato dell'oro hanno provocato maggiori ritiri di fondi dal mercato dell'eurodollaro. Nonostante il sostegno a termine del dollaro offerto dalle banche centrali di Germania, Svizzera e Paesi Bassi, il saggio dei depositi in eurodollari a tre mesi in Londra ha toccato un punta del 7% il 18 marzo. Le condizioni del mercato sono migliorate dopo l'abbandono del prezzo ufficiale dell'oro, ma prima che i saggi d'interesse si fossero riassetati vicino ai livelli di metà febbraio, la forte domanda di eurodollari delle banche americane li ha spinti alla fine di maggio al 7,25%. A questa lievitazione ha concorso anche la domanda di residenti giapponesi. Questo brusco aumento dei saggi d'interesse è avvenuto nonostante la notevole elasticità dell'offerta; le banche dell'Europa continentale hanno convertito cospicui importi di valuta nazionale e si sono limitate nell'impiego di dollari per scopi interni. Inoltre, gli alti saggi sugli eurodollari hanno avuto successo nell'attrarre fondi da altre aree.

In giugno l'andamento dei saggi d'interesse è cominciato a cambiare di nuovo. I disordini sociali in Francia hanno provocato ingenti conversioni di franchi francesi in dollari. Inoltre la BRI, per evitare le tensioni di metà anno, ha esteso i suoi collocamenti sul mercato mentre la Banca nazionale svizzera dal canto suo vi ha rincanalato i cospicui importi ricevuti a riporto dalle banche commerciali. Anche se le banche degli Stati Uniti hanno continuato ad indebitarsi e quelle tedesche hanno operato ritiri di fondi su vasta scala dal mercato dopo le restrizioni applicate alla politica di riporti della Bundesbank, il saggio a tre mesi, lungi dall'accusare il solito rialzo di metà anno, è sceso alla fine di giugno al 6,875%.

Nel terzo trimestre l'entrata in vigore negli Stati Uniti di nuovi oneri fiscali e l'annuncio di nuovi accordi di sostegno della sterlina, hanno provocato una riduzione nello sconto a termini sul dollaro nei confronti della maggior parte delle valute dei paesi continentali. Tale flessione ha stimolato un nuovo afflusso di fondi europei sul mercato. Il saggio a tre mesi è sceso al 6% al principio di agosto e si è mosso intorno a questo livello fino alla metà di settembre. D'altra



parte, l'offerta di fondi da paesi extra-europei ha subito un rallentamento o è perfino diminuita di qualcosa, come nel caso del Medio Oriente. Le banche degli Stati Uniti hanno continuato ad attingere al mercato, ma ora soprattutto in considerazione dei più bassi saggi sugli eurodollari. A Nuova York il premio sugli eurodollari a tre mesi rispetto ai certificati di deposito in dollari, che nella seconda metà di maggio si era ampliato fin quasi all'1%, si è ridotto a circa lo 0,25% durante luglio ed è rimasto press'a poco su questo livello fino alla seconda metà di settembre, il che significa che per le banche degli Stati Uniti gli eurodollari sono stati meno cari dei fondi in valuta nazionale. Inoltre, durante gli ultimi giorni di agosto e in settembre si è avuta una forte domanda di dollari da convertire in DM, mentre le banche tedesche in luglio e – per effetto della ripresa della politica di riporti della Bundesbank – in settembre sono risultate fornitori netti di fondi al mercato dell'eurodollaro.

Verso gli ultimi di settembre i preparativi per le operazioni di fine anno hanno dato il via ad una nuova espansione dei saggi sugli eurodollari a tre mesi. La tendenza all'aumento si è protratta per quasi tutto ottobre e novembre, a causa del forte incremento della domanda delle banche francesi e delle conversioni in DM di eurodollari. Anche la rinnovata ripresa dei saggi degli Stati Uniti può aver contribuito in qualche misura a questo movimento ascendente ma le banche americane non hanno spinto il loro indebitamento in eurodollari al di là del limite raggiunto nella seconda metà di settembre.

Dopo aver raggiunto il 7,125% nel momento in cui la crisi toccava l'apice, i saggi a tre mesi sugli eurodollari sono scesi all'inizio di dicembre al 7%, un livello che non può essere considerato anormale in termini stagionali. Di solito

negli anni passati i saggi declinavano per tutto il resto del mese: quest'anno invece hanno continuato a salire e ciò è avvenuto nonostante che la Banca nazionale svizzera avesse riavviato sul mercato \$746 milioni di fondi derivanti da operazioni di fine anno, nonostante i cospicui riflussi dalla Germania e nonostante l'utilizzazione da parte della BRI di \$80 milioni tratti dalla sua linea di riporti con la Riserva federale. Un importante elemento di questo progressivo irrigidimento delle condizioni del mercato è stato il rafforzamento dei controlli valutari della Francia. Ma la causa maggiore è stata la politica monetaria degli Stati Uniti divenuta ulteriormente restrittiva. Di conseguenza le banche americane sono tornate a costituire il gruppo più imponente di utilizzatori. Ciò non è stato avvertito del tutto nelle due settimane che hanno seguito l'aumento del saggio di sconto negli Stati Uniti, ma durante gennaio le passività delle banche americane verso loro filiali estere sono aumentate di \$2,6 miliardi e nei due mesi successivi ancora di \$1 miliardo.

Dapprima la domanda di fondi delle banche degli Stati Uniti si è incontrata con un'offerta elastica: il saggio sui depositi in dollari a tre mesi, dopo aver raggiunto l'8% nei primi giorni di gennaio, è retrocesso nella seconda metà del mese a circa il 7,5%. Successivamente però l'offerta di nuovi fondi è divenuta meno abbondante. Durante febbraio e marzo le banche tedesche hanno operato ingenti ritiri dal mercato, mentre quelle francesi, a loro volta, hanno provveduto a cospicui rimpatri. La Banca d'Italia all'inizio di febbraio ha preso ad aumentare il costo della copertura a termine in confronto ai riporti dollari-lire e il 22 marzo le banche italiane sono state invitate a ridurre gradualmente la loro posizione netta sull'estero, che in quel momento segnava un attivo di \$800 milioni. Il 3 aprile le autorità monetarie del Belgio hanno imposto dei limiti alle posizioni estere delle proprie banche. E la Banca nazionale svizzera ha cercato di scoraggiare la riesportazione dei fondi che le banche avevano richiamato in marzo per far fronte alle esigenze di fine trimestre. Il saggio sui depositi in dollari a tre mesi nella seconda metà di febbraio ha superato l'8% e in marzo e aprile si è molto avvicinato al livello mai toccato in precedenza dell'8,5%. Nello stesso tempo il premio sugli eurodollari rispetto ai saggi del mercato secondario per i certificati di deposito a Nuova York è cresciuto all'altezza eccezionale del 2%. All'inizio di maggio la domanda di eurodollari da convertire in DM è stata il principale fattore che ha alimentato il movimento al rialzo: alla fine del mese il saggio è stato spinto al 10,5%.

Banche dichiaranti: Passività ed attività a breve verso non residenti.¹

Paesi	Fine mese	Passività		Attività		Posizione netta			
		Valuta nazionale	Valute estere	Valuta nazionale	Valute estere	Valuta nazionale	Valute estere	Totale	
milioni di dollari SU									
Belgio-Lussemburgo	1967 Dicembre	490	1.950	190	1.480	— 300	— 470	— 770	
	1968	Marzo	530	2.110	240	1.610	— 290	— 500	— 790
		Giugno	620	2.420	270	1.960	— 350	— 440	— 790
		Settembre	610	2.520	310	2.080	— 300	— 440	— 740
		Dicembre	600	2.670	330	2.320	— 270	— 350	— 620
Francia	1967 Dicembre	1.070 ²	2.590 ²	290 ²	2.850 ²	— 780 ²	260 ²	— 520 ²	
	1968	Marzo	1.170	3.390	360	3.600	— 810	210	— 600
		Giugno	990	2.980	560	3.760	— 430	780	350
		Settembre	810	3.390	550	4.190	— 260	800	540
		Dicembre	700	4.640	390	4.660	— 310	20	— 290
Germania	1967 Dicembre	1.830	350	1.230	1.170	— 600	820	220	
	1968	Marzo	1.800	350	1.500	1.330	— 300	980	680
		Giugno	1.930	400	1.640	960	— 290	560	270
		Settembre	2.410	510	1.700	1.300	— 710	790	80
		Dicembre	3.030	580	1.500	1.640	— 1.530	1.060	— 470
Italia	1967 Dicembre	550	2.920	200	2.940	— 350	20	— 330	
	1968	Marzo	510	2.980	200	2.950	— 310	— 30	— 340
		Giugno	550	3.080	240	3.160	— 310	80	— 230
		Settembre	540	3.160	270	3.620	— 270	460	190
		Dicembre	600	3.730	300	4.470	— 300	740	440
Paesi Bassi	1967 Dicembre	520	1.120	290	1.200	— 230	80	— 150	
	1968	Marzo	490	1.270	310	1.310	— 180	40	— 140
		Giugno	600	1.350	350	1.460	— 250	110	— 140
		Settembre	560	1.370	380	1.460	— 180	90	— 90
		Dicembre	620	1.460	430	1.560	— 190	100	— 90
Regno Unito	1967 Dicembre	4.910	10.520	3.300	10.500	— 1.510	— 20	— 1.530	
	1968	Marzo	4.790	12.160	3.530	12.100	— 1.260	— 50	— 1.310
		Giugno	4.750	14.660	3.900	14.570	— 950	— 90	— 940
		Settembre	4.780	15.690	3.850	15.530	— 930	— 160	— 1.090
		Dicembre	4.840	17.130	4.050	17.060	— 790	— 70	— 860
Svezia	1967 Dicembre	190	270	100	630	— 90	360	270	
	1968	Marzo	190	260	70	580	— 120	320	200
		Giugno	200	300	70	600	— 130	300	170
		Settembre	190	310	60	650	— 130	340	210
		Dicembre	230	300	90	700	— 140	400	260
Svizzera ³	1967 Dicembre	2.450	2.800	1.800	4.280	— 650	1.480	830	
	1968	Marzo	2.750	2.970	2.200	4.660	— 550	1.690	1.140
		Giugno	3.100	3.050	2.460	5.170	— 640	2.120	1.480
		Settembre	3.050	3.390	2.660	5.400	— 390	2.010	1.620
		Dicembre	3.160	3.350	2.580	5.610	— 600	2.260	1.660
Totale	1967 Dicembre	11.910	22.520	7.400	25.050	— 4.510	2.530	— 1.980	
	1968	Marzo	12.230	25.460	8.410	28.140	— 3.820	2.660	— 1.160
		Giugno	12.740	28.240	9.490	31.660	— 3.250	3.420	170
		Settembre	12.950	30.340	9.780	34.230	— 3.170	3.890	720
		Dicembre	13.800	33.860	9.670	38.020	— 4.130	4.160	30
Canada	1967 Dicembre	540	2.370	60	3.500	— 480	1.130	650	
	1968	Marzo	500	2.320	60	3.420	— 440	1.100	660
		Giugno	520	2.450	70	3.660	— 450	1.210	760
		Settembre	550	2.560	80	3.970	— 470	1.390	920
		Dicembre	610	2.750	80	4.240	— 530	1.490	960
Giappone	1967 Dicembre	370	3.740	—	3.700	— 370	— 40	— 410	
	1968	Marzo	400	3.880	—	3.670	— 400	— 210	— 610
		Giugno	360	3.920	—	3.890	— 360	— 30	— 390
		Settembre	370	3.900	—	4.070	— 370	170	— 200
		Dicembre	370	4.210	—	4.450	— 370	240	— 130

¹ 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. ² Soltanto verso le banche. ³ Compresa le attività e passività in eurodivise della BRI.

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

Paesi	Fine mese	Dollari SU			Altre valute ¹		
		Passività	Attività	Posi- zione netta	Passività	Attività	Posi- zione netta
milioni di dollari S.U.							
Belgio-Lussemburgo . . .	1967 Dicembre	890	970	80	1.050	470	— 580
	1968 Marzo	990	1.020	30	1.110	560	— 550
	Giugno	1.120	1.320	200	1.280	620	— 660
	Settembre	1.180	1.370	190	1.310	660	— 650
	Dicembre	1.310	1.460	150	1.330	810	— 520
Francia	1967 Dicembre	1.700 ²	1.890 ²	190 ²	890 ²	970 ²	80 ²
	1968 Marzo	2.150	2.390	240	1.240	1.210	— 30
	Giugno	1.890	2.690	800	1.090	1.070	— 20
	Settembre	2.040	2.980	940	1.350	1.210	— 140
	Dicembre	3.040	3.430	390	1.600	1.230	— 370
Germania	1967 Dicembre	280	1.030	750	60	120	60
	1968 Marzo	280	1.140	860	60	160	100
	Giugno	330	750	420	60	180	120
	Settembre	420	1.160	740	80	120	40
	Dicembre	510	1.490	980	60	120	60
Italia	1967 Dicembre	2.140	2.260	120	780	680	— 100
	1968 Marzo	2.010	2.140	130	960	810	— 150
	Giugno	1.920	2.250	330	1.160	900	— 260
	Settembre	2.050	2.540	490	1.100	1.060	— 40
	Dicembre	2.630	3.200	570	1.090	1.250	160
Paesi Bassi	1967 Dicembre	810	650	— 160	300	480	180
	1968 Marzo	910	780	— 130	360	480	120
	Giugno	870	820	— 50	450	560	110
	Settembre	880	880	—	500	570	70
	Dicembre	970	990	20	500	560	60
Regno Unito	1967 Dicembre	9.690	9.210	— 480	670	990	320
	1968 Marzo	11.100	10.580	— 520	940	1.240	300
	Giugno	13.420	12.960	— 460	1.090	1.370	280
	Settembre	14.130	13.710	— 420	1.370	1.540	170
	Dicembre	15.380	14.980	— 400	1.590	1.800	210
Svezia	1967 Dicembre	170	350	180	90	260	170
	1968 Marzo	160	370	210	90	190	100
	Giugno	180	430	250	120	170	50
	Settembre	200	420	220	110	210	100
	Dicembre	210	490	280	90	190	100
Svizzera ³	1967 Dicembre	2.430	3.520	1.090	310	610	300
	1968 Marzo	2.680	3.850	1.170	350	760	410
	Giugno	2.630	4.340	1.710	340	670	330
	Settembre	2.840	4.370	1.530	400	850	450
	Dicembre	2.820	4.390	1.570	410	1.020	610
Totale	1967 Dicembre	18.110	19.880	1.770	4.150	4.580	430
	1968 Marzo	20.280	22.270	1.990	5.110	5.410	300
	Giugno	22.360	25.560	3.200	5.590	5.540	— 50
	Settembre	23.740	27.430	3.690	6.220	6.220	—
	Dicembre	26.670	30.430	3.560	6.670	6.980	310
Canada	1967 Dicembre	2.370	3.440	1.070	10 ⁴	70 ⁴	60
	1968 Marzo	2.320	3.350	1.030	10 ⁴	70 ⁴	60
	Giugno	2.430	3.580	1.150	20 ⁴	80 ⁴	60
	Settembre	2.550	3.880	1.330	30 ⁴	90 ⁴	60
	Dicembre	2.700	4.130	1.430	50 ⁴	110 ⁴	60
Giappone	1967 Dicembre	3.490	3.340	— 150	250	340	90
	1968 Marzo	3.640	3.350	— 290	250	300	50
	Giugno	3.660	3.580	— 80	270	290	20
	Settembre	3.600	3.740	140	320	300	— 20
	Dicembre	3.930	4.090	160	300	350	50

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Soltanto verso le banche. ³ Compresa le attività e passività in eurodivise della BRT. ⁴ 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 SU			Altre valute ¹			
		Passività	Attività	Posizione netta	Passività	Attività	Posizione netta	
milioni di dollari SU								
Belgio-Lussemburgo . . .	1967 Dicembre	730	700	— 30	720	160	— 560	
	1968	Marzo	790	740	— 50	700	230	— 470
		Giugno	870	1.010	140	870	250	— 620
		Settembre	950	1.020	70	880	270	— 610
	Dicembre	1.060	1.060	—	860	350	— 510	
Francia	1967 Dicembre	1.480 ²	1.360 ²	— 120 ²	580 ²	600 ²	20 ²	
	1968	Marzo	1.910	1.760	— 150	730	870	140
		Giugno	1.640	1.900	260	710	690	— 20
		Settembre	1.680	1.930	250	880	700	— 180
		Dicembre	2.600	2.320	— 280	1.140	710	— 430
Germania	1967 Dicembre	240	680	440	20	10	— 10	
	1968	Marzo	230	950	720	20	—	— 20
		Giugno	280	520	240	20	10	— 10
		Settembre	370	860	490	30	10	— 20
		Dicembre	450	960	510	20	—	— 20
Italia	1967 Dicembre	1.990	2.010	20	450	420	— 30	
	1968	Marzo	1.880	1.930	50	490	650	60
		Giugno	1.740	1.990	250	640	620	— 20
		Settembre	1.880	2.270	390	660	740	80
		Dicembre	2.480	2.910	430	620	870	250
Paesi Bassi	1967 Dicembre	740	520	— 220	170	270	100	
	1968	Marzo	780	640	— 140	240	310	70
		Giugno	750	650	— 100	300	400	100
		Settembre	750	690	— 60	350	370	20
		Dicembre	860	840	— 20	320	310	— 10
Regno Unito	1967 Dicembre	8.180	5.120	— 3.060	.	.	.	
	1968	Marzo	9.140	5.420	— 3.720	.	.	.
		Giugno	10.750	5.830	— 4.920	.	.	.
		Settembre	11.340	6.360	— 4.980	.	.	.
		Dicembre	12.580	7.720	— 4.860	.	.	.
Svezia	1967 Dicembre	150	250	100	50	80	30	
	1968	Marzo	140	250	110	40	60	20
		Giugno	160	320	160	50	70	20
		Settembre	180	310	130	60	100	40
		Dicembre	190	330	140	60	70	10
Svizzera ³	1967 Dicembre	2.120	2.990	870	190	240	50	
	1968	Marzo	2.430	3.090	660	180	330	150
		Giugno	2.360	3.550	1.190	200	280	80
		Settembre	2.500	3.520	1.020	240	390	150
		Dicembre	2.500	3.540	1.040	260	480	220
Totale	1967 Dicembre	15.630	13.630	— 2.000	.	.	.	
	1968	Marzo	17.300	14.780	— 2.520	.	.	.
		Giugno	18.560	15.770	— 2.780	.	.	.
		Settembre	19.650	16.960	— 2.690	.	.	.
		Dicembre	22.720	19.680	— 3.040	.	.	.
Canada	1967 Dicembre	1.590	1.250	— 340	—	40 ⁴	40	
	1968	Marzo	1.630	1.360	— 270	—	40 ⁴	40
		Giugno	1.710	1.370	— 340	10 ⁴	50 ⁴	40
		Settembre	1.960	1.470	— 490	20 ⁴	50 ⁴	30
		Dicembre	2.190	1.800	— 390	30 ⁴	80 ⁴	50
Giappone	1967 Dicembre	990	830	— 160	60	190	130	
	1968	Marzo	1.150	850	— 300	60	150	90
		Giugno	1.240	970	— 270	40	130	90
		Settembre	1.340	1.060	— 280	40	150	110
		Dicembre	1.450	1.240	— 210	30	170	140

¹ Sterline, franchi svizzeri, marchi tedeschi, fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane. ² Soltanto verso le banche. ³ Compresa le attività e passività in eurodivise della BRI. ⁴ Tutte le altre valute, ma principalmente sterline.

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.

Proroga dell'Accordo.

Nel 1965 l'Accordo era stato prorogato, per un periodo di tre anni, fino al 31 dicembre 1968. In conformità del mandato ricevuto in quell'occasione, nel corso dell'ultimo anno il Comitato di Direzione ha proceduto a un completo riesame del funzionamento dell'Accordo, allo scopo di presentare al Consiglio le proposte circa le condizioni alle quali l'Accordo avrebbe potuto rimanere in vigore oltre tale data. Il Comitato si è pronunciato per la proroga dell'Accordo, senza modificazioni, per un ulteriore periodo di tre anni, cioè fino al 31 dicembre 1971, ma ha proposto di apportare alcuni minori emendamenti tecnici alle Direttive per la sua applicazione. Sebbene l'Accordo continuerà a essere oggetto costante di esame, una nuova revisione generale verrà eseguita nel settembre 1971 per decidere sulla sua proroga oltre il 31 dicembre di tale anno.

Operazioni in base all'Accordo.

Fondo europeo. A fine marzo 1968, la consistenza dei crediti ammontava a \$125 milioni,* l'importo più elevato registrato dall'inizio del funzionamento dell'Accordo. Di questo importo, \$95 milioni costituivano il sesto e settimo credito accordato alla Turchia e la rimanenza, di \$30 milioni, rappresentava un credito concesso alla Grecia.

Nel giugno 1968 le autorità della Turchia chiesero un credito a medio termine a causa di un'improvvisa flessione negli introiti valutari del paese, per ov-

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

viare alla quale sarebbe stato altrimenti necessario ridurre le importazioni con il conseguente rallentamento dell'esecuzione del secondo Piano quinquennale. Allo scopo di lasciare il tempo necessario per un esame più approfondito della situazione turca prima di presentare qualsiasi raccomandazione al Consiglio, il Comitato di Direzione accordò un credito di \$25 milioni, con decorrenza dal 28 giugno e rimborsabile entro sei mesi. In tale occasione il Comitato esercitò per la prima volta i poteri, demandatigli dal Consiglio nel 1965, in base ai quali esso può concedere crediti che non devono superare \$50 milioni ciascuno, né la durata di un anno. Questo ottavo credito alla Turchia, che recava un saggio d'interesse del 3% all'anno sugli importi in essere, fu interamente prelevato entro una settimana dalla data in cui venne reso disponibile ed è stato utilizzato, nella misura di \$5 milioni, per effettuare il primo rimborso sul sesto credito ricevuto dal Fondo europeo, che scadeva il 30 giugno.

In seguito ad un ulteriore esame delle prospettive economiche della Turchia, eseguito in dicembre, il Comitato di Direzione raccomandò al Consiglio di accordare un nuovo credito, di \$25 milioni, con decorrenza dal 27 dicembre 1968 (data alla quale scadeva il credito a breve termine) per un periodo di sedici mesi, cioè fino al 30 aprile 1970, e recante il saggio d'interesse del 3,5% all'anno. La raccomandazione venne adottata dal Consiglio e le autorità turche furono così in grado di rimborsare l'ottavo credito, prelevando l'intero importo del nuovo credito non appena esso divenne disponibile.

Alle date di scadenza (fine dicembre 1968 e fine marzo 1969) la Turchia effettuò il secondo e terzo rimborso, di \$5 milioni ciascuno, del sesto credito; l'importo in essere di questo credito si è così ridotto a \$55 milioni. Se si includono il settimo e il nono credito, ciascuno per \$25 milioni, a fine marzo 1969 il totale dei crediti in essere verso la Turchia ammontava a \$105 milioni, cioè, durante l'anno, l'assistenza prestata a questo paese ha subito un aumento netto di \$10 milioni.

Verso la fine di ottobre 1968 l'Islanda ha presentato al Fondo europeo una domanda di assistenza per consentirle di sostenere le proprie riserve. Il Comitato di Direzione ha risposto con la concessione di un credito a sei mesi per l'importo di \$5 milioni, con decorrenza dal 15 novembre 1968. Il saggio d'interesse applicato sul credito a breve ammonta al 3% all'anno ed il credito stesso è stato prelevato interamente il 20 novembre 1968. Questo è il terzo credito che il Fondo europeo ha accordato all'Islanda.

Infine, il 20 gennaio 1969, la Grecia ha effettuato, con qualche anticipo sulla data fissata (7 febbraio 1969), un primo rimborso (\$5 milioni) del credito in essere di \$30 milioni.

Tutte queste operazioni sono incluse nella seguente tabella, che riporta la posizione relativa all'utilizzo dei crediti concessi dal Fondo europeo dopo le operazioni di regolamento multilaterale (il quinto giorno feriale del mese successivo) per il febbraio 1959, quando furono accordati i primi crediti, per la fine di ciascun anno dal 1959 al 1966 e, dalla fine del 1966 alla fine di marzo 1969, 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		Totale crediti concessi
	Disponibile e non prelevato	Prelievi									
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	98,0	52,5	148,5
1961 Dicembre . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962 Dicembre . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965 Dicembre . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966 Dicembre . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967 Marzo . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0
Giugno . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968 Giugno . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	115,0	—	145,0	145,0
Novembre . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	115,0	—	150,0	150,0
Dicembre . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969 Gennaio . .	—	25,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	140,0	140,0
Marzo . . .	—	25,0	—	5,0	—	—	—	105,0	—	135,0	135,0

Dai crediti concessi dal Fondo europeo tra il giugno 1959 (quando venne effettuato il primo prelievo) e il marzo 1969 sono stati eseguiti trentuno prelievi per un importo globale di \$399,5 milioni; di questo ammontare sono stati rimborsati \$264,5 milioni. L'importo in essere a fine marzo 1969 ammontava pertanto a \$135 milioni, di cui \$105 milioni erano dovuti dalla Turchia, \$25 milioni dalla Grecia e \$5 milioni dall'Islanda.

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.

Nei primi anni del funzionamento dell'Accordo le operazioni riguardavano per lo più il regolamento dei saldi derivanti da accordi bilaterali di pagamento stipulati fra paesi membri e il volume delle transazioni di questo tipo è andato gradualmente riducendosi da \$15 milioni nel 1959 a circa \$1 milione nel 1964, rispecchiando 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. Il sistema multilaterale ha ripreso a funzionare nel novembre 1967, allo scopo di applicare la garanzia di cambio in seguito alle variazioni nelle parità di cambio verificatesi in quel mese nelle monete

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

Paesi	Pagamenti effettuati dal Fondo (+) o al Fondo (-)				Importo netto
	1959-64	1967	1968	Totale 1959-68	
migliaia di dollari SU					
Austria	+ 25.083 —	+ 823 —	— —	+ 25.906 —	+ 25.906
Belgio	— —	+ 633 —	— —	+ 633 —	+ 633
Danimarca	+ 240 — 150	+ 1.830 — 2.434	+ 9 —	+ 2.079 — 2.584	— 505
Francia	— —	+ 1.383 —	— —	+ 1.383 —	+ 1.383
Germania	— —	+ 3.444 —	— —	+ 3.444 —	+ 3.444
Grecia	+ 689 — 28.762	+ 1.210 —	— —	+ 1.898 — 28.762	— 26.864
Islanda	— — 24	+ 306 — 9	— — 9	+ 306 — 42	+ 264
Italia	+ 243 —	+ 1.047 —	— —	+ 1.290 —	+ 1.290
Norvegia	+ 889 — 2.505	+ 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	— — 243	+ 2.447 —	— —	+ 2.447 — 243	+ 2.204
Svizzera	— —	+ 2.338 —	— —	+ 2.338 —	+ 2.338
Turchia	+ 9.212 — 4.694	+ 132 —	— —	+ 9.344 — 4.694	+ 4.650
Totale	37.756	19.812	9	57.576	—

di paesi membri. Il meccanismo dei regolamenti è stato utilizzato di nuovo nel 1968, quando fu svalutata la corona islandese, sebbene, il 21 novembre, sia stato regolato un unico saldo per l'importo di \$8.620. L'ammontare cumulativo dei regolamenti previsti dal Sistema multilaterale raggiunge ora il livello di \$57,6 milioni.

Dal marzo 1963 non sono stati prelevati mezzi di finanziamento temporanei in base all'Accordo.

Situazioni dei conti.

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

AME: Riassunto delle situazioni dei conti del Fondo europeo.

Dopo le operazioni del mese	Attivo				Totale della situazione	Passivo	
	Risorse liquide	Conto presso il Tesoro SU	Capitale non versato	Consistenza dei crediti		Capitale	Conto entrate e spese
	milioni di unità di conto						
Apertura	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 Dicembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 Dicembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 Dicembre	109,2	123,5	297,9	67,8	618,4	607,5	10,9
1962 Dicembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 Dicembre	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Dicembre	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 Dicembre	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Dicembre	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Dicembre	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 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
Aprile	82,5	123,5	297,9	142,8	646,8	607,5	39,3
Maggio	82,7	123,5	297,9	142,8	647,0	607,5	39,5
Giugno	65,2	123,5	297,9	162,8	649,5	607,5	42,0
Luglio	64,9	123,5	297,9	162,8	649,2	607,5	41,7
Agosto	65,1	123,5	297,9	162,8	649,4	607,5	41,9
Settembre	65,3	123,5	297,9	162,8	649,6	607,5	42,1
Ottobre	65,5	123,5	297,9	162,8	649,8	607,5	42,3
Novembre	60,6	123,5	297,9	167,9	649,9	607,5	42,4
Dicembre	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 Gennaio	76,3	123,5	297,9	155,1	652,8	607,5	45,3
Febbraio	76,5	123,5	297,9	155,1	653,0	607,5	45,5
Marzo	81,6	123,5	297,9	150,1	653,1	607,5	45,6

A fine marzo 1968, 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 \$142,8 milioni; di questo importo, \$125 milioni costituivano crediti in essere e \$17,8 milioni rappresentavano il saldo di crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia. Il totale ha toccato una punta di \$167,8 milioni nel novembre 1968, in seguito ai prelievi effettuati dalla Turchia e dall'Islanda già descritti. Si è poi ridotto in conseguenza dell'ottavo rimborso annuale (di \$2,7 milioni nel dicembre 1968) per ammortamento dei crediti a lungo termine verso la Norvegia e la Turchia e dei rimborsi di crediti da parte della Turchia e della Grecia menzionati più sopra. A fine marzo 1969 il totale era di \$150,1 milioni.

Durante l'anno le attività non liquide del Fondo sono pertanto cresciute di \$7,2 milioni. Questo importo supera di poco l'incremento di \$6,4 milioni registrato, nello stesso periodo, nelle entrate nette non distribuite, sicchè le risorse liquide del Fondo hanno subito una modesta riduzione di \$0,8 milioni.

Nel periodo sotto rassegna non vi è stata alcuna richiesta di versamento di capitale; l'importo delle contribuzioni non versate da parte dei paesi membri è pertanto rimasto invariato a \$297,9 milioni. Inoltre, l'ammontare di \$123,5 milioni, che rappresenta il saldo non utilizzato del capitale dell'UEP versato dagli Stati Uniti e trasferito al Fondo europeo, è tuttora soggetto a richiesta di versamento, in proporzioni eguali al pagamento di ulteriori contribuzioni da parte di paesi membri, a condizione che l'importo delle contribuzioni versate dai paesi membri abbia raggiunto il livello di \$148 milioni (pari, cioè, al capitale dell'UEP trasferito al Fondo nel 1958). Presentemente le contribuzioni versate da paesi partecipanti ammontano a \$38 milioni che, congiuntamente all'importo di \$148 milioni trasferito dall'UEP, porta il capitale del Fondo a \$186 milioni. L'importo di \$607,5 milioni, riportato sotto la voce "Capitale" nel passivo della situazione dei conti del Fondo, comprende anche gli importi non versati or ora menzionati.

Nell'anno civile 1968 le entrate nette hanno raggiunto il livello di \$7,5 milioni, il più elevato finora registrato. Questo andamento rispecchia tanto il cospicuo volume di crediti in essere, quanto gli alti rendimenti derivanti dagli investimenti liquidi del Fondo in dollari. Ciò ha portato il totale cumulativo delle entrate nette percepite dall'inizio delle operazioni a \$53,7 milioni. Il calcolo degli interessi da corrispondere sulle contribuzioni versate da paesi membri è stato effettuato con lo stesso criterio adottato in anni precedenti, in base al quale l'importo cumulativo degli interessi pagati a ciascun paese partecipante dovrà essere pari al 90 % della rispettiva partecipazione alle entrate nette che il paese avrebbe ricevuto se il Fondo fosse stato liquidato alla fine del periodo per cui viene pagato l'interesse. Nel 1968 gli interessi corrisposti sono ammontati a \$1,2 milioni, portando così l'importo cumulativo degli interessi, finora versati in oro ai paesi membri, a \$8,6 milioni. Sull'importo di \$38 milioni di contribuzioni versate ciò corrisponde a un saggio d'interesse medio del 2,4 % all'anno. Dopo aver effettuato, nel gennaio 1969, il pagamento degli interessi sulle contribuzioni relativamente al secondo semestre del 1968, le entrate nette non distribuite ammontavano a \$45,3 milioni. Di questo importo, \$39,8 milioni equivalevano alla quota che, nelle entrate nette del Fondo, era da attribuire al capitale dell'UEP (\$148 milioni) trasferito al Fondo. La rimanenza rappresentava praticamente il saldo delle entrate nette del Fondo (10 %) non ancora distribuito.

Amministrazione dell'Accordo monetario europeo.

Il Comitato di Direzione 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'Orga-

nizzazione e, talvolta, da missioni speciali. Per espletare queste funzioni, il Comitato si riunisce quando è necessario, e nel periodo recente circa sei volte all'anno. Nel dicembre 1968, il Signor Hay, della Banca nazionale svizzera, è stato rieletto presidente del Comitato di Direzione per un altro anno.

La Banca dei Regolamenti Internazionali, nella sua qualità di Agente, presenta rapporti mensili sulle operazioni eseguite in base all'Accordo e sugli investimenti del Fondo europeo. Per assistere il Comitato nel compito di seguire gli sviluppi finanziari internazionali, la Banca trasmette inoltre mensilmente materiale statistico che il rappresentante della Banca regolarmente commenta alle riunioni del Comitato.

Alla Banca dei Regolamenti Internazionali è stato anche affidato, dal 1963, il compito di trasmettere alle banche centrali dei paesi partecipanti le informazioni riservate relative alla conclusione e all'utilizzo di accordi bilaterali attraverso i quali la moneta di un paese AME riceve uno speciale sostegno. Durante il periodo sotto rassegna sono stati stipulati nuovi accordi e alcuni di quelli esistenti sono stati prorogati. In seguito a ciò, l'attività della Banca, collegata alla notificazione delle operazioni di sostegno fra le banche centrali dei paesi AME, si è notevolmente intensificata.

VII. ATTIVITA' DELLA BANCA.

1. Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali.

Durante un altro anno, assai ricco di avvenimenti, è stata di nuovo chiaramente dimostrata la necessità della stretta cooperazione fra le banche centrali nel campo monetario e la funzione svolta dalla Banca a questo riguardo ha continuato a crescere d'importanza.

La Banca ha aumentato la sua partecipazione ad accordi conclusi da gruppi di importanti banche centrali nell'intento di attenuare le tensioni sorte all'interno del sistema monetario internazionale, fungendo anche da intermediaria per quanto concerne le facilitazioni messe a disposizione a questo scopo. Questi accordi comprendono la nuova facilitazione per \$2 miliardi (denominata in questo capitolo "secondo Accordo di gruppo") accordata alla Banca d'Inghilterra nel settembre 1968 e alla quale si fa anche riferimento nel capitolo IV della presente Relazione; e le facilitazioni per \$1,3 miliardi e \$2 miliardi in favore della Banca di Francia, concluse, rispettivamente, nel luglio e nel novembre 1968. Il campo di attività della Banca si è ulteriormente allargato, in quanto essa ha stretto nuove relazioni d'affari con numerose banche centrali. D'altra parte, durante l'anno, il totale degli accordi di riporto stipulati fra la Banca della Riserva federale di Nuova York e la BRI è rimasto invariato a \$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.

Oltre alle riunioni regolari dei Governatori del Gruppo dei dieci e del Consiglio di amministrazione, la Banca ha continuato ad organizzare riunioni di esperti delle banche centrali per studiare e scambiare informazioni su problemi economici e monetari d'interesse generale, nonché esaminare altre questioni, come l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi, nonché di quello dell'eurodollaro.

Durante l'anno, la Banca ha anche continuato a esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai ministri del Gruppo dei dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri del Gruppo e al Gruppo di lavoro 3 dell'OCSE i dati statistici relativi ai mezzi utilizzati per finanziare saldi attivi e passivi nei 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 e della Svizzera, in occasione delle loro riunioni presso la Banca, hanno inoltre l'opportunità di scambiarsi 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. La cooperazione in questo campo continua ad essere estremamente utile. E la

Banca ha pure continuato a partecipare ai lavori dei Sostituti del Gruppo dei dieci.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1969, certificato dai revisori dei conti, è riprodotto alla fine della presente Relazione.

La presentazione del bilancio è stata lievemente modificata: difatti, le attività e passività ad oltre tre mesi, che prima figuravano ripartite nei singoli conti secondo il periodo di scadenza, sono ora state raggruppate, per scopi di semplificazione, sotto un'unica voce.

* *
*

Il totale del bilancio al 31 marzo 1969 ammonta a 14.642.777.907 franchi* contro 12.041.331.123 franchi al 31 marzo 1968, esso ha cioè registrato un incremento assai notevole: 2.601.446.784 franchi pari al 22%. Questo aumento è dovuto a diverse transazioni importanti, fra cui l'entrata in vigore, nel settembre 1968, del "secondo Accordo di gruppo" concluso dalla BRI con la Banca d'Inghilterra, da una parte, e un numeroso gruppo di banche centrali, dall'altra.

BRI: Totali del bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari.

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale del bilancio	Variazione rispetto all'esercizio precedente	
		milioni di franchi	percentuali
1960	3.430	— 99	— 3
1961	3.973	+ 543	+ 16
1962	4.732	+ 759	+ 19
1963	4.950	+ 218	+ 5
1964	5.778	+ 828	+ 17
1965	7.850	+ 2.072	+ 36
1966	7.682	+ 32	—
1967	8.232	+ 350	+ 4
1968	12.041	+ 3.809	+ 46
1969	14.643	+ 2.602	+ 22

Il totale della situazione mensile è andato crescendo abbastanza regolarmente sino alla fine di dicembre 1968, quando per la prima volta ha superato il livello di 15 miliardi, con 15.763 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 con-

* 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.

BRI: Conti d'ordine (b).

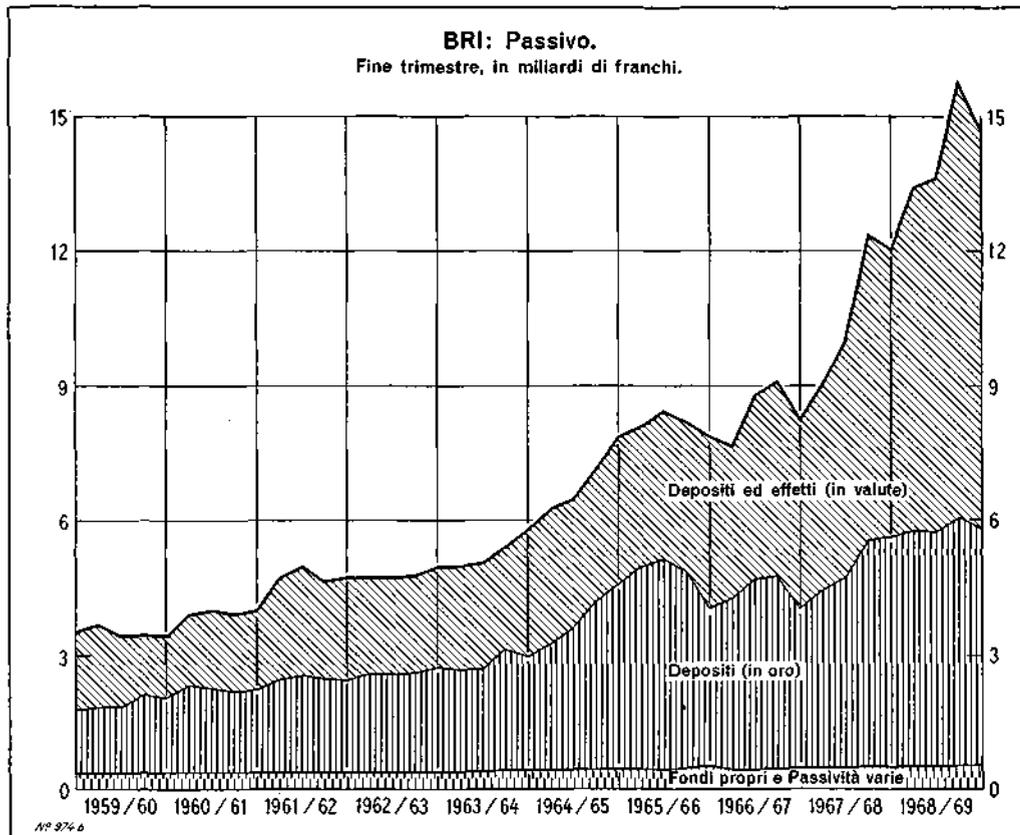
Conti	Fine esercizio	
	1968	1969
	milioni di franchi	
Oro in custodia	1.219	1.116
Saldi bancari	32	32
Effetti e altri titoli	641	594
Totale dei conti non inclusi nel bilancio	1.892	1.742

tratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonché di Fiduciario o Agente fiscale per il servizio di prestiti internazionali. Come è già stato fatto nel precedente bilancio, gli importi così amministrati sono raggruppati in calce all'attivo sotto la voce "Conti d'ordine (b)". Il loro ammontare è esposto nella tabella che precede.

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.



Anche il Fondo di riserva legale e il Fondo di riserva speciale per dividendi, che ammontavano, rispettivamente, a 12,5 e 10 milioni di franchi, sono rimasti immutati.

Dopo aver distribuito l'utile netto disponibile per l'anno finanziario 1967-68, il Fondo di riserva generale era aumentato da 22,8 a 37,8 milioni di franchi e un importo di 15 milioni era stato assegnato al Fondo di riserva libero di nuova istituzione.

Le riserve della Banca hanno così segnato un incremento di 30 milioni, da 45,3 a 75,3 milioni.

Il totale delle "Partite varie", che il 1° aprile 1968 ammontava a 40,6 milioni, il 31 marzo 1969 era salito a 43,4 milioni.

Il conto "Accantonamento per contingenze" è rimasto invariato a 220 milioni.

Il conto "Accantonamento per costruzioni", il cui totale era di 17,5 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario, alla fine dell'esercizio si era ridotto a 1,5 milioni (vedasi Sezione n. 6).

L'utile netto per l'esercizio finanziario 1968-69 ammonta, come per quello precedente, a 45 milioni (vedasi Sezione n. 6).

BRI: Composizione delle risorse in valori assoluti e in percentuali negli ultimi dieci esercizi finanziari.

Fine esercizio	Fondi propri	Fondi ricevuti in prestito	Passività varie	Totale del bilancio
	milioni di franchi			
1960	342	3.069	19	3.430
1961	353	3.603	17	3.973
1962	359	4.353	20	4.732
1963	368	4.561	21	4.950
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
1969	467	14.133	43	14.643

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			
1960	11,1	10,0	23,4	20,9
1961	9,8	9,9	20,2	18,3
1962	8,2	7,6	16,9	15,5
1963	8,1	7,4	16,3	15,0
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
1969	3,3	3,2	6,0	6,8

Alla fine di marzo 1969, il totale dei fondi propri della Banca (escluse le "Passività varie") ammontava a 467 milioni e corrispondeva al 3,3% del totale dei fondi ricevuti in prestito (14.133 milioni) e al 3,2% del totale del bilancio alla stessa data (14.643 milioni). Tenendo conto anche del capitale non versato (375 milioni), tali rapporti salirebbero rispettivamente al 6 e 5,8%.

L'ampiezza che le operazioni della Banca hanno assunto soprattutto negli ultimi anni ha indotto il Consiglio di amministrazione a proporre all'Assemblea generale straordinaria, convocata per il 9 giugno 1969, di aumentare il capitale azionario. Il problema è discusso dettagliatamente nella Sezione n. 7.

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
	1968	1969	
milioni di franchi			
Banche centrali	9.711	11.324	+ 1.613
Altri depositanti	1.305	1.224	- 81
Effetti	532	1.585	+ 1.053
Totale	11.548	14.133	+ 2.585

I depositi delle banche centrali sono cresciuti in misura abbastanza cospicua (+17%), mentre quelli degli altri depositanti hanno subito una lieve contrazione (-6%).

L'aumento dei depositi delle banche centrali si è verificato quasi esclusivamente in quelli in valute ed è dovuto soprattutto a fondi ricevuti da banche centrali di paesi appartenenti al resto dell'area della sterlina.

Il volume degli effetti è praticamente triplicato. Tali effetti, tutti stilati in valute estere, rappresentano vendite effettuate a banche commerciali. Il ricavo

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
	1968	1969		1968	1969		1968	1969	
milioni di franchi									
A vista	1.989	2.234	+ 245	71	40	- 31	-	-	-
Fino a 3 mesi	2.925	2.778	- 47	5.103	5.031	- 72	62	594	+ 532
Ad oltre tre mesi	314	286	- 28	714	2.179	+ 1.465	470	991	+ 521
Totale	5.128	5.298	+ 170	5.888	7.250	+ 1.362	532	1.585	+ 1.053

è stato utilizzato dalla Banca per finanziare diverse operazioni eseguite su richiesta di autorità monetarie.

Mentre il conto "Depositi in oro" ha registrato un incremento assai modesto (+3%), i "Depositi in valute" hanno conseguito una sensibile espansione (-23%).

Per quanto riguarda il conto "Depositi in oro", il totale di quelli vincolati è diminuito lievemente in seguito alle conversioni in depositi a vista.

Poichè i "Depositi in valute" a vista e fino a tre mesi si sono ridotti sia pure in misura modesta, l'incremento dei fondi con scadenza ad oltre tre mesi ha superato l'aumento globale dei depositi in valute. Questa evoluzione è da attribuire soprattutto al consolidamento, avvenuto nel settembre 1968, delle facilitazioni concesse in base all'Accordo di gruppo, concluso nel giugno 1966 (il cui rimborso dovrà essere completato nel 1971). Conseguentemente, i fondi con scadenza relativamente breve ricevuti dalla BRI per finanziare parzialmente l'Accordo sono stati messi a sua disposizione per periodi più lunghi.

L'espansione nel totale del conto "Effetti" si è ripartita, in parti uguali, tra i fondi a non più di tre mesi e quelli ad oltre tre mesi.

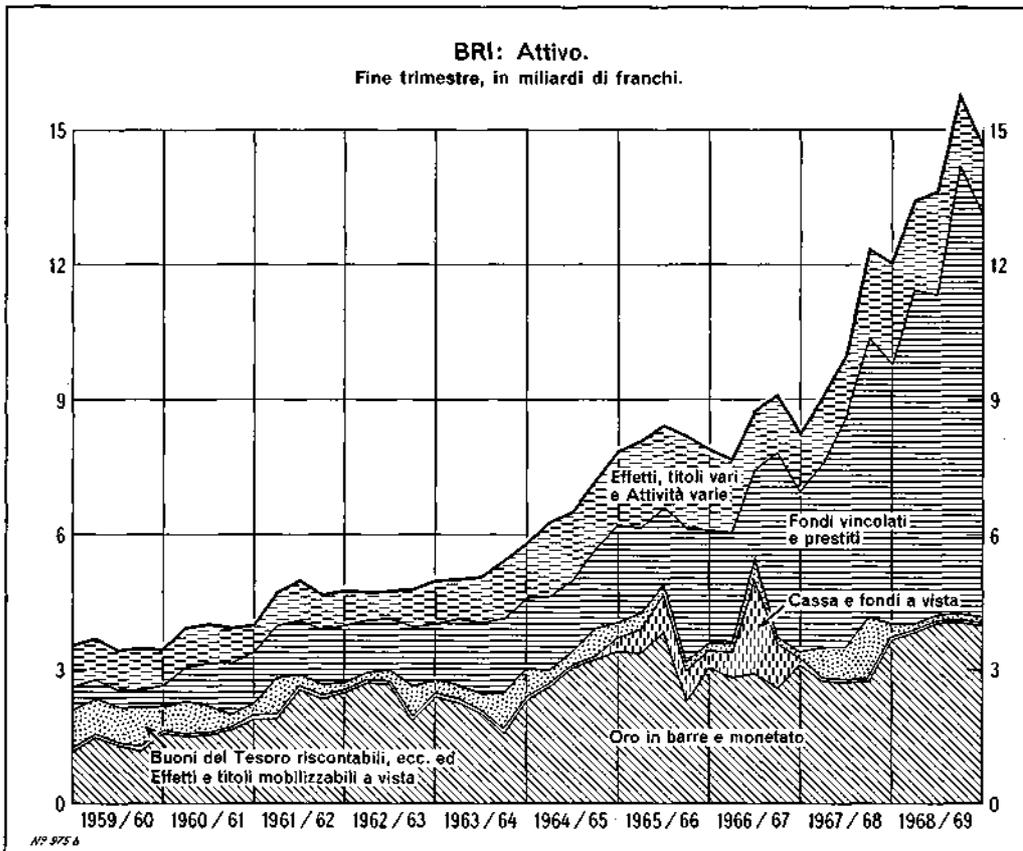
All'inizio dell'anno finanziario, i "Depositi in oro" costituivano il 44% dei fondi ricevuti in prestito, i "Depositi in valute" il 51%, mentre il restante 5% era rappresentato dagli "Effetti"; il 31 marzo 1969 le aliquote erano passate rispettivamente al 37, 52 e 11%. Perciò, nel corso dell'esercizio finanziario, l'aliquota dei fondi in valute è cresciuta notevolmente e, precisamente, dal 56 al 63%.

UTILIZZO DELLE RISORSE (attivo).

L'andamento della posizione in oro della Banca può essere rilevato dalla tabella seguente che riporta i massimi e minimi per l'esercizio finanziario.

BRI: Posizione in oro.

Fine mese	Posizione a pronti				Operazioni a termine	Posizione netta finale
	Oro in barre e monetato	Impieghi in oro	Depositi in oro	Saldo netto	Saldo netto	
milioni di franchi						
1968						
Marzo	3.666 (min.)	407	5.128 (min.)	- 1.055	+ 1.510	455 (min.)
Settembre . .	4.034	406 (min.)	5.252	- 812	+ 1.278	466
Novembre . . .	4.168 (mass.)	416	5.328	- 796 (mass.)	+ 1.270 (min.)	474 (mass.)
Dicembre . . .	4.057	417	5.543 (mass.)	- 1.069 (min.)	+ 1.528 (mass.)	459
1969						
Marzo	3.976	451 (mass.)	5.298	- 871	+ 1.341	470
Variazione dal 31 marzo 1968 al 31 marzo 1969	+ 310	+ 44	+ 170	+ 184	- 169	+ 15



L'aumento di 310 milioni negli averi in oro detenuti dalla Banca è dovuto alla scadenza di alcuni riporti di oro contro valute effettuati con banche centrali, al regolamento di acquisti di oro a termine e alla costituzione di nuovi depositi.

Le fluttuazioni nella posizione in oro della Banca sono state assai meno ampie di quelle registrate in esercizi finanziari precedenti.

BRI: Composizione della cassa e di altri investimenti.

Natura	Fine esercizio				Variazione	
	1968		1969			
	milioni di franchi					
Cassa						
Oro	3.666		3.976		+ 310	
Valute	49	3.715	56	4.032	+ 7	+ 317
Altri investimenti						
Oro	407		451		+ 44	
Valute	7.918	8.325	10.159	10.610	+ 2.241	+ 2.285
Totale						
Oro	4.073		4.427		+ 354	
Valute	7.987	12.040	10.215	14.642	+ 2.248	+ 2.602

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 il 31 marzo 1969 consisteva esclusivamente di oro in barre) è aumentato di 310 milioni, come è già stato menzionato sopra.

Il totale del conto "Cassa in contanti e in conti a vista presso banche" che all'inizio dell'esercizio finanziario ammontava a 49 milioni, ha subito scarse variazioni.

Al 31 marzo 1969 il totale degli averi in oro e valute della Banca costituiva il 27,5% del totale del bilancio contro poco meno del 31% l'anno prima.

Alla fine del precedente esercizio finanziario, il portafoglio "Buoni del Tesoro riscontabili" ammontava a 232 milioni. I fondi ricevuti nel corso dell'esercizio 1967-68 in base agli impegni di riporto conclusi fra banche centrali ai quali la Banca partecipa, erano stati investiti in questa forma; alla scadenza dei riporti, nel maggio 1968, tali investimenti sono stati liquidati, riportando il totale di questa voce al livello di 67 milioni, al quale è poi rimasto fino alla fine dell'anno finanziario.

Il portafoglio "Effetti e titoli mobilizzabili a vista" ha subito scarse variazioni, passando da 70 a 61 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 4.017 milioni e rappresentava il 33% del totale del bilancio. Il 31 marzo 1969 le cifre corrispondenti erano, rispettivamente, 4.160 milioni e 28,5%. Nello stesso periodo, i depositi a vista nel passivo del bilancio sono passati da 2.060 a 2.274 milioni, sicchè la loro aliquota sul totale del bilancio è scesa dal 17 al 15,5%.

B. Fondi vincolati.

Dall'inizio alla fine dell'anno finanziario, il totale del conto "Depositi vincolati e anticipazioni" è salito da 5.775 a 8.964 milioni, registrando quindi un incremento assai cospicuo: 3.189 milioni pari al 55%. Un'aliquota notevole di queste operazioni è stata eseguita nel quadro del "secondo Accordo di gruppo", mediante l'utilizzo di fondi depositati specificamente per questo scopo; la rimanenza è consistita in impieghi sul mercato delle eurodivise. La Banca ha ottenuto, a più riprese, fondi da banche centrali per intervenire sul predetto mercato, al fine di contenerne l'ampiezza dei movimenti di fondi. Questi interventi sono stati effettuati per brevi periodi, soprattutto a fine anno. Essi si sono rispecchiati nel conto "Depositi vincolati e anticipazioni", che è passato da 8.132 milioni alla fine di novembre a 9.949 milioni alla fine di dicembre.

Il totale del conto "Altri effetti e titoli" si è ridotto di quasi un terzo: da 2.248 a 1.518 milioni. La contrazione si è verificata negli impieghi in valute ed è dovuta soprattutto ai rimborsi mensili (a partire dal giugno 1968) dei buoni del Tesoro britannici acquistati dalla Banca nel novembre 1967. Gli averi in altri effetti e titoli in oro sono invece lievemente aumentati.

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

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1968	1969	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	7.319	6.935	— 384
Ad oltre tre mesi	704	3.547	+ 2.843
Totale	8.023	10.482	+ 2.459

Si può osservare che, parallelamente all'incremento delle risorse ad oltre tre mesi (depositi e effetti), si è registrata un'espansione negli impieghi ad oltre tre mesi. Le cause principali di questo incremento sono state il consolidamento dell'Accordo di gruppo concluso nel giugno 1966 e l'utilizzo del ricavo degli effetti emessi per finanziare il "secondo Accordo di gruppo" stipulato nel settembre 1968.

* *
*

Come negli esercizi finanziari precedenti, l'attività della Banca è stata legata soprattutto allo sviluppo della cooperazione fra le banche centrali. Fra le operazioni, che sono state brevemente ricordate sopra, occorre mettere in rilievo l'importanza che, per la Banca, ha rivestito l'entrata in vigore del "secondo Accordo di gruppo", avvenuta nel settembre 1968. La Banca vi svolge, difatti, una triplice funzione: agisce come partecipante, come intermediaria fra le banche centrali e come canale fra queste ultime e il mercato.

L'elevato livello dell'attività della Banca, che si rispecchia soprattutto nell'aumento del totale di bilancio, ha investito quasi tutti i settori. La Banca ha tuttavia dovuto sospendere le sue operazioni di acquisti e vendite sul mercato dell'oro, mentre le altre transazioni, cioè i riporti di oro contro valute e le permutate di metallo fra piazze diverse, sono proseguite con ritmo normale.

Il volume delle operazioni della Banca ha raggiunto un nuovo livello senza precedenti di 184 miliardi nel 1968-69 contro 174 miliardi nel 1967-68 e 110 miliardi nel 1966-67.

3. 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.

Prestito estero tedesco 1924
(Prestito Dawes).

Emissione	Valuta	Valore nominale			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-59 al 1967-68	1968-69	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	44.118.000	17.285.000	2.278.000	24.555.000
Belga	£	583.500	161.300	19.900	402.300
Britannica . . .	£	9.277.200	2.286.200	286.000	5.705.000
Francese	£	1.929.600	527.200	66.300	1.336.100
Olandese	£	1.324.000	347.000	44.900	932.100
Svedese	cor.sv.	14.209.000	3.656.000	468.000	10.085.000
Svizzera	£	1.130.800	309.100	38.500	793.200
Svizzera	fr.sv.	8.251.000	2.082.000	269.000	5.900.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . . .	\$	8.208.000	2.383.000	260.000	5.565.000
Belga	£	157.800	48.000	5.300	104.500
Britannica . . .	£	2.232.000	671.300	74.900	1.485.800
Francese	£	498.900	151.300	16.800	330.800
Olandese	£	291.700	79.900	9.700	202.100
Svizzera	£	115.000	34.100	3.800	77.100
Svizzera	fr.sv.	415.000	112.000	12.000	291.000

Prestito internazionale del Governo tedesco 1930
(Prestito Young).

Emissione	Valuta	Valore nominale*			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-59 al 1967-68	1968-69	
Obbligazioni convertite					
Americana . . .	\$	55.490.000	7.012.000	908.000	47.570.000
Belga	fr.belgi	202.842.000	25.337.000	3.172.000	174.333.000
Britannica . . .	£	20.656.600	2.560.800	321.800	17.774.000
Francese	fr.fr.	445.700.000	55.265.000	6.963.000	383.472.000
Olandese	fiorini	52.558.000	6.415.000	814.000	45.329.000
Svedese	cor.sv.	92.763.000	11.548.000	1.448.000	79.767.000
Svizzera	fr.sv.	58.385.000	7.279.000	912.000	50.194.000
Tedesca	DM	14.504.000	1.788.000	225.000	12.491.000
Obbligazioni consolidate					
Americana . . .	\$	9.009.000	1.108.000	127.000	7.774.000
Belga	fr.belgi	45.681.000	5.704.000	643.000	39.334.000
Britannica . . .	£	4.928.700	607.700	69.200	4.251.800
Francese	fr.fr.	98.172.000	11.926.000	1.375.000	87.871.000
Olandese	fiorini	8.499.000	1.044.000	123.000	7.332.000
Svedese	cor.sv.	6.014.000	750.000	83.000	5.181.000
Svizzera	fr.sv.	1.405.000	172.000	20.000	1.213.000
Tedesca	DM	416.000	50.000	6.000	360.000

* Valore nominale al 1° maggio 1969, 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.

Per il Prestito Dawes, l'esercizio finanziario 1968-69 si è chiuso il 15 aprile 1969 e per il Prestito Young il 1° giugno 1969. Gli interessi per l'esercizio 1968-69 sono ammontati a un importo equivalente a circa 9,7 milioni di franchi per il Prestito Dawes e ad un importo equivalente a circa 34,5 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 1968-69, i rimborsi per entrambi i prestiti sono stati effettuati, in parte, mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e, in parte, mediante sorteggio. Tutte le obbligazioni convertite del Prestito Dawes giungeranno a scadenza il 15 ottobre 1969.

La questione se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'Accordo di Londra sia applicabile nel caso 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 alla pagina che precede.

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 1967	1968	
Americana . . .	\$	1.667.000	623.000	92.000	952.000
Anglo-Olandese .	£	856.600	314.400	45.500	496.700
Svizzera	fr.sv.	7.102.000	2.194.000	323.000	4.585.000

4. 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 1969 sono ammontati all'equivalente di circa 366 milioni di franchi, che riduce la consistenza attuale dei prestiti all'equivalente di circa 451 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 1969	Saggio d'interesse %	Scadenze dei prestiti
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo SU	\$ 100.000.000	60.400.000	3 3/4	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brusselle	Fr.belgi 200.000.000	133.800.000	3 1/2	1982
3 ^a	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf und Münster ¹	DM 50.000.000	29.866.400	3 3/4	1981
4 ^a	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	13.380.000	3 1/2	1982
5 ^a	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	1.634.620	4 1/4	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	23.750.000	4 1/4	1974
7 ^{a,3}	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	11.700.000	5 1/2	1975
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	77.895.261	5 3/4	1982
11 ^{a,3}	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	23.500.000	5	1978
13 ^{a,3}	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	20.050.000	5 3/4	1980
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	88.223.554	6 1/4	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	43.300.000	4 1/2	1981

¹ I creditori originali Rheinische Girozentrale und Provinzialbank e Landesbank für Westfalen Girozentrale si sono fusi a partire dal 1° gennaio 1969, adottando la denominazione Westdeutsche Landesbank Girozentrale.
² Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1969. L'importo originario ammontava a 350 milioni di franchi francesi vecchi. ³ I titoli garantiti del'8^a, 9^a, 12^a, e 14^a 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 24 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.

5. La Banca come Agente dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Accordo monetario europeo).

Come è stato spiegato nel capitolo VI della presente Relazione, la Banca ha continuato a fungere da Agente per l'esecuzione delle operazioni finanziarie dell'AME, nel quadro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Come nello scorso anno la Banca ha ricevuto a questo riguardo, a titolo di contributo alle spese amministrative da essa sostenute, l'importo di fr.sv.

500.000, oltre al rimborso delle spese varie; questi importi sono stati accreditati alle "Spese di amministrazione" nel Conto profitti e perdite.

6. Distribuzione dell'utile netto.

I conti relativi al trentanovesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1969, presentano un avanzo di 49.686.320 franchi. Nel precedente esercizio finanziario si era avuto un avanzo di 53.497.848.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 1.336.320 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e 3.350.000 franchi all' "Accantonamento per costruzioni". Dopo aver dedotto questi due importi trasferiti agli accantonamenti, l'utile netto ammonta a 45 milioni di franchi. La distribuzione di questo importo è prevista dall'Articolo 53, lett. b), c), d) e f) degli Statuti.

In conformità di queste disposizioni, il Consiglio di amministrazione raccomanda, come lo scorso anno, 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; 2) un ulteriore importo di 7.500.000 franchi a titolo di dividendo addizionale del 6%, ossia 37,50 franchi per azione; 3) un importo di 15 milioni di franchi al Fondo di riserva generale; 4) la rimanenza dell'utile netto disponibile, ossia 15 milioni di franchi, al Fondo di riserva libero. Il Consiglio di amministrazione ha 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 rimarrà invariato a 75 franchi per l'anno finanziario 1968-69. Esso sarà pagabile il 1° luglio 1969, nella misura di 107,15 franchi svizzeri per azione e il pagamento sarà effettuato il 1° luglio 1969 agli azionisti iscritti sui registri della Banca al 25 giugno 1969. La distribuzione di 75 franchi per azione proposta per l'anno finanziario 1968-69 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 ripartizione dell'utile netto proposta sono riprodotti alla fine di questa Relazione.

Durante lo scorso esercizio finanziario la Banca ha acquistato la maggior parte di un appezzamento di terreno situato nel centro di Basilea, sul quale intende costruire la nuova sede. Al 31 marzo 1969, per tale terreno era stato speso un importo di 19.350.000 franchi, che è stato addebitato all' "Accantonamento per costruzioni".

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 1969, nonchè degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei signori Price Waterhouse & Co. si trova in calce al bilancio.

7. Adeguamento del capitale e degli Statuti della Banca.

Il Consiglio di amministrazione, considerando giunto il momento per la Banca di adeguare il suo capitale ed i suoi Statuti all'espansione che la sua attività ha registrato negli ultimi anni, ha deciso, nella sua riunione del 14 aprile 1969, di convocare un'Assemblea generale straordinaria per il 9 giugno 1969 e di proporre:

- 1) di portare il capitale autorizzato della Banca da 500 milioni a 1,5 miliardi di franchi;
- 2) di emettere 200.000 azioni nuove, che costituiranno la seconda "tranche" del capitale della Banca, e di offrirle in sottoscrizione agli attuali azionisti;
- 3) di conferire la facoltà al Consiglio di amministrazione di emettere una terza "tranche" di 200.000 azioni che sarebbero riservate alle banche centrali;
- 4) di modificare gli Statuti della Banca nel quadro di questi mutamenti e di rivedere, nella stessa occasione, diverse altre disposizioni statutarie.

Si ricorda, a questo proposito, che ai termini dell'Articolo 5 degli Statuti il capitale autorizzato della Banca è stabilito in 500 milioni di franchi. E' emesso interamente e diviso in 200.000 azioni di 2.500 franchi ciascuna, liberate per il 25%, cioè per 625 franchi. Le proposte sopra menzionate mirano, pertanto, a triplicare l'importo del capitale attualmente autorizzato. Gli Statuti sarebbero modificati in conformità e il capitale della Banca risulterebbe così suddiviso in 600.000 azioni. Tutte queste azioni, di eguale valore oro nominale, conferirebbero gli stessi diritti. Poichè sarebbero soltanto parzialmente liberate, imporrebbero gli stessi obblighi per i loro detentori.

L'emissione della seconda "tranche" verrebbe effettuata nel prossimo futuro, raddoppiando il capitale già emesso. La terza "tranche" verrebbe, invece, collocata in scaglioni successivi, a seconda delle circostanze. Il capitale non versato che, al presente, ammonta a 375 milioni di franchi, salirebbe dapprima a 750 milioni di franchi in seguito all'emissione della seconda "tranche" e verrebbe, infine, portato a 1.125 milioni di franchi dopo l'emissione dell'intera terza "tranche". Il capitale versato che, attualmente, è soltanto di 125 milioni, salirebbe allora a 375 milioni.

L'importo necessario per liberare un quarto del valore nominale della seconda "tranche" del capitale sarebbe prelevato dall' "Accantonamento per contingenze". Le nuove azioni verrebbero offerte agli azionisti iscritti sui registri della Banca, i quali, accettando di sottoscriverle, si impegnerebbero a liberare i tre quarti non pagati in caso di richiesta di versamento di capitale. In seguito al prelievo, l' "Accantonamento per contingenze" si ridurrebbe da 220 a 95 milioni. Questo saldo verrebbe, infine, liquidato, distribuendolo fra il "Fondo di riserva legale", l' "Accantonamento per costruzioni" e il "Fondo di riserva libero".

Poichè la terza "tranche" sarebbe riservata alle banche centrali, le azioni emesse non potrebbero venire sottoscritte o acquisite dal pubblico. Difatti, questa

”tranche” sarà emessa a scaglioni se e quando altre banche centrali diventeranno membri della Banca; la proprietà delle nuove azioni conferirà i corrispondenti diritti di voto e di rappresentanza. Spetterà al Consiglio di procedere alle assegnazioni necessarie di tali azioni alle banche centrali che ”apporteranno un contributo sostanziale alla cooperazione monetaria internazionale e alle attività della Banca”.

Quale contropartita dei vantaggi che l'emissione della seconda ”tranche” del capitale comporterà per gli azionisti, le proposte presentate all'Assemblea generale straordinaria intendono modificare le norme relative alla distribuzione dei dividendi (Articolo 53 degli Statuti o Articolo 51 del nuovo progetto) sotto due aspetti: eliminando il carattere cumulativo del primo dividendo del 6% e riducendo dal 6 al 3% il saggio massimo del dividendo supplementare che potrà essere distribuito, purchè l'importo necessario non ecceda il 20% della rimanenza degli utili dopo il pagamento del primo dividendo. E' stata pertanto prevista la possibilità di assegnare una quota maggiore degli utili al Fondo speciale di riserva per dividendi, il quale persegue lo scopo di assicurare il pagamento regolare del primo dividendo del 6%. La liquidazione del saldo dell'”Accantonamento per contingenze” (cui si è accennato più sopra) consentirebbe di portare il Fondo di riserva legale al suo importo massimo. In tal caso, l'utile netto annuale potrebbe essere impiegato per pagare il primo dividendo del 6%, nonchè per effettuare altre assegnazioni, ivi compresa la distribuzione di un dividendo supplementare fino al limite massimo del 3%.

In considerazione delle modificazioni più sopra descritte e della procedura richiesta per la loro adozione, è sembrato opportuno cogliere l'occasione per aggiornare anche qualche altra disposizione degli Statuti, soprattutto quelle relative alle funzioni della Banca in connessione con il Piano Young e, secondariamente, quelle riguardanti la composizione del Consiglio di amministrazione. Le funzioni assegnate alla Banca dal Piano Young sono praticamente cessate in seguito alla sospensione del Piano nel 1931. Nel 1966 è stato inoltre raggiunto un regolamento concernente i depositi che erano stati affidati alla Banca dai governi in esecuzione del Piano. Si propone pertanto che tutte le disposizioni inerenti a tali funzioni e depositi vengano eliminate dagli Statuti. Si prevede, tuttavia, di mantenere l'Articolo 56 (Articolo 54 del nuovo progetto) che riguarda il Tribunale arbitrale. Quanto al Consiglio di amministrazione, scopo degli emendamenti proposti è di adeguare le disposizioni alla prassi finora adottata, senza apportare nessuna modificazione di fondo.

Gli scopi principali della Banca, che è un'istituzione internazionale con particolari responsabilità pubbliche, consistono, come dichiara l'Articolo 3 degli Statuti, ”nel promuovere la cooperazione fra le banche centrali e nel provvedere facilitazioni addizionali per operazioni finanziarie internazionali”. Il Consiglio di amministrazione ritiene che le modificazioni proposte aumenteranno notevolmente la capacità della Banca ad eseguire le sue funzioni nel quadro della cooperazione fra banche centrali, pur rispettando gli interessi dei suoi azionisti, che riceveranno, senza pagamento, una nuova azione per ciascuna azione posseduta.

Se gli emendamenti proposti saranno approvati dall'Assemblea generale straordinaria del 9 giugno 1969, prima di poter entrare in vigore dovranno essere sanzionati dal Governo svizzero, il quale agirà d'intesa con gli altri governi partecipanti alla Convenzione del 1930 concernente la BRI.

8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

Il decesso, avvenuto il 21 novembre 1968, del Professor Pietro Stoppani ha costituito una grave perdita per il Consiglio. Il Professor Stoppani era stato nominato per la prima volta sostituto Consigliere dal Professor Einaudi nel 1945. Aveva fatto parte del Consiglio, come membro, dal 1948 al 1960 e successivamente, fino al momento della sua morte, come sostituto Consigliere in assenza del Dottor Baffi. Il Presidente ha tributato un caloroso omaggio alla sua memoria nella riunione del Consiglio tenutasi il 9 dicembre 1968.

Alla riunione del Consiglio, tenutasi il 10 febbraio 1969, il Presidente ha annunciato che il Dottor Carli, Governatore della Banca d'Italia, aveva nominato suo sostituto, in assenza del Dottor Baffi, il Professor Francesco Masera al posto del Professor Stoppani.

Siccome il mandato del Signor Per Åsbrink, che era stato eletto Consigliere in base all'Articolo 28(3) degli Statuti, veniva a scadere il 31 marzo 1969, nella riunione del Consiglio tenutasi il 10 marzo 1969, il Signor Åsbrink è stato rieletto per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 31 marzo 1972.

Il mandato del Signor Henri Deroy, come Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1969, nello stesso mese è stato rinnovato, in base all'Articolo 28(2) degli Statuti, dal Signor Jacques Brunet, Governatore della Banca di Francia, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 31 marzo 1972.

Nell'aprile 1969, il Signor Olivier Wormser è succeduto al Signor Jacques Brunet nella carica di Governatore della Banca di Francia, divenendo così membro di diritto del Consiglio. Alla riunione del Consiglio tenutasi il 14 aprile 1969, il Presidente ha espresso il sincero apprezzamento e la gratitudine del Consiglio per gli eminenti servizi che il Signor Brunet ha reso alla Banca durante gli oltre nove anni della sua carica. In maggio, quando il Signor Wormser è intervenuto per la prima volta alla riunione del Consiglio, il Presidente gli ha porto il benvenuto.

Il mandato del Signor M.J. Babington Smith, come Consigliere, veniva a scadere il 6 maggio 1969. Nell'aprile 1969 egli è stato rieletto, in base all'Articolo 28(2) degli Statuti, da Sir Leslie O'Brien, Governatore della Banca d'Inghilterra, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 6 maggio 1972.

Nella riunione del 12 maggio 1969 il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Blessing, Presidente della Banca federale tedesca, aveva nominato suo sostituto il Dott. Otmar Emminger e, in assenza di quest'ultimo, il Signor Johannes Tüngeler.

Il Signor Jan Knap, Condirettore, ha lasciato la Banca alla fine di novembre 1968. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 18 novembre 1968, il Presidente lo ha ringraziato per i leali e preziosi servizi resi alla Banca per più di undici anni.

Nella riunione del Consiglio, tenutasi il 18 novembre 1968, il Presidente annunciò che a partire dal 1° dicembre 1968 il Signor D.H. Stapleton e il Professor F.E. Klein erano nominati Condirettori e che il Signor A.N. Barltrop era nominato Vice Direttore. Da molti anni tutti e tre erano alti funzionari nella Banca.

CONCLUSIONE.

Se l'unico obiettivo della politica economica fosse l'espansione della produzione, i risultati dello scorso anno sarebbero eccellenti. Tuttavia, ...

Un aspetto negativo della situazione è stato l'inflazione dei prezzi, la quale, pur non assumendo il carattere di una malattia generale, essendosi verificata in alcuni dei paesi maggiori non è rimasta circoscritta nell'ambito nazionale, ma ha dato luogo a squilibri internazionali. Negli Stati Uniti le imposte sono state innasprite a mezzo 1968 per contenere l'eccessiva domanda globale, provocata dallo stesso bilancio fortemente deficitario, ma questa azione frenante, intrapresa a tre anni di distanza dall'inizio della progressiva dilatazione delle spese militari, non ha sortito alcun esito a causa della forte espansione dei consumi e degli investimenti privati. Le pressioni della domanda privata sono state sicuramente originate in parte dalle aspettative d'inflazione e quindi rinvigorite da un prematuro allentamento della stretta monetaria. E così il prodotto nazionale lordo ha continuato a svilupparsi rapidamente nella seconda metà dello scorso anno, e ancor più, naturalmente, in termini di prezzi correnti. In dicembre sono state di nuovo adottate restrizioni monetarie, allo scopo di porre un freno all'espansione.

La nuova Amministrazione entrata in funzione nel gennaio 1969 ha proseguito la lotta antinflazionistica. Oltre ad appoggiare una severa politica monetaria, nonostante gli oneri derivanti da saggi d'interesse fortemente in ascesa, essa ha inciso ancor più sul bilancio mediante ulteriori tagli nella spesa governativa. E, cosa molto significativa, ha proposto l'abolizione del credito d'imposta sulle spese d'investimento delle imprese, dopo che una specifica indagine sulle intenzioni degli operatori ne aveva indicato un forte aumento per il corrente anno. Ancora non ci sono stati segni incontrovertibili di rallentamento, ma è praticamente fuori dubbio che l'attuale impostazione politica avrà successo e ciò forse prima di quanto sembrano implicare le dichiarazioni circa un raggiungimento graduale di questo obiettivo.

Nel Regno Unito l'inflazione dei prezzi non è scaturita da domanda in eccesso, poichè nello scorso anno non si sono avute pressioni sulle risorse. Essa è stata provocata in parte dagli effetti diretti della svalutazione sui prezzi e in parte dalla spinta ascendente impressa ai costi dai salari in forte aumento. Non era certo nelle intenzioni delle autorità che i salari crescessero del 9% nel primo anno dopo la svalutazione. Ciò vuol dire che i consumi reali hanno avuto la tendenza ad ampliarsi, invece di diminuire alquanto per favorire l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti, e significa altresì che per sostenere la sterlina si sono rese necessarie ulteriori misure restrittive, dopo l'austero bilancio del 1968. Una rigida politica monetaria, capace di incidere in profondità, sarebbe stata estremamente utile, ma non si può negare che quando un governo non riesce a ottenere un adeguato sostegno per l'attuazione di un'efficace politica dei redditi e di ordinate relazioni nel campo del lavoro, chi ne fa le spese è il progresso economico.

Dovrebbe essere evidente che il miglioramento del tenore di vita dei lavoratori inglesi è stato un anno dopo l'altro più basso rispetto a quello dei paesi continentali, ma non sembra che ci si renda conto abbastanza che tutto ciò dipende dall'insistenza nel voler mantenere una certa anarchia nei rapporti sindacali e nel rincorrere l'illusione monetaria di aumenti non realistici delle buste paga. Anche se più contenuti negli ultimi mesi, i miglioramenti salariali appaiono ancora in eccesso rispetto a quello che può consentire l'incremento della produttività.

Pure in Francia l'inflazione dei prezzi è stata la conseguenza degli aumenti dei salari accordati per porre fine alle agitazioni sociali del maggio-giugno 1968. Nell'aprile di quest'anno i salari superavano di circa il 16% il livello di un anno fa. Anche se nei prossimi mesi ci si potrà attendere un'evoluzione delle retribuzioni più ragionevole, gli aumenti dell'anno passato comportano per tutti i rapporti economici un processo di adattamento che è ancora in corso.

L'inflazione dei prezzi è in parte responsabile inoltre del secondo aspetto negativo della situazione dello scorso anno: cioè gli squilibri nei pagamenti internazionali e le violente perturbazioni sui mercati dei cambi. Ciò resta vero anche se in diversi casi importanti un maggiore squilibrio nella bilancia corrente sia stato più che compensato da variazioni nei movimenti di capitali. Negli Stati Uniti le pressioni della domanda e dei prezzi hanno gonfiato le importazioni in una misura tale da far scomparire del tutto l'avanzo della bilancia commerciale, nonostante un soddisfacente incremento delle esportazioni. Nello stesso tempo, alti saggi d'interesse e controlli diretti sulle uscite di fondi hanno rovesciato il disavanzo dei conti capitali e attirato attraverso le banche un ingente volume di fondi liquidi. Ed ecco l'eccedenza nel conto delle transazioni ufficiali! A prescindere dai brevi periodi delle crisi valutarie, il dollaro ha tenuto fermamente il mercato, grazie in parte al fatto che l'indebitamento in eurodollari delle banche degli Stati Uniti non rientra nelle disposizioni riguardanti i depositi bancari interni. Questo può rappresentare una difficoltà per alcuni paesi europei che in conseguenza perdono riserve, ma solleva temporaneamente le autorità di Washington dalla necessità di adottare misure decisive nei confronti della posizione di fondo deficitaria. E' chiaro che bloccando l'inflazione non si risolve interamente il problema, come infatti dimostra il costante disavanzo esistente fin da prima che l'inflazione avesse inizio, e una lunga esperienza dimostra che fare affidamento sulle forze correttive di lungo periodo è una scommessa con scarsissime probabilità di vincita.

Nel caso della sterlina, le esportazioni hanno reagito abbastanza bene alla svalutazione, ma il deficit commerciale è continuato, perchè le importazioni si sono mantenute su un alto livello. Di conseguenza sono andate deluse le speranze di un avanzo di considerevole ampiezza e, anzi, è stato necessario lottare continuamente per far scomparire il saldo negativo. In queste circostanze, la fiducia nella moneta è stata precaria e la sterlina si è trovata coinvolta nelle crisi dei mercati dei cambi, anche quando queste non erano originate da situazioni proprie del Regno Unito. Al presente sembra che sia necessario un ulteriore giro di vite nella politica monetaria, mentre un avanzo è previsto nel bilancio globale del governo centrale. Ma più che mai il futuro dipende da un tangibile successo sul fronte del lavoro.

In Francia l'inflazione dei salari e dei prezzi, provocata dagli eventi di maggio e giugno 1968, ha spostato i conti con l'estero verso un importante saldo passivo. E' vero che la fuga di capitali dovuta al venir meno della fiducia è stata la causa prima dell'immediata e massiccia perdita di riserve, ma alla situazione non ha giovato neanche il tentativo iniziale di curare l'inflazione ed i problemi della bilancia dei pagamenti con incentivi monetari e di bilancio diretti a favorire l'espansione. Nonostante che alla politica fiscale e monetaria sia stato prontamente impresso un nuovo orientamento inteso ad attenuare le pressioni della domanda e dei prezzi, non si è potuto evitare un preoccupante saldo passivo nei conti con l'estero. Un temporaneo riflusso di riserve si è ottenuto mediante i controlli valutari, ma non sembra che i meccanismi correttivi, che ancora devono scaturire dall'attuale serie di interventi, siano in grado di sanare prontamente lo squilibrio di fondo.

E' un'anomalia che le maggiori crisi valutarie degli ultimi dodici mesi si siano polarizzate sul marco tedesco, poichè per quasi tutto il periodo la bilancia dei pagamenti di base della Germania è stata passiva. Si è avuto un cospicuo avanzo nelle partite correnti, grazie ad esportazioni a livello di "boom", ma esso è stato più che neutralizzato dal fatto che Francoforte è subentrata a Nuova York e Londra nel ruolo di principale esportatore del mondo di capitali. In gran parte l'esplosione della domanda di marchi tedeschi è stata provocata da spostamenti cautelativi nei termini di pagamento, ma vi è stata anche una notevole speculazione diretta.

In sostanza, il problema era che le esportazioni abbastanza ampie di capitali potessero dimostrarsi insostenibili e che l'enorme avanzo commerciale, dilatato da una domanda estera inflazionata e dalla minore competitività dei paesi colpiti da inflazione, non potesse diminuire in misura sufficiente con il mutare della situazione ciclica. Se riaffiorasse un grosso saldo attivo globale, non solo ne deriverebbe un onere per i paesi che commerciano con la Germania, ma sarebbe anche pregiudicata l'azione interna di contenimento, quando l'espansione febbrile giungesse al livello di "boom" inflazionistico. In altre parole, c'è un possibile dilemma fra parità fissa e inflazione.

Sulla base della apparente finalità di una rivalutazione, delle difficoltà che essa provocherebbe in relazione ai prezzi agricoli e del ricordo dell'impopolarità dell'esperimento del 1961, il governo tedesco ha deciso di continuare la lotta senza cambiare la parità. Sono state adottate varie misure: per scoraggiare gli afflussi di fondi a breve dall'estero, per rinviare ai paesi d'origine le sovrabbondanti valute estere, per ridurre l'avanzo commerciale e per porre un leggero freno al "boom" senza troppe pressioni sui saggi d'interesse interni. Chi ha a cuore l'obiettivo della stabilità dei prezzi non può negare la propria solidarietà alle autorità federali tedesche, ma non è ancora detto che i loro problemi verranno risolti con i provvedimenti finora adottati.

Talvolta una crisi nel campo monetario può riflettere l'insistenza delle forze di mercato nel voler liberare i processi di aggiustamento dai legami dei controlli ufficiali. Così è stato per la crisi dell'oro del 1967-68 che si è conclusa con l'affermazione di un prezzo libero sul mercato del metallo. Di conseguenza,

il sistema internazionale non ha dovuto subire lo scorso anno il drenaggio di riserve auree ufficiali ad opera della domanda di mercato.

Rispetto alle forti perdite di metallo accusate dalle riserve monetarie nell'anno precedente, questa è stata una reale conquista, ma si deve riconoscere che sono sorti dubbi circa lo stato attuale del sistema monetario e, più particolarmente, circa il suo sviluppo futuro. L'esperienza ha dimostrato che il sistema di Bretton Woods funziona in modo soddisfacente, soltanto se si realizzano determinate condizioni. Queste comprendono, da una parte, un regolare aumento delle riserve globali non dipendente dalla creazione di debiti monetari ufficiali e, dall'altra, l'aggiustamento di base dei pagamenti attraverso pronte variazioni, sotto l'egida del FMI, delle parità di cambio dei paesi in posizione di squilibrio fondamentale. Che queste condizioni non siano state rispettate non è colpa del sistema stesso.

In siffatte circostanze, pareri profondamente diversi sono espressi circa il futuro del sistema. Alcuni lo vedono svilupparsi — con l'attuale volume di oro monetario e sulla base di cambi fissi — verso un sistema basato sul dollaro, nel quale al dollaro stesso verrebbe riconosciuta l'inconvertibilità, formalmente oppure attraverso una specie di autorinuncia da parte dei paesi creditori. In tale sistema, l'espansione delle riserve continuerebbe ad aver luogo mediante creazione di attività valutarie derivante o dai saldi passivi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti o da transazioni speciali per il finanziamento degli squilibri di altri paesi. La prospettiva di un sistema monetario basato più o meno apertamente sul dollaro non sembra possa allettare i paesi che intrattengono relazioni economiche con gli Stati Uniti, poichè con ciò verrebbe limitata la loro libertà nella politica monetaria interna, senza in definitiva garantire il mantenimento dei cambi fissi.

Altre proposte per il futuro del sistema, preferite soprattutto da esperti monetari non aventi responsabilità ufficiali, hanno per oggetto l'abbandono o l'allentamento del sistema dei cambi fissi, sia mediante aggiustamenti striscianti delle parità o più ampi margini di oscillazione di esse, sia attraverso cambi fluttuanti liberamente. Poichè l'adozione dei cambi flessibili comporterebbe in certa misura il sacrificio di alcuni elementi finora ritenuti importanti — quali la disciplina delle bilance dei pagamenti, la facilità nel perseguire politiche commerciali liberali e la preferenza manifestata sul piano operativo dal mondo degli affari — non vi è stata da parte delle autorità ufficiali alcuna premura a sposare questa tesi.

Il principale punto di vista ufficiale è che il sistema possa funzionare con l'attuale disponibilità di oro, nell'assunto che l'incremento delle riserve necessario per mantenere i cambi fissi potrà e dovrà essere assicurato mediante i diritti speciali di prelievo (DSP), che in base allo schema proposto dovranno essere messi in applicazione nell'ambito del FMI. Inoltre, poichè si è riconosciuto che lo stesso processo di aggiustamento è tortuoso in assenza di un'espansione autonoma delle riserve globali, è auspicabile che il proposto schema sia ratificato e realizzato quanto prima e che le emissioni di DSP siano piuttosto cospicue.

Questa soluzione presenta un certo numero di problemi. In primo luogo, vi sono i possibili effetti che una creazione generale di liquidità potrà avere sul-

la determinazione dei paesi a resistere alle pressioni inflazionistiche che così spesso sono alla base di squilibri nei pagamenti. Più fondamentali sono poi le difficoltà che si associano al mantenimento di un volume fisso di oro monetario e alla coesistenza di differenti strumenti di riserva (oro, dollari e DSP). In particolare, non è chiaro come si debba fare per evitare che sorgano complicazioni in seguito alle variazioni della distribuzione fra i paesi di un volume fisso di oro; a meno che, di nuovo, non si ricorra ad autolimitazioni da parte dei paesi creditori o all'istituzione di una specie di conti di regolamento delle riserve, nei quali tutti gli strumenti di riserva verrebbero accentrati e usati congiuntamente. Entrambi questi metodi comportano la rinuncia da parte dei paesi al diritto di determinare la composizione delle proprie riserve.

Nel frattempo, è probabile che il sistema monetario continui a funzionare in condizioni alquanto incerte e instabili. E si aspetta di accertare sperimentalmente se la legge di Gresham agirà e, in caso affermativo, quale sarà la moneta cattiva che scaccerà la buona: oro, dollari o DSP.

Infine, non si ripeterà mai abbastanza che nessun sistema monetario internazionale potrà funzionare bene se i singoli paesi non sono disposti a seguire politiche interne compatibili con il mantenimento dell'equilibrio verso l'estero. E' compito della cooperazione e del coordinamento internazionali agire in modo tale da aiutare i paesi nel raggiungimento di questo obiettivo essenziale.

GABRIEL FERRAS

Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1969

BILANCIO AL

ATTIVO

IN FRANCHI ORO (UNITA' DI GR. 0,290 322 56 ...)

		%
Oro in barre e monetato	3.976.260.975	27,2
Cassa in contanti e in conto a vista presso banche ...	55.690.790	0,4
Buoni del Tesoro riscontabili	66.967.570	0,5
Effetti e titoli mobilizzabili a vista	60.477.805	0,4
Depositi vincolati e prestiti		
A 3 mesi al massimo	5.630.478.799	38,4
» » » » (In oro)	34.085.713	0,2
Ad oltre 3 mesi	3.299.635.119	22,5
	8.964.199.631	
Effetti e titoli vari		
In oro		
A 3 mesi al massimo	295.205.527	2,0
Ad oltre 3 mesi	121.989.743	0,8
In valute		
A 3 mesi al massimo	975.049.473	6,7
Ad oltre 3 mesi	125.817.231	0,9
	1.518.061.974	
Attività varie	1.119.161	0,0
Terreno, immobili ed arredi	1	0,0
	14.642.777.907	100
CONTI D'ORDINE		
a. Operazioni a termine su oro:		
Saldo netto: oro da ricevere (valute da consegnare)	1.341.167.263	
b. Fondi, effetti ed altri titoli amministrati o detenuti dalla Banca per conto terzi:		
Oro in custodia	1.116.167.302	
Saldi bancari	32.521.430	
Effetti ed altri titoli a custodia	593.610.901	

31 MARZO 1969

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO

			%
Capitale			
Autorizzato ed emesso: 200.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	500.000.000		
Liberate per il 25 %		125.000.000	0,9
Riserve			
Fondo di riserva legale	12.500.000		
Fondo di riserva speciale per dividendi	10.007.964		
Fondo di riserva generale	37.751.960		
Fondo di riserva libero	15.000.000		
		75.259.924	0,5
Depositi (In oro)			
Banche centrali			
A vista	1.758.829.934		12,0
A 3 mesi al massimo	2.664.959.515		18,2
Ad oltre 3 mesi	285.988.601		1,9
Altri depositanti			
A vista	474.788.277		3,2
A 3 mesi al massimo	113.670.999		0,8
		5.298.237.326	
Depositi (In valute)			
Banche centrali			
A vista	22.647.238		0,2
A 3 mesi al massimo	4.415.219.595		30,1
Ad oltre 3 mesi	2.175.700.532		14,9
Altri depositanti			
A vista	17.631.833		0,1
A 3 mesi al massimo	615.423.848		4,2
Ad oltre 3 mesi	3.092.180		0,0
		7.249.715.226	
Effetti			
A 3 mesi al massimo	593.968.154		4,1
Ad oltre 3 mesi	990.675.289		6,8
		1.584.643.443	
Partite varie		43.421.988	0,3
Accantonamenti			
Accantonamento per contingenze	220.000.000		
Accantonamento per costruzioni	1.500.000		
		221.500.000	1,5
Conto profitti e perdite		45.000.000	0,3
		<u>14.642.777.907</u>	<u>100</u>

RELAZIONE DEI REVISORI 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 1969, nonché 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, 2 maggio 1969

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1969

	Franchi oro
Interessi netti ed altri redditi	60.109.088
meno: Spese d'amministrazione:	
Consiglio d'amministrazione	175.272
Direzione e personale	8.375.659
Funzionamento degli uffici ed altre spese	1.871.837
Avanzo netto delle operazioni	49.686.320
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti:	
per spese straordinarie d'amministrazione	1.396.320
per costruzioni	3.350.000
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1969	45.000.000

RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO

(Articolo 53, lett. b, c, d, f, degli Statuti)

	Franchi oro
Utile netto	45.000.000
Dividendo cumulativo di 37,50 franchi oro per azione (6% sul capitale versato)	7.500.000
	37.500.000
Dividendo non cumulativo addizionale di 37,50 franchi oro per azione (6% sul capitale versato)	7.500.000
	30.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva generale	15.000.000
	15.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva libero	15.000.000
	—

Variazione nell'accantonamento per costruzioni durante l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1969

	Franchi oro
Saldo al 1° aprile 1968	17.500.000
più: Trasferimento dal Conto profitti e perdite	3.350.000
	20.850.000
meno: Ammortamento delle spese finora sostenute per l'acquisto del terreno sul quale sorgerà la nuova sede della Banca	19.350.000
Saldo al 31 marzo 1969, conforme al bilancio	1.500.000

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
Dott. Guido Carli, Roma
Henri Deroy, Parigi
Dott. Donato Menichella, Roma
Sir Leslie O'Brien, Londra
Dott. Edwin Stopper, Zurigo
Olivier Wormser, Parigi
Per Åsbrink, Stoccolma

Sostituti

Dott. Paolo Baffi, oppure } Roma
Prof. Francesco Masera }
Bernard Clappier, oppure } Parigi
Marcel Théron }
Dott. Otmar Emminger, oppure } Francoforte s/M.
Johannes Tüngeler }
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
<hr/>	
D. H. Stapleton	Condirettore
Prof. Dott. F. E. Klein	Condirettore
A. N. Barltrop	Vice Direttore