

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

QUARANTAQUATTRESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1973 - 31 MARZO 1974

BASILEA

10 giugno 1974

INDICE

Pagina

Introduzione	I
------------------------	---

I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1973-74	3
---	---

Petrolio (p. 4); produzione e domanda (p. 10); accelerazione del processo inflazionistico (p. 15); moneta, credito e saggi d'interesse (p. 24); tassi di cambio fluttuanti (p. 30); riforma del sistema monetario internazionale (p. 36).

II. Tendenze e politiche economiche nei singoli paesi	41
---	----

Stati Uniti (p. 41), Canada (p. 46), Giappone (p. 50), Regno Unito (p. 53), Germania (p. 58), Francia (p. 63), Italia (p. 66), Belgio (p. 69), Paesi Bassi (p. 71), Svizzera (p. 74), Austria (p. 76), Danimarca (p. 77), Norvegia (p. 79), Svezia (p. 80), Finlandia (p. 83), Spagna (p. 84), Portogallo (p. 85), Jugoslavia (p. 86), Ungheria (p. 87), Cecoslovacchia (p. 88), Repubblica Democratica Tedesca (p. 89), Polonia (p. 90), Romania (p. 90), Bulgaria (p. 91), Unione Sovietica (p. 91), Sud Africa (p. 92), Australia (p. 93), Nuova Zelanda (p. 95)

III. Scambi e pagamenti internazionali.	97
---	----

Commercio mondiale (p. 97); pagamenti internazionali (p. 102); sviluppi nei singoli paesi: *Stati Uniti (p. 105), Canada (p. 108), Giappone (p. 110), Regno Unito (p. 111), Germania (p. 114), Francia (p. 116), Italia (p. 118), Unione economica Belgio-Lussemburgo (p. 120), Paesi Bassi (p. 122), Danimarca (p. 123), Irlanda (p. 125); altri paesi europei: Austria (p. 125), Svizzera (p. 126), Finlandia (p. 127), Islanda (p. 128), Norvegia (p. 128), Svezia (p. 130), Portogallo (p. 131), Spagna (p. 131), Grecia (p. 132), Turchia (p. 133), Jugoslavia (p. 133), paesi dell'Europa orientale (p. 135)*

IV. Oro, riserve e cambi	137
------------------------------------	-----

Oro: produzione, mercati e riserve (p. 137); riserve globali (p. 141); Fondo Monetario Internazionale (p. 145); movimenti monetari: *Stati Uniti (p. 146), Regno Unito (p. 147), Germania (p. 149), Francia (p. 150), Belgio-Lussemburgo (p. 151), Paesi Bassi (p. 151), Italia (p. 153), Svizzera (p. 153), Austria (p. 154), Svezia (p. 154), Danimarca (p. 154), Norvegia (p. 155), Finlandia (p. 155), Spagna (p. 155), Portogallo (p. 155), altri paesi europei (p. 155), Canada (p. 156), Giappone (p. 156); mercati dei cambi (p. 157): *fluttuazione congiunta di alcune monete europee (p. 157), marco tedesco (p. 158), fiorino olandese (p. 160), franco belga (p. 160), franco francese (p. 161), lira (p. 162), sterlina (p. 163), franco svizzero (p. 164), yen (p. 165), dollaro canadese (p. 165), scellino austriaco (p. 166), altre valute (p. 166); altri sviluppi sui mercati dei cambi (p. 167)**

V. Il mercato delle eurodivise e delle euroobbligazioni 175

Il mercato delle eurodivise (p. 175); principali fattori espansivi (p. 176), andamento trimestrale del 1973 (p. 178), variazioni nella composizione del mercato (p. 182), andamento del mercato nei singoli paesi (p. 184), fonti ed impieghi (p. 187), saggi d'interesse (p. 191); il mercato delle euroobbligazioni (p. 194)

VI. Attività della banca 200

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 200); operazioni del Dipartimento bancario (p. 201): passivo (composizione delle risorse) (p. 202), attivo (utilizzo delle risorse) (p. 206); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 208); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (p. 210); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 211); emendamento dell'Articolo 30 dello Statuto della Banca (p. 211); distribuzione dell'utile netto (p. 212); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 213)

Conclusione 215

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1974.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

	Pagina
I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1973-74	
Importazioni di petrolio rispetto a PNL e commercio in alcuni paesi, nel 1973	5
Produzione industriale*	11
Offerta e usi delle risorse	13
Prezzi delle merci a mercato mondiale*	16
Variazioni nei prezzi delle merci a mercato internazionale	17
Prezzi e salari*	20
Saggi d'interesse a breve e a lungo termine*	25
Offerta di moneta	27
Variazioni effettive dei tassi di cambio nel 1973-74 (stime).	32
II. Tendenze e politiche economiche nei singoli paesi	
Stati Uniti: Fonti e utilizzi dei fondi del mercato creditizio	43
Canada: Fondi raccolti per grandi settori	47
Sistema bancario: Situazione monetaria	49
Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie	51
Regno Unito:	
Espansione del credito interno	53
Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	55
Germania: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	61
Francia: Usi e fonti del credito	64
Italia: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	68
Paesi Bassi: Variazioni delle attività e passività finanziarie	72
Svezia: Flussi creditizi netti	81
Economie dei paesi dell'Europa orientale: Produzione per settori e reddito nazionale prodotto	88
III. Scambi e pagamenti internazionali	
Commercio mondiale.	97
Produzione mondiale, commercio estero e prezzi*	99
Commercio estero: Variazioni nelle medie dei valori unitari e nelle ragioni di scambio	100
Esportazioni e importazioni: Variazioni nel loro volume e nei cambi effettivi	101
Aree sviluppate: Bilance dei pagamenti	103
Turismo e rimesse dei lavoratori: Saldi	104
Bilance dei pagamenti:	
Stati Uniti	106
Canada	109
Giappone	110
Regno Unito	113
Germania	116

Bilance dei pagamenti: (continuazione)	
Francia	117
Italia	119
Unione Economica Belgio-Lussemburgo	121
Paesi Bassi	122
Altri paesi CEE	124
Austria e Svizzera	126
Paesi nordici	129
Portogallo e Spagna	131
Paesi mediterranei	133
Europa orientale: Scambi di merci	135

IV. Oro, riserve e cambi

Produzione mondiale di oro	137
Fonti e usi dell'oro (stime)	138
Prezzi di mercato dell'oro*	140
Variazioni nelle riserve globali	142
Andamento delle riserve globali 1959-73*	143
Stati Uniti: Movimenti monetari esterni	146
Regno Unito: Movimenti monetari esterni	148
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone: Posizioni monetarie verso l'estero	152
Fluttuazione congiunta delle monete europee rispetto al dollaro SU*	157
Tassi di cambio del dollaro SU, nel 1971-74	159

V. Il mercato delle eurodivise e delle euroobbligazioni

Banche di otto paesi europei dichiaranti: Passività verso l'estero in divise straniere*	175
Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari e altre valute estere	180
Passività e attività verso l'estero, in valute nazionali ed estere, delle banche dei singoli paesi dichiaranti	183
Passività e attività verso l'estero, in dollari e altre valute estere, delle banche dei singoli paesi dichiaranti	185
Posizioni in valute estere delle banche del Regno Unito	186
Posizioni in valute estere delle banche europee dichiaranti verso non residenti	188
Dimensione del mercato delle eurodivise (stima)	190
Saggi interbancari sui depositi a tre mesi di eurodivise e saggi dei certificati di deposito negli Stati Uniti*	192
Emissioni obbligazionarie internazionali ed estere: Offerte al pubblico e collocamenti privati	194
Rendimenti delle obbligazioni in eurodollari e saggi d'interesse sui depositi in eurodollari*	196
Rendimenti delle emissioni internazionali e nazionali di obbligazioni in dollari SU e marchi tedeschi*	198

VI. Attività della Banca

Totali del bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari	202
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari	202
Passivo*	203

	Pagina
Origine delle risorse ricevute in prestito	205
Natura e scadenza delle risorse ricevute in prestito	205
Attivo*	206
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti	207
Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza	208
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young)	209
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	209
Prestiti garantiti della CECA	210

QUARANTAQUATTRESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 10 giugno 1974.

Signori,

ho l'onore di presentare la quarantaquattresima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1973 e terminato il 31 marzo 1974.

Dopo il trasferimento di franchi oro 8.148.785 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e di franchi oro 15.000.000 all' "Accantonamento per costruzioni", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 145.063.281 a fronte di franchi oro 122.063.281 del precedente esercizio e di franchi oro 148.832.656 dell'esercizio 1971-72.

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

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 56.813.983 al Fondo di riserva generale, e il residuo di franchi oro 61.186.017 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo complessivo della Banca per l'esercizio finanziario 1973-74 ammonterà a 56,25 franchi oro per azione, pagabile agli azionisti il 1° luglio 1974 in franchi svizzeri.

Il capitolo I della presente Relazione passa in rassegna le tendenze e le politiche economiche nel periodo 1973-74, con particolare riferimento ai problemi creati dalla crisi petrolifera, all'accelerazione dell'inflazione, all'espansione monetaria e creditizia, alla fluttuazione dei tassi di cambio e alle prospettive di riforma del sistema monetario internazionale. Il capitolo II esamina l'andamento della produzione, dei prezzi e delle politiche monetarie e fiscali nei singoli paesi. I due capitoli successivi analizzano le vicende dello scorso anno in settori quali gli scambi e i pagamenti internazionali, la produzione aurea, le riserve globali e i mercati valutari. Il capitolo V presenta una disamina degli sviluppi sul mercato delle eurodivise e delle euroobbligazioni. Infine, il capitolo VI illustra le attività della Banca durante l'esercizio finanziario, il bilancio e le risultanze finanziarie.

I. RASSEGNA DELLE TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE NEL 1973-74.

L'andamento dell'economia internazionale durante lo scorso anno ha presentato perturbazioni che sembrano destinate a durare per un certo tempo prima che si possano intravedere chiari segni di una loro diminuzione di intensità. Caratteristica di maggior rilievo è stata l'esplosione del prezzo del petrolio. Sebbene il pericolo di una grave carenza di prodotti petroliferi, paventato all'inizio della crisi, si sia ormai attenuato, l'aumento dei loro prezzi ha accentuato il ritmo dell'inflazione, riflettendosi sull'andamento dei consumi e della produzione. Il forte incremento nel costo delle importazioni dei prodotti petroliferi sta alterando la struttura dei saldi commerciali fra i paesi e porrà molti di questi di fronte a difficili problemi di finanziamento per un periodo che andrà ben oltre il 1974.

Lo scorso anno ha visto anche accentuarsi il problema dell'inflazione. Ancora prima che intervenisse la crisi del petrolio, l'inflazione dei prezzi segnava già un ritmo più rapido rispetto a quello dell'anno precedente; sommandovi il rincaro dei prodotti petroliferi, è risultato che nella maggior parte dei paesi gli aumenti dei prezzi hanno raggiunto punte senza precedenti nel dopoguerra. Gli interventi delle autorità per arginare l'inflazione hanno avuto scarso successo e l'unico motivo d'ottimismo è ora dato dalla previsione che l'inflazione si sgonfierà con l'attenuarsi delle pressioni sia sui fattori della produzione sia sui mercati delle merci.

Per quanto riguarda la domanda e la produzione, il sostenuto ritmo di espansione verificatosi nel 1972 è continuato nel primo semestre dell'anno passato, fino a raggiungere condizioni di boom. Nel secondo semestre, ad opera di numerosi fattori, la produzione ha presentato la tendenza a rallentare subendo da ultimo gli effetti avversi della crisi petrolifera. Mentre all'inizio del 1974 sembrava che potesse esservi il pericolo di una grave recessione, indizi più recenti inducono a ritenere che la fase di ristagno non durerà a lungo.

Il sistema monetario internazionale opera ormai in un regime di cambi fluttuanti da oltre un anno. Essendo questa situazione il risultato di tensioni del mercato che le autorità non sono state in grado di controllare, essa ha concorso in una certa misura ad attenuare le gravi posizioni di squilibrio precedentemente costitutesi. Tuttavia, i tassi di cambio hanno presentato movimenti così ampi e discontinui da rendere necessari interventi su vasta scala da parte delle autorità. Di conseguenza, l'esperienza nell'impiego dei saggi fluttuanti non può certo definirsi soddisfacente e il Comitato dei venti ha giustamente continuato nella ricerca di un nuovo sistema basato su "parità stabili ma aggiustabili". Anche se i lavori di quest'ultimo non sono stati coronati da successo, si spera che possano essere proposte delle misure parziali che contribuiscano al raggiungimento della stabilità monetaria.

Petrolio.

La crisi petrolifera è iniziata con la decisione dei paesi arabi produttori di petrolio, presa a metà ottobre 1973, a seguito delle rinnovate ostilità nel Medio Oriente, di ridurre la produzione di petrolio greggio e di aumentare i prezzi.

La produzione doveva essere diminuita complessivamente mese per mese del 5% dal livello di settembre o di circa 1 milione di barili al giorno. Rapportata alla produzione complessiva mondiale di petrolio greggio, la riduzione mensile proposta rappresentava circa il 2%. All'inizio di novembre questa decisione si è trasformata in quella di ridurre immediatamente del 25% la produzione di settembre, e di applicare successivamente le riduzioni mensili come originariamente stabilito. La contrazione dell'approvvigionamento di petrolio non è stata uguale per tutti i paesi: nei riguardi degli Stati Uniti e dei Paesi Bassi è stato deciso il blocco delle esportazioni mentre altri paesi, compresi Francia e Regno Unito, hanno continuato a ricevere le stesse quantità importate in media nei primi nove mesi del 1973. Gli effetti differenziati, peraltro, sono stati parzialmente neutralizzati ad opera delle società petrolifere mediante una redistribuzione, fra i paesi consumatori, delle esportazioni di petrolio di provenienza non araba.

A far data dalle prime riduzioni del prodotto, i paesi arabi, seguiti dagli altri membri della Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), hanno rincarato i prezzi di riferimento del petrolio greggio di circa il 70%, per esempio quelli del petrolio greggio leggero da \$3,01 a 5,11 al barile. Il 23 dicembre, poi, c'è stato un ulteriore aumento del prezzo di riferimento portato a \$11,65 per barile per un periodo iniziale di tre mesi a partire dal 1° gennaio 1974. Questo duplice aumento dei prezzi di riferimento ha significato che la quota spettante ai paesi produttori su quella parte di petrolio nella quale le compagnie internazionali avevano un interesse azionario è aumentata da \$1,75 a 7 per barile, mentre il prezzo c.i.f. dello stesso petrolio in Europa aveva un incremento da \$3,65 a 8,90 per barile. Questi dati, però, sono inferiori al costo medio del petrolio nel complesso, poichè per quella parte di produzione che i produttori vendono direttamente o alle compagnie internazionali o ai paesi consumatori, i prezzi tendono ad essere più vicini a quelli di riferimento.

All'inizio l'aspetto più grave della nuova situazione sembrava rappresentato dalla prospettiva di scarsità dell'offerta, che proiettava sui paesi consumatori di petrolio la minaccia di uno sconvolgimento economico di grandi proporzioni. Le importazioni di petrolio costituiscono il 70% dell'approvvigionamento totale di energia in Giappone e circa il 60% in media per l'Europa occidentale, valori che sono raddoppiati rispetto all'inizio degli anni '60. Negli Stati Uniti questa percentuale è solo del 10%, mentre il Canada, unico tra i maggiori paesi industriali, è virtualmente autosufficiente per il petrolio su base netta. In quasi tutti i paesi, perciò, sono state introdotte restrizioni negli usi meno essenziali di energia, per evitare riduzioni della produzione industriale.

Quando però, verso la fine di dicembre, i paesi arabi produttori hanno aumentato i prezzi e dopo due giorni hanno deciso di riportare la produzione all'85% di quella di settembre, è apparso chiaro che il prezzo e non la quantità avrebbe rappresentato il problema centrale. Successivamente, verso la fine di marzo, la maggioranza

dei predetti paesi hanno deciso di togliere l'embargo sugli approvvigionamenti agli Stati Uniti. In aprile la produzione dell'Arabia Saudita, maggiore produttore del mondo, è stata di nuovo pari a quella del settembre 1973. Ma poichè i prezzi di riferimento sono stati conservati allo stesso livello del 1° gennaio per ulteriori tre mesi dal 1° aprile, è apparso chiaro che sarebbero stati pochi i paesi, la cui domanda di petrolio sarebbe risultata superiore all'offerta disponibile. Gran parte delle restrizioni introdotte precedentemente per limitare l'impiego del petrolio sono state infatti abolite. E però tutti i paesi importatori hanno dovuto fronteggiare, pur se in grado diverso, lo sfavorevole impatto dell'alto prezzo del petrolio sull'economia interna, sui livelli dei loro prezzi e sulle bilance dei pagamenti.

Importazioni di petrolio rispetto a PNL e commercio in alcuni paesi, nel 1973.

Paesi	Importazioni	Esportazioni	Importazioni nette	PNL ai prezzi correnti di mercato	Importazioni complessive	Importazioni nette rispetto a	
						PNL	Importazioni complessive
miliardi di dollari SU						percentuale	
Stati Uniti	7,5	0,5	7,0	1.289,1	69,1	0,5	10,2
Regno Unito	4,1	0,8	3,3	174,7	38,9	1,9	8,3
Germania	5,9	0,6	5,3	346,2	54,4	1,6	9,8
Francia	4,3	0,7	3,6	273,6	39,4	1,3	9,1
Italia	3,2	1,2	2,0	137,9	26,6	1,5	7,7
Paesi Bassi	2,9	2,1	0,8	59,8	20,3	1,4	4,1
Danimarca	0,7	0,1	0,6	27,8	7,7	2,2	8,2
Svizzera	0,7	—	0,7	38,1	10,6	1,9	6,8
Giappone	6,7	—	6,7	412,7	38,3	1,6	17,6

Nelle economie interne la crisi del petrolio dell'ottobre scorso è stata subito seguita da una grave riduzione della domanda di automobili. Le vendite di automobili negli Stati Uniti nel marzo 1974 sono state inferiori del 21% a quelle di settembre 1973, mentre nello stesso periodo la produzione dell'industria automobilistica è diminuita del 27%. In Germania le immatricolazioni di nuove automobili nel marzo 1974 sono state inferiori del 29% a quelle dello scorso anno e la produzione lo è stata del 21%, dopo essersi ripresa da una flessione ancora più grave dei tre mesi precedenti. Le nuove immatricolazioni in Giappone sono diminuite del 18% in gennaio e del 40% in marzo, sebbene all'inizio della crisi la produzione si fosse mantenuta allo stesso livello per ricostituire le scorte dei distributori esteri. Questa situazione si è a sua volta ripercossa, sia sulla domanda di materie prime e di rifornimenti dell'industria automobilistica, sia sul livello di occupazione nel settore automobilistico ed in quelli ad esso connessi. In alcuni paesi ne ha subito le conseguenze anche la domanda nei settori in cui il prezzo dei prodotti petroliferi o l'uso dell'automobile hanno un peso notevole, come l'edilizia residenziale extra urbana e il turismo.

Nei primi stadi della crisi petrolifera si era diffuso il timore di più generali effetti deflazionistici. In realtà, la spesa sostenuta dai consumatori di prodotti petroliferi è fortemente aumentata rispetto allo scorso autunno, nonostante il minor volume di

acquisti, assottigliando le disponibilità dei consumatori per altre spese. E' da ritenere tuttavia che la riduzione del potere d'acquisto in termini reali, derivante dai più elevati prezzi del petrolio, si è, con ogni probabilità, riflessa in gran parte nella minore domanda di automobili e di prodotti e servizi ad essa collegati. Ed è lecito aspettarsi che un certo numero di fattori sorreggano la domanda. I consumatori possono, in certa misura, ridurre il proprio saggio di risparmio. Si è dato, inoltre, un maggiore impulso agli investimenti per sviluppare fonti interne di energia. Ugualmente, nel settore esterno, sono state stimolate le esportazioni verso i paesi produttori di petrolio, i cui effetti potrebbero però in parte essere compensati dalla riduzione del volume delle vendite a quei paesi la cui bilancia dei pagamenti ha maggiormente risentito della situazione petrolifera.

Altro effetto dell'aumento dei prezzi del petrolio è stata l'ulteriore spinta all'inflazione dei costi. L'effetto diretto sugli indici dei prezzi dei beni di consumo è stato dell'ordine del 2-3% in molti paesi d'Europa e quasi del 4% in Giappone. Negli Stati Uniti e nel Canada l'impatto è stato minore grazie alla maggiore importanza dell'energia prodotta all'interno del paese, i cui prezzi hanno potuto, entro certi limiti, essere frenati. Ovunque, però, si stanno facendo sentire ripercussioni sui costi dell'energia all'interno, sia essa derivante dal petrolio o da altre fonti. E l'aumento generale del costo dell'energia, sia essa importata o prodotta all'interno, farà salire i costi di produzione in un ampio raggio di industrie e servizi. Inoltre, gli aumenti di prezzi e costi si stanno ripercuotendo sulle richieste di maggiori redditi monetari.

L'effetto più importante del balzo nei prezzi del petrolio si registrerà nella struttura della bilancia internazionale dei pagamenti. In realtà nelle partite correnti della bilancia internazionale dei pagamenti è ora emerso uno squilibrio di proporzioni non più registrate dall'immediato dopoguerra. Poiché comunque il saldo delle importazioni di petrolio avviene circa tre mesi dopo l'effettiva "estrazione" nei paesi produttori, l'onere dei primi pagamenti sulla base dei prezzi di riferimento fissati alla fine del 1973 non ha cominciato a farsi sentire che nell'aprile 1974. Si prevede che i maggiori profitti ricavati dai paesi produttori di petrolio dalle esportazioni daranno loro nel 1974 un avanzo delle partite correnti di gran lunga superiore a quello registrato precedentemente da tutti i paesi industriali messi insieme. A ciò si contrapporrà un disavanzo di parte corrente a carico di questi ultimi, considerati nel complesso, molto più elevato del loro abituale saldo attivo. Inoltre, molti dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio subiranno un grave deterioramento delle loro partite correnti sull'estero.

Mentre per ottenere un quadro completo del maggior costo globale del petrolio a carico dei paesi importatori - le cui stime per il 1974 raggiungono un massimo di \$60 miliardi - saranno necessari ancora alcuni mesi, è possibile intanto trarre dai dati già pubblicati alcune indicazioni preliminari della sua entità per le singole economie. In Giappone, nel marzo 1974, le importazioni complessive di petrolio e di prodotti derivati sono state pari a \$1,3 miliardi, o del 283% più elevate dell'anno precedente, di cui l'incremento di volume ha costituito piccolissima parte. Anche negli Stati Uniti, in cui il volume delle importazioni di petrolio si è ridotto a seguito dell'embargo posto dai paesi arabi, il valore complessivo in febbraio del corrente anno è stato di circa \$1,2 miliardi o del 220% più elevato rispetto ad un anno prima.

Il nuovo squilibrio della bilancia dei pagamenti sarà eccezionale non solo nella misura, ma anche nella natura. Da una parte, i paesi importatori di petrolio possono a breve termine solo limitatamente ridurre la domanda di petrolio o incrementare il rifornimento di altri tipi di energia. Dall'altra, i paesi esportatori di petrolio, le cui importazioni hanno rappresentato, lo scorso anno, meno del 5% del loro volume complessivo mondiale, non saranno in grado di spendere per importazioni se non una frazione dei loro maggiori guadagni. E' perciò evidente che le abituali misure equilibratrici a disposizione dei paesi che incontrano difficoltà nei pagamenti non potranno essere applicate dai paesi importatori di petrolio, considerati nel loro complesso. Essi dovranno in gran parte accettare i loro saldi passivi, facendovi fronte con le riserve o con prestiti. Se più paesi, per una qualunque ragione, dovessero tentare di migliorare la parte corrente della bilancia dei pagamenti facendo ricorso alla svalutazione della loro moneta, alla deflazione o a restrizioni dirette sulle importazioni, le conseguenze potrebbero essere gravi per il commercio e per l'economia mondiale. Il Comitato dei venti lo ha riconosciuto nella riunione del gennaio 1974 a Roma ed ha sottolineato la necessità che, nelle attuali circostanze, nessun paese "adotti politiche che potrebbero solo aggravare i problemi degli altri paesi".

La maggioranza dei paesi che avevano una solida bilancia dei pagamenti di base prima dell'aumento del prezzo del petrolio non dovrebbero incontrare difficoltà di finanziamento nel 1974. L'Italia e il Regno Unito, però, i cui accresciuti conti del petrolio si sono aggiunti a disavanzi già elevati, hanno annunciato la loro intenzione di correggere i saldi passivi che non derivano dal petrolio. All'inizio di maggio le autorità italiane hanno introdotto l'obbligo del deposito del 50% del valore delle importazioni, escluse materie prime e gran parte dei beni strumentali, allo scopo di ridurre il disavanzo commerciale attraverso una contrazione della liquidità interna. Più avanti nel mese la Danimarca ha accresciuto le imposte su diversi beni di consumo, quale misura per contenere le importazioni. Ed altri paesi, in particolare quelli del mondo non industrializzato, hanno poca scelta all'infuori di migliorare le restanti partite della bilancia dei pagamenti per aiutarsi a sopportare i maggiori costi del petrolio.

Come conseguenza, si può prevedere che i paesi esportatori di petrolio nei prossimi uno o due anni, accumuleranno crediti sull'estero di natura monetaria. Mentre una parte di questi fondi sarà senza dubbio collocata direttamente nei paesi industriali sia attraverso i mercati finanziari privati sia con l'acquisto di titoli di stato a breve, è probabile che una notevole aliquota dei fondi venga collocata sul mercato delle eurodivise. Ciò sembra confermato dal modo in cui detti paesi hanno disposto finora delle proprie riserve.

Mentre i paesi importatori di petrolio cercheranno di finanziare parte del loro deficit complessivo con le riserve, diversi fattori potranno limitare questa forma di finanziamento. In primo luogo, la distribuzione delle riserve mondiali è ineguale e non corrisponde alle necessità di finanziamento. Secondo: la maggioranza dei paesi con una posizione deficitaria verso l'estero sono già portati a considerare le proprie riserve insufficienti e diventano riluttanti a ridurle, comportamento che sarà probabilmente rafforzato, nelle attuali circostanze, dal fatto che le riserve sono utili a sostegno dell'indebitamento. Terzo: le riserve auree che, pure al prezzo ufficiale

attuale dell'oro, rappresentano un quarto del totale delle riserve ufficiali, per il momento sono praticamente congelate a quel prezzo. Molti paesi posti di fronte ad un forte saldo passivo derivante dal petrolio cercheranno probabilmente di bilanciare i conti con l'estero per mezzo di importazioni di capitali di un tipo o dell'altro.

Nel mondo industrializzato ciò ha portato molti paesi ad adottare misure amministrative volte ad incoraggiare l'afflusso di fondi. In più, alcuni governi hanno già provveduto a contrarre prestiti di notevole ammontare sul mercato delle eurodivise. Per quanto concerne le misure amministrative, Francia e Giappone — le cui bilance dei pagamenti presentavano già un saldo passivo — dalla fine dello scorso anno non solo hanno eliminato le restrizioni alle entrate di capitali precedentemente vigenti, ma hanno anche cercato di incoraggiare l'indebitamento all'estero e di scoraggiare la concessione di prestiti da parte dei propri residenti. Nel Regno Unito la regolamentazione del finanziamento di investimenti all'estero è stata resa più severa. Inoltre, paesi la cui posizione della bilancia dei pagamenti di base è ora forte come Belgio, Germania, Paesi Bassi e Svizzera, hanno allentato le restrizioni poste all'importazione di capitali all'inizio degli anni '70. Per quanto riguarda l'indebitamento ufficiale in eurodivise, il governo francese ha annunciato nel febbraio 1974 di aver contratto un prestito settennale di \$1,5 miliardi sul mercato dell'eurodollaro, mentre in marzo il governo inglese ha annunciato un prestito decennale di \$2,5 miliardi. Inoltre, enti pubblici sia nel Regno Unito che in Italia, incoraggiati dallo stato, continuano ad attingere all'euromercato. Il totale degli eurocrediti raccolti consorzialmente nel corso del primo trimestre del 1974 è ammontato a \$13,8 miliardi, di cui circa due terzi concessi a Francia, Italia e Regno Unito — virtualmente tutti sotto auspici ufficiali.

E' probabile perciò che una parte considerevole delle eccedenze dei paesi esportatori di petrolio venga quest'anno di nuovo incanalata verso i paesi importatori di petrolio attraverso il mercato delle eurodivise. Poiché, tuttavia, è probabile che i paesi mutuatari abbiano bisogno di fondi per periodi di diversi anni e che i paesi esportatori di petrolio desiderino conservare una certa liquidità ai loro investimenti, potrebbe assumere notevoli proporzioni la trasformazione delle scadenze dei fondi che affluiscono al mercato, nel loro iter dagli investitori originari ai mutuatari finali. Il mercato potrebbe, dunque, essere soggetto a tensioni per effetto di rapidi e imponenti spostamenti di depositi da un centro all'altro o da una valuta ad un'altra.

Naturalmente è abituale che le grandi banche sull'euromercato assicurino la loro posizione di liquidità, ponendo, ad esempio, limiti all'ammontare dei crediti a lungo termine concessi a fronte di depositi raccolti a breve e costituendo linee di credito con le banche negli Stati Uniti. Inoltre, in passato, il mercato delle eurodivise è stato sempre in grado di procurarsi i fondi di cui aveva bisogno. Ad ogni modo, se il mercato dovrà essere il principale veicolo per finanziare il nuovo squilibrio emerso nelle bilance dei pagamenti, le autorità monetarie dei paesi le cui banche sono maggiormente coinvolte dovranno seguire l'evoluzione del mercato con particolare attenzione.

L'altro grande mercato al quale i fondi potrebbero essere attinti per finanziare i saldi passivi dei paesi importatori di petrolio è quello degli Stati Uniti. Sin dalla fine di gennaio del corrente anno il mercato dei capitali ed il sistema bancario degli Stati Uniti sono stati, per la prima volta dall'inizio degli anni '60, completamente

aperti ai prenditori esteri di prestiti. Fino a qual punto i mercati statunitensi riusciranno a finanziare i saldi passivi dei paesi importatori di petrolio dipenderà in parte dalla proporzione in cui le eccedenze dei paesi produttori di petrolio saranno investite negli Stati Uniti.

Non tutti i paesi potranno attingere ai mercati internazionali per finanziare le loro eccedenze passive; alcuni di essi potranno ottenere così soltanto parte dei fondi di cui abbisognano. Si può prevedere perciò che i paesi in via di sviluppo in particolare; ma anche alcuni di quelli industriali, si rivolgeranno ai diversi enti internazionali che concedono prestiti. Gli enti principalmente interessati ai progetti di sviluppo, come la BIRS, potranno essere in grado di intervenire in tal senso e parte delle risorse saranno offerte dagli stessi paesi esportatori di petrolio. Per alcuni paesi gli aiuti al loro sviluppo potranno rappresentare il modo più opportuno di finanziamento, ma non è ancora chiaro quale sarà il volume dei fondi a disposizione.

Anche il Fondo monetario internazionale è disponibile per finanziamenti ad interim sul suo conto generale. Diversi fattori possono, però, limitare il ricorso a siffatta fonte di finanziamento. In primo luogo, il Fondo effettua generalmente prelievi su paesi con una forte posizione di bilancia dei pagamenti, mentre, secondo le prospettive, pochi membri del Fondo saranno in posizione attiva a prescindere dai paesi esportatori di petrolio, che d'altronde offriranno limitate possibilità di prelievi essendo le loro quote di partecipazione al Fondo di modeste proporzioni. Secondariamente, il Fondo non è in grado di acquistare valute in misura rilevante dai paesi membri fin quando le sue riserve auree sono congelate ed il suo portafoglio di DSP alquanto limitato. E' allo studio, perciò, una speciale facilitazione da attuarsi ad opera del FMI in base alla quale esso verrebbe autorizzato a mutuare valuta dai paesi esportatori di petrolio e poi prestarla - indipendentemente dai diritti di prelievo che spettano ai paesi in base alle loro quote - per finanziare i saldi passivi dipendenti dalla crisi del petrolio per periodi più lunghi di quelli consentiti per i prelievi ordinari sul Fondo. Poichè la proposta è ancora in discussione, la portata virtuale di tale facilitazione apparirà chiara solo più tardi.

Un altro problema possibile individuato da alcuni studiosi è la maggiore instabilità che la nuova situazione dei prodotti petroliferi potrebbe contribuire a creare sul mercato dei cambi. La prospettiva di forti saldi passivi provocati dal petrolio ha già di per sè aumentato le incertezze sull'andamento delle bilance dei pagamenti, così che i mercati valutari potrebbero essere di volta in volta soggetti agli effetti di spostamenti di fiducia da una valuta all'altra. L'accumularsi di ampi saldi attivi dei paesi esportatori di petrolio accentuerebbe la potenzialità di questi spostamenti, ma le autorità monetarie di tali paesi probabilmente si renderanno conto dei pericoli derivanti da un aggravarsi dell'instabilità.

Da quanto sopra osservato si può desumere che i problemi di bilancia dei pagamenti nel 1974 non saranno tali, in generale, da non poter essere risolti, anche se è probabile che singoli paesi incontreranno serie difficoltà. Si deve però sottolineare che le conclusioni, cui è possibile giungere attualmente, sono in gran parte delle congetture, poichè è ancora limitata l'esperienza della nuova situazione. In particolare, vi potranno essere limiti alla capacità dei meccanismi del mercato privato per reincanalare un enorme volume di fondi, dovendosi fronteggiare sia i rischi di

credito che ciò implica per essi, sia l'enorme gonfiamento dei loro passivi verso un numero relativamente ristretto di depositanti. Guardare più avanti nel futuro è ancora più azzardato. E' facile però intravedere che vi sarà un maggiore impulso a sviluppare nuove fonti di petrolio ed altri tipi di energia, allo scopo di assicurare un aggiustamento su base reale del problema dei pagamenti.

Produzione e domanda.

L'andamento congiunturale della domanda e della produzione ha subito durante lo scorso anno un netto mutamento, passando da una fase di rapida espansione ad una di deciso rallentamento. Questo fenomeno è dovuto a parecchi fattori con caratteristiche in parte diverse per i singoli paesi industriali.

Verso la metà del 1973, molto prima che si manifestasse la crisi petrolifera, la produzione nei paesi industriali è entrata in una fase di sviluppo più lento e discontinuo. Questo rallentamento, nel periodo iniziale, non può essere attribuito alle politiche monetarie e di bilancio restrittive. E' pur vero che la maggior parte dei paesi, preceduti dagli Stati Uniti e dalla Germania, si stavano orientando gradualmente verso politiche restrittive, e principalmente verso l'inasprimento delle condizioni monetarie, ma in molti casi gli effetti di queste nuove misure cominciarono a manifestarsi solo alla fine dell'anno e con più intensità in settori specifici quali quelli dell'edilizia per abitazioni e dei beni di consumo durevoli.

La caratteristica di rilievo del rallentamento è rappresentata soprattutto dal fatto di essere in gran parte risultato di limitazioni fisiche delle capacità produttive e della scarsità di materie prime, nonché di mano d'opera specializzata. Queste pressioni riguardanti i fattori produttivi sono derivate, a loro volta, dall'intensità e dall'ampia diffusione geografica del precedente boom della domanda globale. Dall'estate del 1972 all'incirca, con la ripresa ormai già bene avviata nella maggior parte dei paesi, l'incremento della produzione ha avuto un'accelerazione improvvisa e rapida. Nel primo semestre del 1973, la produzione reale nei paesi industriali considerati nel loro complesso ha registrato un saggio di aumento superiore di ben oltre il 50% rispetto al saggio di lungo periodo e ciò a fronte di un rapido decrescere dei margini di risorse inutilizzate. Nel corso del 1973, inoltre, i pochi paesi che non erano riusciti a seguire questo ritmo - Italia, Paesi Bassi e Svezia - hanno recuperato gran parte del terreno che li separava dagli altri. Mentre nel 1972 solo sette dei paesi elencati nella tabella (pag. 13) avevano presentato un incremento della produzione reale più veloce di quello della media a lungo termine, nel 1973 essi sono passati a tredici. In breve, a partire dalla metà del 1973 le economie dei paesi industriali del mondo occidentale e del Giappone hanno cominciato a raggiungere il limite di saturazione delle loro capacità produttive, determinando gravi pressioni avvertite principalmente sui mercati internazionali delle merci. I redditi monetari hanno continuato ad aumentare rapidamente quasi quanto prima, e l'inflazione dei prezzi ha dimostrato la tendenza ad accelerare.

Come si pronunceranno in definitiva gli studiosi circa il nesso tra il crollo del sistema delle parità fisse di Bretton Woods e l'estendersi e l'intensificarsi dell'inflazione mondiale, rimane ancora da vedere. In ogni caso, l'ampiezza e l'accelerazione della

ripresa economica possono essere poste in relazione diretta con il successivo mutamento delle politiche di gestione della domanda. Dopo l'accordo smithsoniano del dicembre 1971, la maggior parte dei paesi dell'Europa occidentale e il Giappone hanno adottato ulteriori energiche misure per stimolare l'economia, in parte per riassorbire il ristagno causato dalle politiche restrittive del 1969-70, ma in alcuni casi anche per facilitare l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti che le variazioni intervenute precedentemente nei tassi di cambio implicavano. Simultaneamente, gli Stati Uniti, pur nelle condizioni di dover agire con prudenza per rimediare al ristagno della loro economia e ciò al fine di promuovere il miglioramento della loro bilancia esterna, hanno avvertito l'urgenza di ridurre la disoccupazione e svolto nel corso del 1972 politiche espansionistiche. Altri paesi con deboli posizioni sull'estero hanno visto nel passaggio al regime di tassi fluttuanti possibilità più ampie di attuare politiche tese a saggi elevati di sviluppo. Infine, le autorità di alcuni paesi, evidentemente, non hanno tenuto sufficiente conto delle politiche di rilancio seguite da altri: il risultato è stata una marcia a passo serrato verso il boom mondiale.

Le esportazioni hanno rappresentato una forte componente della domanda in molti paesi ed hanno riflettuto in parte la corsa internazionale ad assicurarsi beni e servizi a seguito della contrazione dell'offerta all'interno. Gli Stati Uniti e la Germania, pur muovendosi in direzioni opposte in termini di tassi di cambio, hanno registrato entrambi un incremento rispetto all'anno precedente di oltre il 15% nel volume delle esportazioni di beni e servizi, mentre la domanda estera ha continuato ad essere sostenuta all'inizio del 1974. Molte altre nazioni hanno segnato incrementi del 10-15%. La maggiore capacità concorrenziale risultante dalla fluttuazione della sterlina ha contribuito al forte intensificarsi delle esportazioni del Regno Unito, ma tale vantaggio sembra sia andato gradualmente riducendosi in autunno, allorchè si sono manifestate le prime limitazioni della capacità produttiva. D'altro lato, le esportazioni del Giappone e dell'Italia hanno mostrato un considerevole incremento nel secondo semestre dell'anno, e quelle di parecchi altri paesi hanno fatto un balzo in avanti nei mesi autunnali e invernali.

Nella maggioranza dei paesi un'altra forte componente della domanda sono stati gli investimenti in impianti ed attrezzature industriali. Essi hanno avuto un'accelerazione molto rapida in Canada, Italia, Giappone, Paesi Bassi e Regno Unito nel 1973 e hanno continuato al precedente buon ritmo negli Stati Uniti, Francia e Spagna. In certi altri, particolarmente in Italia, Paesi Bassi e Svezia il livello veramente basso degli investimenti negli anni recenti ha portato le autorità a seguire nel 1973 politiche di danaro relativamente facile. Per contro, in Germania e in Svizzera, ove le condizioni monetarie erano molto restrittive, gli investimenti industriali hanno mostrato solo un lieve incremento. Il ritmo sostenuto degli investimenti nella maggioranza dei paesi è stato una conseguenza dell'ampia utilizzazione della capacità produttiva e dell'andamento espansionistico di altre componenti della domanda. Molti settori industriali, colti di sorpresa dalla velocità della ripresa, non sono stati in grado di soddisfare la forte domanda dei loro prodotti. La loro limitata capacità produttiva rifletteva in parte il livello relativamente basso degli investimenti negli anni recenti e in parte, a seguito del rapido incremento dei salari, la preferenza data a progetti intesi a ridurre il fabbisogno di mano d'opera piuttosto che ad ampliare la capacità produttiva.

Offerta e usi delle risorse.

Paesi	Anni	Fonti di domanda					Risorse		
		Consumi		Formazione di capitali fissi lordi interni			Esportazioni di beni e servizi	Importazioni di beni e servizi	Prodotto nazionale lordo
		Privati	Pubblici	Totale	Impianti e attrezzature	Abitazioni			
variazioni medie nel periodo o annue in volume (percentuali)									
Austria	1962-71	4,6	3,1	6,0	.	.	8,6	8,8	4,8
	1972	6,8	4,7	14,8	.	.	10,8	11,2	7,1
	1973	4,8	4,0	2,5	.	.	7,0	9,8	5,5
Belgio	1962-71	4,3	5,8	4,1	5,2	0,8	9,1	8,2	4,8
	1972	5,9	7,2	4,9	2,5	14,0	6,9	7,5	5,4
	1973	5,8	4,7	7,2	.	.	9,6	10,8	5,7
Canada	1962-71	4,8	5,7	5,5	5,5	5,4	9,0	7,9	5,8
	1972	7,8	3,4	3,6	2,1	9,2	6,7	11,5	5,8
	1973	8,6	4,4	10,4	10,2	11,0	6,5	11,0	7,1
Danimarca	1962-71	4,2	7,2	6,5	6,3	7,2	7,0	7,5	4,7
	1972	3,0	7,2	2,5	.	.	7,9	3,4	4,6
	1973	.	.	.	.	.	.	.	5,0
Finlandia	1962-71	4,4	5,8	3,2	2,8	4,9	6,8	7,2	4,7
	1972	7,4	5,7	6,5	3,6	15,3	15,3	4,1	7,1
	1973	6,0	4,3	4,2	4,6	3,0	4,0	12,7	5,4
Francia	1962-71	5,6	3,5	6,2	8,2	8,0	10,1	11,2	5,8
	1972	5,8	3,9	7,6	8,4	5,4	9,0	10,3	5,4
	1973	5,7	2,5	6,7	7,0	5,8	11,7	13,4	6,1
Germania	1962-71	4,9	4,4	5,1	5,8	2,7	9,0	10,3	4,6
	1972	3,4	4,4	1,9	0,8	13,5	7,8	8,2	3,0
	1973	3,1	4,4	0,5	0,6	0,3	16,4	10,0	5,3
Giappone	1962-71	8,9	6,8	13,0	12,7	14,7	16,3	12,1	10,2
	1972	9,1	9,8	9,5	8,5	14,7	7,5	8,4	8,9
	1973	8,7	7,3	16,2	16,1	16,9	6,6	23,2	11,0
Italia	1962-71	5,6	3,8	3,3	3,2	3,5	10,9	10,1	4,9
	1972	3,3	4,6	0,4	- 0,2	1,9	11,6	13,1	3,1
	1973	6,2	3,3	9,9	11,5	5,3	5,3	11,9	5,9
Norvegia	1962-71	4,1	6,1	5,0	4,6	7,4	7,3	7,4	4,8
	1972	2,3	5,1	- 4,6	- 7,2	7,8	13,9	0,0	4,3
	1973	1,9	5,9	14,6	17,2	3,6	8,1	15,6	3,6
Paesi Bassi	1962-71	6,0	3,5	6,3	6,1	7,4	9,6	9,7	5,5
	1972	3,3	1,6	- 1,3	- 6,0	15,6	8,8	3,7	4,5
	1973	2,4	1,2	4,6	5,4	2,2	14,1	11,7	5,2
Regno Unito	1962-71	2,4	2,1	3,7	3,8	2,9	5,1	4,5	2,4
	1972	5,9	3,9	1,7	0,9	5,6	3,8	10,2	2,3
	1973	4,5	3,7	4,3	4,4	4,1	9,0	10,2	6,0
Spagna	1962-71	6,3	5,9	8,2	10,2	1,1	12,8	13,2	6,8
	1972	6,7	6,6	15,0	17,2	3,1	11,0	18,5	7,8
	1973	6,6	6,0	15,5	16,5	7,5	14,0	17,5	8,0
Stati Uniti	1962-71	4,4	3,4	4,3	5,2	1,9	6,3	8,5	4,1
	1972	6,2	4,6	9,8	7,3	18,2	7,0	11,5	6,1
	1973	5,1	1,2	6,1	8,6	- 1,4	19,9	4,3	5,9
Svezia	1962-71	3,2	5,5	4,1	4,2	3,9	7,7	6,9	3,9
	1972	2,5	1,4	5,5	6,3	2,7	6,0	5,2	2,5
	1973	2,3	2,7	- 1,4	- 0,5	- 4,5	15,1	7,9	2,9
Svizzera	1962-71	4,5	3,7	5,1	5,7	3,4	7,3	7,7	4,1
	1972	5,7	4,5	7,7	5,0	16,3	5,7	6,5	5,8
	1973	4,5	4,3	3,0	2,9	3,2	6,1	5,9	4,3

L'edilizia residenziale, una delle componenti più dinamiche della domanda nel 1972, ha avuto nello scorso anno un andamento confuso. Negli Stati Uniti, nonostante gli sforzi delle autorità per attutire l'impatto delle restrizioni monetarie, il settore edilizio ne è stato seriamente colpito ed anche nel Regno Unito le costruzioni per abitazioni hanno avuto una flessione nel secondo semestre dell'anno. Nei Paesi Bassi e nei paesi scandinavi esse hanno attraversato un periodo di ristagno, in gran parte dovuto al fatto di un'offerta temporaneamente superiore alla domanda. In Germania e Svizzera l'aumento delle costruzioni residenziali ha subito un rallentamento soprattutto a causa delle restrizioni creditizie, ma al tempo stesso è emerso in questi paesi un migliore equilibrio tra l'offerta e la domanda. L'edilizia per abitazioni ha conservato un andamento crescente in Canada, ove il flusso di fondi ipotecari si è conservato abbondante ed anche in Giappone, ove sussiste una forte domanda potenziale, in Belgio ha continuato ad espandersi in modo sostenuto prima di rallentare alquanto lo scorso inverno, mentre in Spagna ha conservato un ritmo accelerato.

Nel 1973 le spese per i consumi hanno continuato in molti paesi ad avere uno sviluppo quasi altrettanto rapido, se non più, di quello di lungo periodo, nonostante la presenza di una domanda meno dinamica di quella del precedente periodo di espansione. Le principali eccezioni si sono avute in Germania e nei Paesi Bassi, ove sembra che, per motivi precauzionali, il risparmio individuale sia aumentato ed in Svezia ove i salari reali hanno registrato un incremento solo lieve. La riduzione del valore reale dei guadagni salariali prodotta dall'accelerazione dei prezzi dei beni di consumo, in particolare dopo la metà del 1973, ha contribuito a frenare i consumi in diversi paesi, specie negli Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Svizzera e Austria, mentre in Canada, nonostante un aumento modesto dei salari reali, si è avuto un rapido incremento dei consumi attribuibile per la maggior parte a più ampi redditi agricoli, a riduzioni delle imposte sul reddito delle persone fisiche e a più elevate erogazioni sociali da parte dello stato. In Italia l'enorme aumento dei saggi salariali è stato molto superiore al veloce ritmo degli incrementi dei prezzi dei beni di consumo, dando una forte spinta ai consumi stessi. In alcuni paesi - Belgio, Francia e Regno Unito - si è cercato di ridurre il credito al consumo. Fin dallo scorso autunno l'andamento dei consumi è stato influenzato sostanzialmente dalla crisi del petrolio, che ha colpito in modo immediato maggiormente le vendite di automobili e ha indebolito la domanda in un certo numero di settori dipendenti da forniture di energia.

Al fine di attuare una politica di stabilizzazione, durante lo scorso anno alcuni paesi hanno cercato di contenere l'incremento della spesa pubblica. Questi sforzi non sono stati coronati da un grande successo, per quanto negli Stati Uniti, in Francia e in Belgio il saggio di incremento dei consumi pubblici sia notevolmente diminuito. In particolare in Giappone, ma anche nel Regno Unito e in Svizzera, tali consumi sono aumentati ad un saggio superiore a quello di lungo periodo; per il Giappone ciò è stato conseguenza della realizzazione di precedenti piani diretti ad indirizzare i fattori produttivi verso usi interni anziché verso l'estero, piani che hanno dovuto essere invertiti nel corso dell'anno quando è dilagata l'inflazione e la bilancia dei pagamenti è divenuta deficitaria. Nel Regno Unito, dove gli obiettivi di sviluppo economico generale avevano ricevuto la priorità nella maggior parte del 1973, le crescenti tensioni economiche dell'autunno hanno reso necessaria una riduzione dei programmi di spesa pubblica. Sebbene in Italia la spesa per i consumi pubblici sia

aumentata più lentamente nel 1973, gli investimenti e le erogazioni di mezzi finanziari a scopi sociali da parte dello stato hanno avuto un forte incremento sulla base di precedenti piani per riattivare l'economia. Nei Paesi Bassi e in Svezia, ove l'attività economica è stata inferiore alla capacità potenziale, i consumi pubblici sono aumentati solo lentamente; mentre nei Paesi Bassi ciò ha rispecchiato i continui sforzi per frenare l'espandersi della spesa pubblica, in Svezia è stato maggiormente conseguenza indiretta della crisi edilizia che ha ridotto la spesa delle autorità locali.

Le importazioni reali di beni e servizi sono state influenzate in larga misura dalle modifiche dei tassi effettivi di cambio, ma hanno risentito anche della pressione esercitata sui prezzi dalla domanda interna. Negli Stati Uniti le importazioni sono diminuite rapidamente, mentre nel Regno Unito e nel Canada sono aumentate ad un saggio quasi pari a quello del 1972 nonostante l'incremento della produzione reale sia stato molto più forte di quello dell'anno precedente; in Germania e in Svezia esse hanno subito un'accelerazione rispetto allo sviluppo della produzione reale, che però potrebbe in parte essere stata indotta dall'aumento, ancora più veloce, delle esportazioni. Il più rapido sviluppo degli acquisti all'estero è stato registrato in Giappone e nei Paesi Bassi, e riflette principalmente l'attività di ricostituzione delle scorte. In molti paesi le importazioni hanno avuto un andamento più accelerato alla fine del 1973 e all'inizio del 1974, il che può essere facilmente riferito alla necessità di ricostituire le scorte, scese, in alcuni casi, a livelli piuttosto bassi.

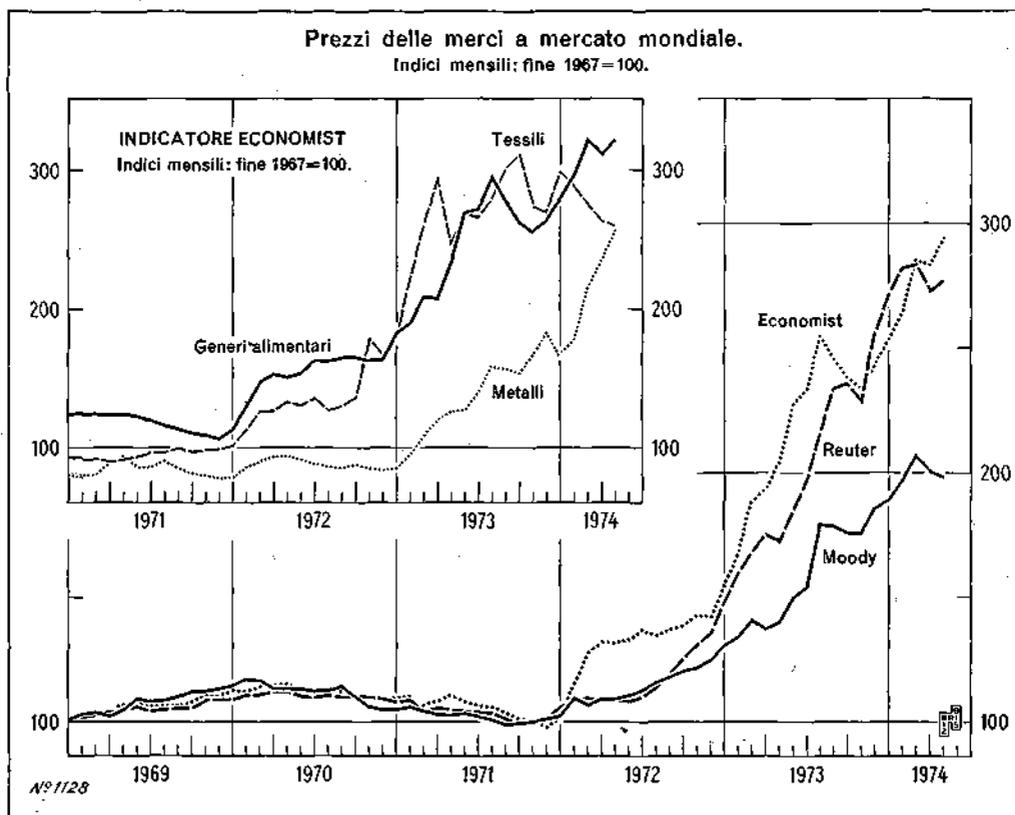
Fino alla primavera del 1974 l'impatto deflazionistico dei maggiori prezzi del petrolio, più volte sbandierato, ha rappresentato una paura più che una realtà. Nonostante il contrarsi della domanda in alcuni settori, l'iniziale pessimismo delle previsioni concernenti gli affari si è lentamente affievolito specie dopo la rimozione dell'embargo sul petrolio e sono migliorate le prospettive di una ripresa dello sviluppo economico nel corso del 1974. I prezzi più elevati dell'energia tuttavia implicavano variazioni nella domanda, nella produzione e negli investimenti, che richiedono ancora tempo per manifestarsi pienamente. Cosicché, pur ammettendosi che l'aumento dei prezzi avrebbe avuto effetti depressivi sul reddito reale e quindi sulla spesa, è stato possibile constatare che, per il momento, questi effetti sono stati disinflazionistici più che deflazionistici. Nelle loro politiche di bilancio e monetarie, perciò, le autorità della maggioranza dei paesi hanno continuato a procedere su una linea restrittiva con la speranza di ridurre il saggio d'inflazione nel secondo semestre dell'anno.

L'accelerazione del processo inflazionistico.

Il processo inflazionistico che preoccupa per la sua crescente gravità i paesi industriali del mondo occidentale e il Giappone ha preso l'avvio nella metà degli anni sessanta. Gli sforzi intrapresi verso la fine di quel decennio per contenere la pressione della domanda hanno provocato negli anni 1970-71 una flessione nel saggio di sviluppo dell'economia, contribuendo però solo in scarsa misura a frenare il ritmo della spirale prezzi-salari. Successivamente, lo scardinarsi del sistema oro-dollaro ha originato nuove spinte inflazionistiche. Il dollaro SU è stato dichiarato inconvertibile e due volte svalutato in occasione di importanti riallineamenti dei cambi; il sistema di parità fisse ha ceduto il passo ad un regime di cambi fluttuanti e il generale ricorso

a politiche interne espansionistiche ha accelerato l'emergere di una fase di boom di dimensioni mondiali. Di conseguenza la domanda, di per sè già sostenuta sui mercati internazionali delle materie prime, è stata pesantemente gonfiata da considerazioni di natura protettiva e speculativa originate dalla erosione della fiducia nelle monete cartacee. A partire dal secondo semestre del 1972 i prezzi dei prodotti base sono saliti in modo vertiginoso e il quadruplicarsi dei prezzi del petrolio alla fine del 1973 e all'inizio del 1974 ha impresso loro una seconda potente spinta al rialzo. La maggioranza dei paesi prevedono che nel 1974 gli aumenti dei prezzi interni supereranno quelli dell'anno scorso.

Il più elevato saggio dell'inflazione durante l'anno passato è stato ancora una volta attribuibile ai prezzi dei prodotti primari, lievitati sui mercati mondiali molto più velocemente che nel 1972. Nei dodici mesi terminati al dicembre 1973 l'indice Moody dei prezzi in dollari è aumentato del 46%, mentre l'indice Reuter dei prezzi in sterline, calcolato sulla base di un insieme di merci leggermente diverso, è salito dell'88%. Le diverse percentuali di incremento dei due indici sono dovute non tanto a variazioni della parità sterlina/dollaro quanto alla diversa ponderazione delle singole merci nonché agli effetti dei controlli dei prezzi negli Stati Uniti. L'indice dell'Economist, che include una serie più ampia di merci, registra, per lo stesso periodo, un aumento calcolato in dollari del 65%. Comunque lo si calcoli, il movimento ascendente è stato enorme ed anche nei primi mesi del 1974 ha presentato solo una scarsa



tendenza a ridursi. Nel periodo gennaio-aprile 1974, i saggi di aumento dei tre indici, nessuno dei quali include petrolio oppure oro, sono stati del 5,5, 2,2 e 15,8% rispettivamente.

Nel corso del 1973 e all'inizio del 1974 l'esplosione dei prezzi ha interessato un numero crescente di merci. Nella maggior parte dei casi i prodotti alimentari e i prodotti primari dell'agricoltura, che erano stati in testa alla graduatoria nel 1972, hanno continuato ad aumentare dopo una pausa estiva. Aumenti di particolare ampiezza sono stati registrati da cacao, frumento, granoturco, zucchero, grassi e oli commestibili, lana e cotone, sebbene nella primavera del 1974 i prezzi del cotone e della lana siano stati notevolmente inferiori alle punte massime segnate nel 1973; i prezzi di carne, grano e granoturco sono rimasti approssimativamente al livello di fine dicembre. Un aspetto nuovo manifestatosi dall'inizio del 1973 è stata l'accelerazione del ritmo di aumento dei prezzi di materie prime per uso industriale, soprattutto dei metalli non ferrosi e della gomma. Anche vari prodotti primari non compresi negli indici delle merci a mercato mondiale hanno subito forti rincari, ad esempio, il legname, la cellulosa ed i prodotti petroliferi, i quali ultimi avevano cominciato ad aumentare molto prima che si verificassero i forti incrementi dei prezzi ufficiali del petrolio l'autunno scorso.

Variazioni nei prezzi delle merci a mercato internazionale.¹

Merci	Variazioni da ²					
	dicembre 1971 a dicembre 1972		dicembre 1972 a dicembre 1973		dicembre 1973 ad aprile 1974	
	£	\$	£	\$	£	\$
Caffè	+ 20	+ 12	+ 14	+ 13	+ 23	+ 27
Cacao	+ 66	+ 54	+ 81	+ 79	+ 81	+ 87
Tè	+ 1	- 6	+ 7	+ 6	+ 32	+ 36
Zucchero	+ 62	+ 50	+ 42	+ 40	+ 70	+ 76
Grano	+ 50	+ 39	+ 120	+ 118	+ 2	+ 5
Granoturco	+ 39	+ 29	+ 95	+ 92	- 5	- 2
Carne di manzo	+ 27	+ 18	+ 31	+ 29	+ 3	+ 7
Carne d'agnello	+ 33	+ 24	+ 57	+ 55	- 13	- 10
Semi di soia	+ 19	+ 10	+ 81	+ 79	- 14	- 12
Olio di arachidi	+ 19	+ 10	+ 75	+ 73	+ 39	+ 44
Lana	+ 140	+ 123	+ 58	+ 57	- 19	- 16
Cotone	+ 9	+ 1	+ 120	+ 118	- 18	- 15
Gomma	+ 46	+ 35	+ 143	+ 140	- 20	- 18
Legna dolce	+ 13	+ 5	+ 111	+ 109	+ 6	+ 9
Polpa di legno	- 6	- 12	+ 30	+ 28	+ 17	+ 21
Carta da giornali	+ 4	- 3	+ 25	+ 23	+ 22	+ 25
Alluminio	- 11	- 17	+ 19	+ 17	+ 16	+ 20
Rame	+ 7	- 1	+ 118	+ 115	+ 32	+ 36
Piombo	+ 44	+ 34	+ 95	+ 93	+ 14	+ 18
Nichel	+ 15	+ 7	- 1	- 2	+ 12	+ 15
Stagno	+ 12	+ 4	+ 76	+ 74	+ 37	+ 41
Argento	+ 53	+ 42	+ 60	+ 58	+ 54	+ 59
Minerale di ferro	- 3	- 10	+ 16	+ 15	+ 10	+ 13
Rottami d'acciaio ³	+ 42	+ 32	+ 59	+ 57	+ 37	+ 41
Petrolio greggio (leggero)	+ 21	+ 12	+ 106	+ 104	+ 128	+ 135

¹ Quotazioni nel Regno Unito; prezzi di fine periodo. ² Le differenze fra le variazioni dei prezzi espresse in sterline e quelle espresse in dollari rispecchiano movimenti relativi nel tasso di cambio sterlina-dollaro. ³ Quotazioni degli Stati Uniti.

Dal lato dell'offerta la capacità produttiva globale è stata in genere sfruttata quasi al massimo. Sebbene lo scorso anno l'offerta di prodotti alimentari e di materie prime di origine agricola sia migliorata per effetto di condizioni climatiche più favorevoli e di programmi governativi volti ad incentivare la produzione, i prezzi hanno tuttavia continuato a risentire degli effetti differiti dei magri raccolti del 1972. Evidentemente anche le industrie produttrici di altre materie prime hanno utilizzato la loro capacità ad un livello eccezionalmente elevato; ciò non solo in seguito alla forte pressione esercitata dalla domanda, ma anche per la scarsità dei progetti di ampliamento degli investimenti. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'insufficiente capacità ha contribuito a provocare carenze nella produzione dell'acciaio, del legno e del petrolio, merci per le quali vi era una forte richiesta anche all'estero. A ciò si sono sommati, ancora una volta, fattori che hanno gravemente nociuto alla produzione: il rame cileno e lo zinco del Nord America hanno risentito di periodi di sciopero, mentre nel Pakistan il raccolto del cotone è stato danneggiato dalle inondazioni. La crisi energetica ha colpito la produzione e i prezzi, non solo direttamente ma anche indirettamente; i prezzi della gomma, ad esempio, hanno iniziato ad aumentare in seguito al maggior costo e alla crescente scarsità dei succedanei.

Sebbene l'emergenza di un'esplosione dei prezzi delle materie prime su scala mondiale sia sostanzialmente imputabile a responsabilità collettive, l'impatto che ne è risultato sulla bilancia dei pagamenti dei singoli paesi è stato molto vario. Inoltre, dal punto di vista dell'inflazione interna, la differenziazione è stata accentuata dai movimenti relativi nei tassi di cambio. Sicchè ad esempio, le ampie svalutazioni di fatto registratesi nel 1973 in Italia e nel Regno Unito, paesi che entrambi dipendono fortemente dalle importazioni, hanno contribuito a determinare aumenti di circa il 40% nei valori unitari delle loro importazioni. Inoltre, poichè le ragioni di scambio del Regno Unito e dell'Italia hanno subito un deterioramento del 16 e del 10% rispettivamente, ulteriori pressioni inflazionistiche erano da attendersi dalla conseguente erosione del reddito reale. Negli Stati Uniti i prezzi delle importazioni sono aumentati in media di oltre il 25%, ma essendovi stata una ascesa quasi altrettanto rapida nei prezzi dei prodotti esportati, le ragioni di scambio hanno subito un deterioramento di appena il 3%. In questo caso l'aumento dei prezzi delle importazioni e quello delle esportazioni hanno contribuito entrambi a gonfiare notevolmente i prezzi all'interno. In tre paesi che hanno rivalutato la loro moneta - la Germania, i Paesi Bassi e la Svizzera - l'aumento medio nel valore delle importazioni è stato di appena il 9-12%; in un quarto tuttavia - il Giappone, fortemente dipendente dall'importazione di materie prime - esso è ammontato al 22%. Il caso del Canada, quale importante paese produttore di materie prime, è ancora diverso; l'aumento medio delle esportazioni in valore è stato pari al 24%, con un conseguente miglioramento di circa l'8% delle ragioni di scambio.

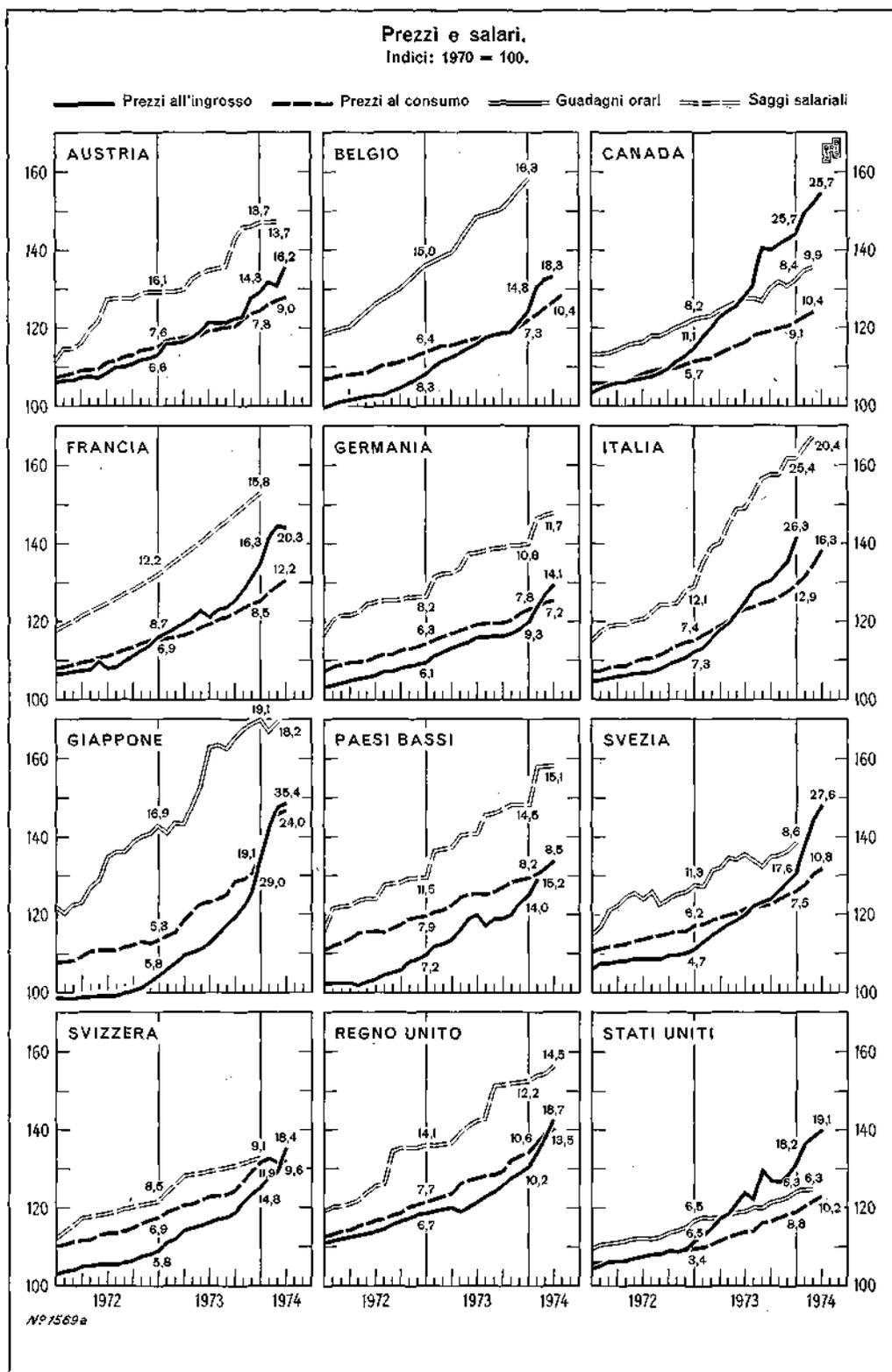
In breve, i prezzi dei prodotti importati sono aumentati molto più velocemente dei prezzi al consumo ed hanno probabilmente contribuito in larga misura ad alimentare l'inflazione globale nell'ambito dei singoli paesi industriali. E' tuttavia significativo il fatto che anche i valori unitari delle esportazioni, ivi inclusi quelli dei manufatti, siano aumentati celermente e nella maggioranza dei casi anche molto di più dei prezzi al consumo. Le principali eccezioni sono rappresentate dalla Germania e dalla Svizzera, paesi in cui gli esportatori hanno dovuto tener bassi i prezzi espressi

in valuta nazionale, in considerazione del forte apprezzamento delle loro monete. Probabilmente, in presenza di una domanda sostenuta pressochè ovunque, gli acquirenti, costretti ad indirizzarsi verso le importazioni a causa dell'insufficiente capacità di produzione interna, sono stati disposti a pagare prezzi notevolmente più elevati; dal lato dell'offerta, essendo state introdotte in numerosi paesi forme di sorveglianza o di controllo sui prezzi di prodotti destinati al consumo interno, le aziende ne hanno approfittato per elevare i prezzi delle loro esportazioni. Di conseguenza, dato che nella maggior parte dei paesi il settore del commercio estero è ampio e presenta la tendenza ad espandersi rispetto a quello interno, l'inflazione dei prezzi è stata trasmessa attraverso il canale del commercio internazionale.

Nel 1973 l'aumento dei prezzi all'ingrosso ha subito una accelerazione e, in parte in conseguenza dei più elevati prezzi del petrolio, si è ancora accentuato alla fine del 1973 e all'inizio del 1974. In Giappone l'indice dei prezzi all'ingrosso si trovava, all'inizio del 1974, ad un livello superiore del 35% a quello dell'anno precedente, mentre gli altri aumenti maggiori, compresi fra il 20 e il 30% sono stati segnati da Stati Uniti, Canada, Francia, Italia e Svezia. In tutti questi paesi gli aumenti nei prezzi all'ingrosso hanno superato nettamente quelli dei prezzi al consumo. In molti altri paesi invece, in cui l'aumento è stato compreso fra circa il 15 e il 20%, i prezzi all'ingrosso sono aumentati a saggi più vicini ai prezzi al consumo sino alla fine dell'anno, quando vi è stata l'impennata dei prezzi del petrolio. Le variazioni nelle singole voci degli indici dei prezzi all'ingrosso riflettono, in larga misura, il quadro delineatosi sui mercati internazionali delle materie prime.

Per quanto riguarda i prezzi al consumo, l'andamento nei singoli paesi è stato più differenziato, in parte in conseguenza del ritardato impatto del rincaro nel prezzo del petrolio. A far data dalla primavera del 1974 la maggior parte dei paesi registrava per i dodici mesi precedenti un aumento compreso fra l'8 e il 16%, contro il 6-8% nel 1972. In Giappone l'incremento è stato del 24%. Per di più, ove si consideri che molti paesi hanno segnato aumenti dei prezzi all'ingrosso più accentuati, sembra lecito ritenere che una notevole parte dell'inflazione non si sia ancora riflessa sui prezzi al consumo. Quanto alle varie voci, i prezzi dei prodotti alimentari hanno continuato a mostrare forti aumenti in alcuni paesi, soprattutto Stati Uniti, Canada, Giappone e, con un certo ritardo dovuto alla presenza di controlli sui prezzi, anche Francia e Italia. I più rapidi incrementi nei prezzi al consumo, tuttavia, vanno ascritti generalmente ad aumenti registrati in settori diversi da quello alimentare, in particolare in quello dell'energia e in alcuni casi anche nel settore terziario.

Non sorprendentemente, nella maggioranza dei paesi i saggi salariali e i guadagni sono aumentati con un ritmo superiore a quello dell'anno precedente, sebbene in alcuni casi gli incrementi della produttività abbiano contribuito ad attenuarne gli effetti sui prezzi. Fra i paesi continentali dell'Europa occidentale l'accelerazione è stata fortemente marcata in Germania, Francia, e Paesi Bassi e, ancora di più, in Italia. Nel Regno Unito, Svezia, Svizzera e Giappone, i salari sono aumentati con un ritmo più o meno simile a quello dei prezzi al consumo. Negli Stati Uniti il contenimento degli aumenti salariali è stato veramente eccezionale rispetto ad altri paesi e nel corso dell'anno i guadagni sono saliti in misura inferiore al 6,5%, ma recenti contratti salariali hanno superato il 10%.



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

Negli anni recenti le autorità nazionali hanno fatto crescente ricorso a forme di intervento diretto nel settore dei redditi, nell'intento di agire più efficacemente sulla spirale inflazionistica salari-prezzi. Queste iniziative sono state in parte la conseguenza di una crescente sfiducia nelle sole politiche di contenimento della domanda, i cui effetti sembrano essere stati troppo spesso quelli di rallentare la produzione e gli incrementi nella produttività, pur senza frenare validamente l'inflazione da costi. I risultati sono stati piuttosto confusi, anche perchè è spesso mancata una condizione fondamentale al loro successo: l'assenza di una eccessiva pressione della domanda. Questo successo anche se limitato ha tuttavia contribuito a dimostrare l'utilità della politica dei redditi in particolari circostanze e per determinati periodi. Sembra quindi prevedibile che si continuerà a far uso di forme di intervento ufficiale per guidare il comportamento dei redditi.

Anche lo scorso anno le politiche dei prezzi e dei redditi di più ampio raggio sono state perseguite dagli Stati Uniti e dal Regno Unito. Negli altri paesi, l'azione di intervento ha riguardato soprattutto i prezzi, i margini di profitto e gli affitti; in alcuni casi tuttavia i governi hanno tentato di influenzare direttamente o indirettamente l'esito di importanti trattative salariali. In due grandi paesi, invece, Germania e Giappone, le autorità, anzichè accentuare l'intervento diretto sui prezzi e salari, hanno dato la loro decisa preferenza alle politiche di gestione della domanda.

Nel gennaio 1973 il programma di controlli degli Stati Uniti, per alcuni rispetti liberalizzato e reso essenzialmente automatico, è entrato nella sua Terza e dichiaratamente ultima Fase. Sono rimaste però in vigore le direttive che prevedevano aumenti delle retribuzioni annuali e dei benefici accessori non superiori al 6,2%, l'obiettivo di un aumento dei prezzi del 2,5% e il massimale del 4% sugli aumenti dei dividendi. Questa decisione inaspettata ha contribuito a deteriorare l'atmosfera di fiducia sia all'interno sia all'estero. Contemporaneamente, anche l'andamento dei prezzi al consumo, che nelle prime due Fasi del programma di controllo era stato mantenuto a un saggio di incremento annuale di appena il 3,2%, si è orientato nettamente verso l'alto.

Nei mesi successivi l'aumento dei prezzi delle merci a mercato mondiale unito al forte deprezzamento del dollaro ha dato nuovo impulso all'inflazione interna. All'inizio di maggio è stato ritenuto necessario reintrodurre la procedura della notifica preventiva obbligatoria per gli aumenti dei prezzi e a metà giugno è stato introdotto un blocco dei prezzi della durata di due mesi nell'attesa della elaborazione di nuove norme cogenti relative ad una Quarta Fase di controlli. Con queste norme si è stabilito che i prezzi potessero venire elevati per riflettere i costi crescenti solo in misura necessaria a mantenere margini di profitto in valore assoluto e non relativo. La nuova Fase è entrata in vigore allo scadere del blocco dei prezzi e avrebbe dovuto durare fino alla fine di aprile 1974. In pratica però, ci si orientò verso misure di liberalizzazione attuate per settori e basate sull'impegno volontario, da parte delle industrie, di rispettare, in futuro, un determinato codice di condotta in materia di prezzi. La rimozione dei controlli è continuata rapidamente nei primi mesi del 1974. L'abolizione ufficiale del programma, avvenuta alla fine di aprile, ha molto deluso.

L'efficacia del programma di controlli applicato negli Stati Uniti è stata oggetto di valutazioni contrastanti. Soprattutto il nuovo blocco dei prezzi ha provocato molte

distorsioni, e inevitabilmente i forti aumenti dei costi verificatisi durante lo scorso anno non hanno potuto non riversarsi sui prezzi. Alla fine di aprile i prezzi al consumo erano superiori del 10% ai livelli segnati un anno prima. Quanto ai salari, l'intera fase di controlli successiva all'agosto 1971 è stata caratterizzata da un andamento costante e più moderato dei guadagni orari, che sono aumentati del 6-7%, rispecchiando una forte limitazione delle esigenze della mano d'opera. Parte del merito va certamente attribuito alle direttive concernenti i salari e all'azione efficace svolta dalle autorità di controllo nel far sì che tali direttive avessero il giusto peso nel corso delle trattative salariali.

La politica seguita nel Regno Unito è degna di rilievo per aver attribuito per lo meno altrettanta importanza al controllo dei redditi che a quello dei prezzi. La Seconda Fase del programma britannico, iniziata nell'aprile 1973, includeva disposizioni legali che consentivano aumenti massimi dei saggi salariali di circa l'8% all'anno, e permettevano che i prezzi aumentassero solo nella misura necessaria a coprire i più elevati costi (senza però compensare per intero gli aumenti nel costo della manodopera), nonché di mantenere i profitti più o meno in linea con quelli degli ultimi anni. Questa Fase può dirsi abbastanza riuscita, sebbene il livello dei prezzi abbia continuato a subire la spinta della forte lievitazione nei prezzi delle importazioni. Come previsto, all'inizio di novembre, è stata introdotta una Terza Fase, più flessibile, con la quale si fissavano nuovi criteri che consentivano aumenti salariali medi pari o superiori al 10%. Oltre a ciò, i cosiddetti "accordi-limite" prevedevano ulteriori aumenti nel caso che l'indice dei prezzi al consumo fosse cresciuto almeno del 7% entro un periodo di dodici mesi. Con il volgere dell'anno l'aumento dei prezzi del petrolio ha dissipato qualsiasi speranza che restrizioni di questa natura potessero essere fatte osservare.

Partendo dal presupposto essenziale che, ai fini di un soddisfacente funzionamento della politica dei redditi nel lungo periodo, fosse necessario esaminare le possibili procedure e direttive atte a modificare la struttura relativa delle retribuzioni tra diverse categorie di industrie e di lavoratori, nel gennaio 1974 il Pay Board ha pubblicato un rapporto sulle "relatività tra retribuzioni"; lo studio tuttavia era stato concepito anche come mezzo per comporre la vertenza dei minatori dell'industria del carbone che è stata poi risolta generosamente a favore di questi ultimi - gli aumenti concessi ai minatori hanno raggiunto infatti in media il 29% - subito dopo la formazione del nuovo governo nel mese di marzo. Le "relatività" sembrano però presentare l'inconveniente di agire solo nel senso di spingere gli accordi salariali su livelli più alti senza che sia contemplato alcun meccanismo simmetrico di relatività negative. Di conseguenza lo schema delle "relatività", così come è stato concepito, può contribuire ad aggravare gli attuali problemi dell'inflazione, a meno che non venga sostanzialmente ridotta la norma di base. Nel frattempo il nuovo governo ha accentuato la propria attenzione sul contenimento dei prezzi; a tal fine sono state concesse sovvenzioni per alcuni prodotti ed in marzo è stato introdotto, limitatamente alle abitazioni, un blocco dei fitti per il resto dell'anno.

In altri paesi, l'azione diretta di contenimento dell'inflazione ha interessato quasi esclusivamente i prezzi. In Francia ha continuato ad operare il sistema di direttive per i redditi e i prezzi, insieme ad una procedura di revisione obbligatoria di questi

ultimi. In novembre le autorità hanno assunto un atteggiamento più severo nei casi in cui i margini di profitto erano andati ampliandosi ed in alcuni settori dell'industria sono state reintrodotte le norme di sorveglianza che erano state abolite nel giugno 1972. Questo programma è stato poi inasprito di nuovo in dicembre, nel quadro di misure antinflazionistiche con le quali si imponeva anche il blocco dei fitti e di alcuni prezzi dei servizi pubblici a valere per tutto il primo semestre del 1974 e si richiedeva alle imprese di contenere gli aumenti dei dividendi; contemporaneamente, tuttavia, le autorità riconfermavano l'impegno di assicurare contrattazioni salariali libere da vincoli.

Nei Paesi Bassi, la presenza di un "contratto sociale" tripartito aveva fatto sperare nella possibilità di un contenimento degli aumenti salariali durante il 1973, ma in effetti gli aumenti delle retribuzioni hanno subito un'accelerazione in seguito al crescente impiego di contratti legati alla scala mobile. Per il 1974, una nuova legislazione ha conferito al governo poteri di controllo sui salari e sono state rese più severe le norme relative alla notifica anticipata degli aumenti dei prezzi. In Belgio, ove stipendi e salari sono in genere collegati ai prezzi per mezzo di sistemi di indicizzazione, le autorità hanno continuato a basarsi su di un sistema di preavvisi circa gli aumenti di prezzi, rafforzato in alcuni casi, da poteri per regolarli obbligatoriamente.

Alla fine di luglio il nuovo governo italiano ha annunciato una serie di misure antinflazionistiche fra cui il blocco, sino alla fine di ottobre, dei prezzi di molte voci di largo consumo nonché dei prodotti delle più importanti industrie. Da quel momento, eventuali aumenti dei prezzi hanno dovuto essere motivati e approvati dalle autorità. Contemporaneamente, è stato mantenuto il blocco degli affitti a favore delle classi a reddito meno elevato.

Nel luglio 1973 la Commissione federale svizzera per i prezzi ha elaborato alcune direttive: in via di principio l'aumento dei prezzi non avrebbe dovuto superare quello dei costi e la parte dell'aumento dei costi imputabile a maggiorazioni salariali superiori alla media non sarebbe di norma stata ritenuta accettabile per giustificare aumenti dei prezzi. All'inizio di dicembre un referendum popolare convalidava il programma antinflazionistico già operante da un anno, sicché il sistema di controlli sui prezzi, sulle retribuzioni e sui profitti è rimasto in vigore.

Nel luglio 1973 è stata approvata in Svezia una legge con la quale si conferiva al governo la facoltà di applicare blocchi dei prezzi e di richiedere la notifica in caso di aumenti dei medesimi; di essa si è fatto uso nel settore del legname e dei prodotti del petrolio. Nel gennaio 1974 in Danimarca è stato introdotto un blocco di due mesi sui prezzi e sui margini di profitto - consentendosi però che gli aumenti dei costi fossero trasferiti sui prezzi - prorogato poi per un limitato numero di prodotti. In febbraio il governo ha annunciato un programma antinflazionistico che prevedeva la concessione di sovvenzioni all'industria ed uno schema di risparmio obbligatorio.

A metà settembre è stato annunciato in Spagna un blocco dei prezzi per una vasta gamma di prodotti e di servizi da applicarsi fino alla fine del 1973. In dicembre è stato poi elaborato un programma antinflazionistico per il 1974 che contemplava: sorveglianza sugli aumenti dei prezzi, contenimento dei dividendi e divieto, in genere,

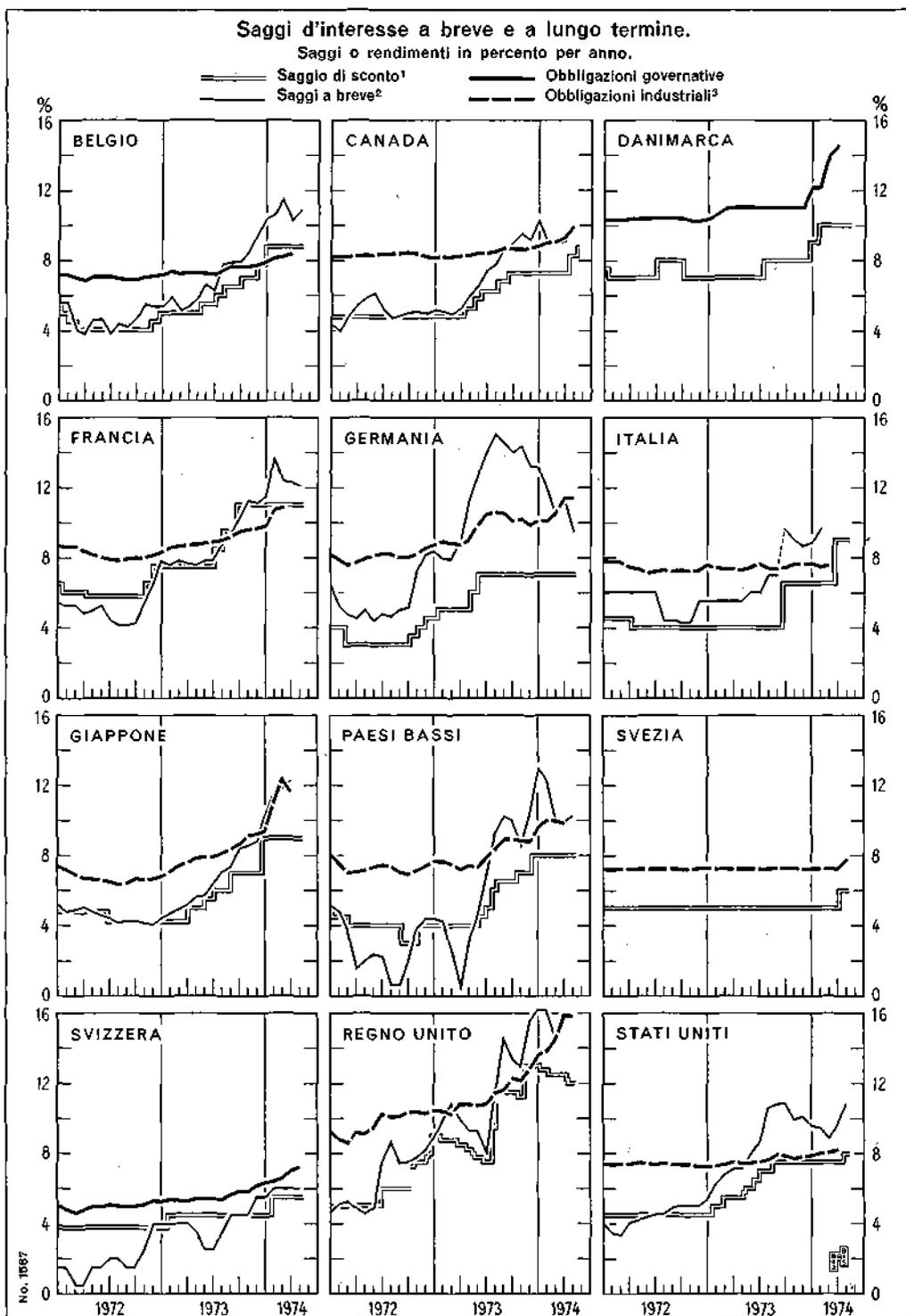
che i contratti collettivi salariali superino l'aumento del costo della vita. Anche in Irlanda e nel Lussemburgo sono stati intensificati i controlli dei prezzi durante il 1973; in Australia invece, successivamente alla istituzione, nel maggio 1973, ad opera del governo, di un tribunale per la sorveglianza dei prezzi, l'elettorato, in occasione di un referendum tenutosi in dicembre, ha negato l'attribuzione di poteri di controllo dei prezzi al governo. L'azione di contenimento dei prezzi da parte delle autorità canadesi è iniziata in settembre, quando esse, nel quadro di un programma antinflazionistico più ampio, hanno bloccato per cinque mesi i prezzi del petrolio utilizzato nel paese ed elevato i sussidi ai produttori di frumento e latte destinati al consumo interno.

In molti paesi le previsioni di breve periodo per i prezzi al consumo appaiono sfavorevoli. Considerate le lievitazioni dei prezzi delle merci a mercato mondiale e dei prezzi all'ingrosso all'interno dei singoli paesi, è probabile che una quota notevole d'inflazione debba ancora riflettersi sui prezzi al consumo. D'altra parte, la decelerazione nel ritmo di espansione della domanda, per quanto non abbia contribuito gran che a contenere l'inflazione nel periodo 1970-71, dovrebbe avere maggiori probabilità di successo all'indomani di un boom mondiale. Essa, infatti, oltre a migliorare la situazione delle scorte, potrebbe anche ridurre gradualmente la lievitazione dei prezzi delle merci a mercato mondiale e quindi rallentare gli aumenti dei prezzi all'ingrosso e al consumo.

Moneta, credito e saggi d'interesse.

La caratteristica principale degli avvenimenti monetari, durante lo scorso anno, in modo molto simile al 1969, è stata l'ascesa vertiginosa dei saggi d'interesse. Ma durante questa fase di restrizioni, contrariamente a quanto avvenne nella precedente, gli aggregati monetari hanno avuto ugualmente un rapido sviluppo anche se, in alcuni paesi, ad un saggio gradualmente in diminuzione. Sulla base dell'esperienza passata questa combinazione di alti saggi d'interesse e di rapido incremento monetario può apparire paradossale. Essa, però, riflette largamente l'effetto limitato che la politica monetaria ha potuto avere sulle forze inflazionistiche del tipo e dell'intensità di quelle che hanno prevalso nella recente ripresa. Ampi flussi di fondi internazionali, pesanti esigenze di finanziamento del settore pubblico, accentuati movimenti in ascesa dei salari, brusco aumento dei costi delle importazioni di generi alimentari e di materie prime, apparizione improvvisa di strozzature produttive e disorganizzazioni settoriali, variamente combinati nei diversi paesi, hanno limitato l'impatto potenziale delle restrizioni monetarie. A meno di rischiare una grave crisi di liquidità ed un brusco regresso dell'economia, le autorità monetarie non hanno avuto praticamente altra scelta che permettere il finanziamento di gran parte dell'aumento dei costi e dei prezzi.

Il movimento effettivo verso saggi d'interesse più elevati è iniziato nel tardo 1972 ed ha continuato durante tutto il 1973. In un primo momento esso è stato capeggiato dal Regno Unito, che nei sei mesi successivi alla fluttuazione della sterlina, iniziata nel giugno 1972, ha elevato i saggi a breve. Nel primo semestre del 1973, però, l'iniziativa è passata alla Germania e agli Stati Uniti, che per motivi interni



¹ Per il Canada, saggio ufficiale di sconto; per il Regno Unito, saggio ufficiale di sconto fino al 12 ottobre 1972 e saggio attivo minimo successivamente. ² Saggio interbancario a tre mesi, eccetto nei seguenti casi: Canada, carta finanziaria a 90 giorni; Francia, effetti privati a un mese; Italia, buoni del Tesoro a dodici mesi fino al settembre 1973 e a sei mesi successivamente; Giappone, danaro a vista; e Stati Uniti, fondi federali; ³ Per l'Italia, obbligazioni di istituti di credito industriale; per il Giappone, obbligazioni dei Telefoni e Telegrafi; per i Paesi Bassi, obbligazioni private.

hanno aumentato progressivamente il saggio ufficiale di sconto che ha raggiunto il punto più alto a partire dall'estate. A questo punto, il Regno Unito ha dato un'ulteriore brusca spinta ai saggi a breve per prestare aiuto alla sterlina ed anche i rendimenti a lungo termine hanno cominciato la loro rapida ascesa. Una misura analoga si è dimostrata necessaria in novembre, quando il saggio attivo minimo della Banca d'Inghilterra è stato portato ad un massimo del 13%. In queste condizioni l'aumento dei saggi degli altri paesi — in particolare Francia, Belgio, Paesi Bassi e Giappone — si è concentrato in genere nel secondo semestre del 1973. Benchè di solito si insistesse sulla necessità di allineare i saggi interni a quelli esterni, gli aggiustamenti sono stati effettuati, in misura sempre maggiore, tenendo anche presenti le condizioni economiche del paese.

Negli Stati Uniti e nel Canada l'ascesa dei saggi d'interesse è stata fino a poco fa limitata per lo più al settore a breve del mercato, ma in numerosi altri paesi anche i saggi a lungo hanno avuto un rapido sviluppo. Nella primavera del 1974 i rendimenti delle obbligazioni industriali in Danimarca e nel Regno Unito sono stati pari a circa il 16%, mentre in Francia, Germania, Paesi Bassi e Giappone i rendimenti delle obbligazioni del settore privato si sono aggirati intorno al 10% o più. In Belgio e Svizzera si sono avuti aumenti abbastanza moderati; in Italia e in Svezia invece i rendimenti a lungo termine si sono conservati abbastanza stabili e relativamente bassi in seguito sia a particolari caratteristiche del mercato sia alle politiche volte ad incoraggiare gli investimenti. Per un certo periodo nei primi mesi del 1974 i saggi d'interesse a breve hanno mostrato segni di alleggerimento, ma all'inizio della primavera hanno nuovamente manifestato fermezza, in particolare sotto l'influenza dell'indirizzo restrittivo assunto dalla politica monetaria negli Stati Uniti e dal sempre più diffuso ricorso a prestiti sul mercato internazionale. Da febbraio a maggio i saggi d'interesse a breve SU sono aumentati di tre punti e i rendimenti a lungo di circa mezzo punto. Alla fine di aprile il saggio ufficiale di sconto è stato portato all'8% e, alla metà di maggio, il saggio per i crediti di prim'ordine delle banche è salito all'11,5%.

All'inizio del 1973 l'espansione monetaria si dilatava ad un ritmo allarmante, continuando la già forte accelerazione registrata nel 1971 e 1972. Da allora l'azione svolta dalle autorità monetarie per contenere più efficacemente lo sviluppo degli aggregati monetari è stata coronata da un certo successo. Nella primavera 1974 il saggio di incremento dell'offerta di moneta definita in senso lato (M_2) ha subito un moderato rallentamento negli Stati Uniti e nel Regno Unito ed è diminuito notevolmente in Germania, Francia e Giappone. Ha invece avuto un'accelerazione in Italia, Paesi Bassi e Svezia, in parte connessa all'aumento della produzione e dei prezzi.

Nella maggioranza dei paesi, M_1 (offerta di moneta definita in senso stretto) ha segnato un aumento molto meno rapido di M_2 , e ciò riflette largamente il movimento di conversione di molti depositi a vista in depositi vincolati e a risparmio, cui veniva corrisposto un più alto saggio d'interesse, il che in alcuni casi sembra sia avvenuto anche a spese degli strumenti del mercato dei capitali. A gonfiare i dati di M_2 in alcuni paesi — per esempio Regno Unito, Paesi Bassi e Stati Uniti — ha contribuito anche, a volte, la presenza di saggi d'interesse tali da incoraggiare l'indebitamento bancario al fine di costituire depositi vincolati altamente remunerativi (il cosiddetto processo della "giostra"). Comunque, tutto sommato, i saggi dell'espansione monetaria sono

Offerta di moneta.

Paesi		1969	1970	1971	1972		1973		1974
		Dicembre	Dicembre	Dicembre	Giugno	Dicembre	Giugno	Dicembre	Marzo
variazioni percentuali rispetto all'anno precedente									
Stati Uniti	M ₁	3,5	6,0	6,3	5,2	8,7	8,3	5,7	6,5
	M ₂	2,5	8,4	11,2	9,1	11,1	10,0	8,6	9,3
Canada	M ₁	4,4	5,0	19,9	9,5	11,8	15,8	12,9	12,2
	M ₂	4,3	10,3	16,4	16,9	14,5	12,1	19,1	20,3
Giappone	M ₁	20,6	16,8	29,7	19,9	24,7	29,9	16,8	15,4*
	M ₂	18,5	16,9	24,3	22,8	24,7	24,7	16,8	15,1
Belgio	M ₁	2,6	8,3	11,2	14,5	14,0	12,5	7,8	9,1
	M ₂	7,7	8,2	13,1	15,7	16,1	16,6	14,4	17,3
Francia	M ₁	0,4	11,1	11,8	13,1	14,9	10,9	9,6	9,2*
	M ₂	6,3	15,2	18,2	19,2	18,6	14,2	15,1	16,2*
Germania	M ₁	6,4	8,7	11,8	14,2	14,3	5,8	2,0	- 1,1
	M ₂	10,0	10,5	14,3	13,9	16,9	18,2	14,0	9,8
Italia	M ₁	15,8	27,2	18,8	17,7	17,4	22,2	24,1	.
	M ₂	11,4	13,6	17,1	18,5	18,2	20,7	23,3	.
Paesi Bassi	M ₁	8,1	11,8	15,0	18,5	17,7	9,4	0,0	- 3,8
	M ₂	10,2	11,0	9,0	12,6	11,9	14,9	21,9	21,4
Svezia	M ₁	- 3,8	8,5	9,3	11,9	7,7	5,6	9,9	12,1
	M ₂	2,1	10,6	2,8	13,6	13,2	13,9	14,7	16,2
Svizzera	M ₁	6,9	7,3	39,5	31,3	4,2	2,7	- 1,4	- 5,5
	M ₂	18,9	8,9	26,6	21,6	2,2	3,4	3,9	+ 6,4
Regno Unito	M ₁	0,0	9,3	15,4	18,5	13,6	9,4	4,1	2,5
	M ₂	3,0	9,4	13,5	23,6	27,6	23,1	28,9	25,3

* Febbraio.

Nota: M₁ = moneta e depositi a vista.

M₂ = M₁ più quasi moneta, conforme alle definizioni nazionali varianti da paese a paese.

stati eccezionalmente alti, specie se si considera che l'incremento della produzione reale ha assunto un ritmo più lento dopo la metà del 1973.

Una delle limitazioni all'efficacia delle restrizioni monetarie negli anni recenti è stato l'enorme volume di flussi di capitali provenienti dall'estero, in gran parte connessi alle incertezze sull'andamento dei tassi di cambio. I flussi provenienti dagli Stati Uniti fra il 1971 e l'inizio del 1973 sono stati particolarmente ampi e sembra siano derivati per una gran parte dalla creazione di nuovi crediti all'interno. Nello stesso tempo, altri paesi hanno cercato in vari modi di evitare o di neutralizzare tali afflussi, riuscendovi solo parzialmente. In parecchi di essi, perciò, il rafforzamento dell'espansione monetaria all'inizio del 1973 è in gran parte dipeso da afflussi cumulativi di valuta estera rivelatisi nell'acquisizione, da parte dei vari sistemi bancari, di una posizione creditizia netta sull'estero.

Il passaggio al sistema di cambi fluttuanti nel marzo 1973 ha indebolito, ma non annullato il nesso tra flusso esterno di fondi e variazioni degli aggregati monetari. In realtà la recente esperienza dei cambi fluttuanti non ha offerto quel grado di autonomia monetaria interna, che ci si era di frequente aspettato. A volte le autorità monetarie hanno ritenuto opportuno intervenire sui propri mercati per evitare eccessive oscillazioni nei tassi di cambio. Resta però vero che nei paesi dell'Europa occi-

dentale, nel 1973, il maggiore impulso all'espansione monetaria derivante dall'incremento delle riserve valutarie ufficiali si è avuto all'inizio dell'anno, prima e subito dopo l'introduzione dei cambi fluttuanti. Da allora i paesi eccedentari hanno trovato che il sistema dei cambi fluttuanti, inserito in una struttura internazionale dei tassi già più realistica, è stato utile per moderare più efficacemente l'espansione monetaria.

Anche la situazione dei bilanci del settore pubblico ha concorso in alcuni paesi a creare eccedenze di moneta. Nel Regno Unito le esigenze di indebitamento, molto vicine allo zero nel 1970, sono andate aumentando da poco più di £ 2.000 milioni nel 1972 ad oltre £ 4.200 milioni nel 1973. Sebbene quasi la metà di questo fabbisogno sia stato soddisfatto attraverso il collocamento di titoli pubblici sul mercato, l'indebitamento in altre forme ha rappresentato circa un quarto dell'espansione del credito bancario interno. In Italia l'esigenza di indebitamento del settore pubblico, rapidamente cresciuta, è stata soddisfatta lo scorso anno quasi interamente dal sistema bancario per un volume pari a tre quinti dell'aumento del credito bancario al settore privato. Il Tesoro in Belgio, per quanto sia stato in grado di ridurre il suo fabbisogno netto di indebitamento dall'elevato livello raggiunto nel 1972, si è unito agli altri enti pubblici nell'attingere in misura considerevole al mercato monetario.

Nella maggioranza degli altri paesi, ove sono stati registrati passivi moderati nei bilanci statali, la gestione del debito pubblico è pur sempre stata orientata verso l'obiettivo di rallentare l'espansione monetaria. Negli Stati Uniti le banche sono state indotte dalle restrizioni monetarie a ridurre il loro portafoglio di titoli di stato; in Germania e nei Paesi Bassi lo stato ha contratto debiti superiori al proprio fabbisogno per assorbire liquidità. In Canada e Giappone il fabbisogno finanziario del settore pubblico — sebbene più ampio che nel 1972 — è stato soddisfatto senza un ricorso rilevante al credito bancario. In Francia il Tesoro ha registrato un moderato attivo nel bilancio ed ha migliorato la propria posizione nei confronti della banca centrale.

Nella primavera del 1974 il saggio d'incremento del credito bancario al settore privato, a seguito delle restrizioni monetarie, in molti paesi ha subito una notevole flessione rispetto alle punte raggiunte nel 1973. Le maggiori eccezioni sono rappresentate da Canada, Italia, Paesi Bassi e Svezia, ove l'espansione della produzione ha avuto un incremento o si è mantenuta su livelli sostenuti. Quasi ovunque, però, la domanda potenziale di credito è stata evidentemente ancora abbastanza forte, sospinta da esigenze di investimenti e di capitali di esercizio in un contesto di rapido aumento dei costi per materie prime e salari. Dato il saggio d'inflazione in alcuni paesi, è chiaro che la dilatazione del credito in termini reali ha implicato restrizioni sempre più severe.

Nuove tecniche di controllo monetario, o modifiche alle precedenti, sono state diffusamente applicate durante lo scorso anno, ma i risultati non sono stati sempre soddisfacenti. Negli Stati Uniti la sospensione di quello che rimaneva dei massimali previsti dalla Disposizione Q per i saggi sui depositi di grande entità a lungo termine, unitamente all'adozione di un doppio sistema di saggi d'interesse per i crediti di prim'ordine, ha caratterizzato una politica monetaria restrittiva che ha attribuito maggiore importanza al costo anziché alla disponibilità del credito. In conseguenza la migliorata abilità concorrenziale delle banche nel raccogliere depositi ha aiutato ad

evitare una "strozzatura" del credito, rendendo però alquanto più lenti gli effetti delle misure restrittive; l'edilizia per abitazione come al solito, ha sopportato l'impatto maggiore. Nel Regno Unito, in cui per il secondo anno consecutivo è stata attuata una politica monetaria soprattutto centrata sui saggi d'interesse e sulla concorrenza nel settore del credito, l'espansione di quest'ultimo ha di nuovo superato gli andamenti normali degli anni precedenti. Alla fine del 1973 è stato stabilito un nuovo sistema in base al quale le banche avrebbero dovuto effettuare depositi speciali supplementari, qualora il volume dei depositi raccolti eccedesse un determinato saggio d'incremento. E nei Paesi Bassi, in contrasto con la politica precedente basata sull'osservanza di massimali all'espansione del credito, le autorità hanno dato la loro preferenza, in tale occasione, all'applicazione di rapporti di liquidità e di controlli più severi sul credito concesso dalla banca centrale.

Massimali all'espansione del credito bancario sono stati applicati in diversi paesi tra i quali Giappone, Austria, Belgio, Francia, Italia, Norvegia e Svizzera. Sono stati sanciti obblighi di riserva applicati in modo flessibile in vari paesi, e il Belgio ha seguito la Francia nel fissare l'obbligo per le banche di costituire riserve riferite all'attivo risultante dal loro bilancio. Avvenimento di notevole importanza in Germania è stato il radicale mutamento avvenuto nell'indirizzo delle misure di restrizione monetaria concentrate prima sulla liquidità bancaria in particolare, e poi, dall'inizio del 1973, su una diretta e più severa regolamentazione del credito della banca centrale. In effetti, sembra che in diversi paesi il controllo quantitativo del credito concesso dalla banca centrale abbia assunto maggiore importanza a seguito del nuovo regime di cambi fluttuanti.

I mercati dei capitali sono stati in generale sottoposti ad una notevole pressione durante lo scorso anno, per quanto in alcuni casi i profitti più alti abbiano ridotto la necessità di ricorrere ai fondi a lungo termine. La forte preferenza per la liquidità ha caratterizzato in modo continuo un po' tutti i mercati, ed è derivata dalle preoccupazioni dell'inflazione e dall'incertezza sull'andamento dei saggi d'interesse a lungo termine. Una conseguenza di questo fenomeno, già in atto ormai da molti anni, è che una parte sempre crescente del credito globale viene incanalata attraverso le istituzioni creditizie a spese dell'attività del mercato finanziario. E' anche vero, però, che lo scorso anno il volume delle emissioni del settore privato è stato notevolmente influenzato dai modi in cui le restrizioni monetarie sono state applicate. Nei paesi in cui sono stati fissati i massimali al credito bancario, l'indebitamento sul mercato finanziario ha presentato in generale una espansione alquanto più ampia che altrove. In altre parole, i massimali hanno mostrato la tendenza a deviare parte della domanda di credito verso il mercato finanziario.

L'anno passato le autorità monetarie hanno dovuto constatare che il regime dei tassi di cambio fluttuanti, lungi dall'offrire la situazione ideale per le politiche di loro competenza, li ha posti a volte di fronte a scelte più difficili che mai. E' stato osservato che fin quando le condizioni monetarie interne sono conservate relativamente più facili che all'esterno, il tasso di cambio si indebolisce e tale tendenza si autoalimenta a causa di effetti negativi dei rapporti commerciali nel breve periodo. Perciò, in particolare per i paesi con una debole posizione sull'estero, l'ulteriore autonomia monetaria promessa dai cambi fluttuanti si è dimostrata ampiamente illusoria.

In altre parole laddove i tassi di cambio sono già a livelli corrispondenti alla realtà, le pressioni sul mercato valutario possono richiedere più tempestivi interventi che in passato. I movimenti dei saggi d'interesse nei mesi recenti sembrano aver confermato che le autorità monetarie hanno mostrato di dare un notevole peso nelle loro politiche a preoccupazioni di bilancia esterna.

Finora il generale andamento verso saggi d'interesse elevati non si è manifestato in serio contrasto con gli obiettivi di politica interna. Dopo la metà del 1973 il rallentamento della produzione, insieme all'accelerazione dell'inflazione, ha fatto presagire il sorgere di un dilemma politico già familiare, che si è prospettato in una luce ancora più sinistra a seguito dei più elevati prezzi del petrolio. Nel riconoscere che gli aggiustamenti della domanda e della produzione comportano degli sconvolgimenti nel breve termine, ma anche che le forze inflazionistiche dei costi hanno maggiore peso di quelle deflazionistiche della domanda, le autorità monetarie hanno in generale continuato a dar priorità alla lotta contro l'andamento inflazionistico. Perciò, le politiche di restrizione monetaria sono state generalmente conservate nella primavera 1974, sebbene in alcuni casi siano state adottate misure per alleggerire la forte pressione sui saggi d'interesse.

Tassi di cambio fluttuanti.

Il marzo 1973 ha visto il crollo finale del sistema monetario di Bretton Woods, senza che se ne delineasse uno nuovo a breve scadenza. Il Comitato dei venti ha continuato a lavorare sulla riforma monetaria ma, come esposto più avanti nel capitolo, il compito si è rivelato superiore alle sue forze. Una certa riforma è nata dal mercato stesso, attraverso una fluttuazione non coordinata dei tassi di cambio, che ha eliminato i problemi connessi con il mantenimento di parità non rispondenti alla realtà, ma a costo di un alto grado d'instabilità dei tassi di cambio.

All'inizio del 1973, un anno dopo il riallineamento smithsoniano delle valute, non si era ancora manifestato alcun segno di progresso nell'aggiustamento dello squilibrio pre-smithsoniano dei pagamenti internazionali. Infatti, il deficit del commercio con l'estero degli Stati Uniti e l'eccedenza commerciale della Germania e del Giappone erano aumentati nel corso del 1972. Inoltre la bilancia commerciale del Regno Unito era passata da una posizione eccedentaria ad una deficitaria ed il disavanzo della bilancia dei pagamenti dell'Italia aveva subito un consistente incremento. Non sorprende, perciò, che la fiducia nella struttura dei tassi di cambio fosse in una posizione precaria, in particolare dopo che le autorità inglesi erano state costrette a lasciar fluttuare la sterlina a seguito delle pressioni del mercato verificatesi in giugno-luglio. E' vero però che all'inizio di gennaio 1973 erano trascorsi sei mesi di relativa calma: ma era soltanto la calma che precede la tempesta.

La tempesta è scoppiata alla fine di gennaio. Il 22 di quel mese l'Italia ha introdotto per le transazioni finanziarie un mercato valutario separato con un tasso di cambio fluttuante. Il giorno successivo il franco svizzero, oggetto di forte domanda subito dopo la decisione italiana, è stato lasciato fluttuare ed ha avuto un apprezzamento immediato di diversi punti. Nella prima settimana di febbraio un nuovo vigoroso movimento di conversione di dollari SU in altre valute ha costretto i rimanenti

paesi del Gruppo dei dieci ad incrementare le riserve valutarie di \$8 miliardi, di cui \$6 miliardi sono andati alla sola Germania. I mercati valutari furono chiusi ed il 13 febbraio, in netto contrasto con quanto avvenuto nell'agosto 1971, il dollaro è stato svalutato ulteriormente del 10%. Il giorno successivo lo yen e la lira commerciale si sono uniti al gruppo delle valute fluttuanti.

La seconda svalutazione del dollaro, avvenuta nel termine di poco più di un anno, è stata l'ultima goccia che ha fatto traboccare il vaso della fiducia nei cambi fissi. Immediatamente sono sorte nuove pressioni sul dollaro e, dopo i nuovi ingenti acquisti ufficiali di dollari effettuati il 1° marzo dalle autorità tedesche, i mercati valutari sono stati chiusi nuovamente. Dopo circa tre settimane di discussioni monetarie ufficiali in diverse sedi, l'attività è stata ripresa il 19 marzo quando il dollaro ha iniziato a fluttuare contro tutte le altre principali monete. I sei paesi della CEE, le cui valute non erano ancora fluttuanti, insieme con la Norvegia e la Svezia, hanno deciso di conservare margini fissi tra le loro monete, mentre il DM e lo scellino austriaco sono stati rivalutati rispettivamente del 3 e 2,25%. Alcuni paesi europei hanno rafforzato ulteriormente i controlli sugli afflussi di fondi. Era l'inizio di una nuova epoca.

Da quel momento il corso dei cambi del dollaro nei confronti delle valute europee ha attraversato tre fasi — la prima discendente, la seconda ascendente e la terza di nuovo discendente. Nella prima fase, dalla metà di marzo all'inizio di luglio 1973, il dollaro ha segnato un forte declino a fronte di molte monete europee. Fino alla metà di maggio in ogni caso, c'è stata scarsa variazione nella struttura dei cambi emersa il 19 marzo. Le valute che partecipavano alla fluttuazione congiunta europea si erano conservate comodamente all'interno dei margini di oscillazione rispetto al dollaro, quali sarebbero stati loro consentiti dall'accordo smithsoniano, se i rispettivi paesi fossero tornati al regime dei cambi fissi; mentre il franco svizzero e lo yen avevano registrato apprezzamenti in confronto del dollaro di circa il 5% al di sopra della svalutazione di febbraio. In Giappone, invece, se non fosse stato per i cospicui interventi ufficiali, lo yen avrebbe cominciato a svalutarsi rispetto al dollaro, poichè da marzo in poi si erano invertiti gli sfasamenti nei termini di pagamento.

Il mercato si è fatto di nuovo inquieto nella terza settimana di maggio quando il dollaro, specie a seguito delle incertezze politiche negli Stati Uniti, ha iniziato a svalutarsi nei confronti della maggioranza delle monete europee, l'annuncio, alla fine di quel mese, che in aprile la bilancia commerciale degli Stati Uniti era di nuovo attiva, non è valso a frenarne la discesa; e le cose sono peggiorate alla fine del mese quando la politica monetaria tedesca è divenuta drasticamente restrittiva. Ritenendo che la fluttuazione nei confronti del dollaro avrebbe offerto possibilità abbastanza ampie di una politica monetaria indipendente, le autorità tedesche hanno elevato il saggio ufficiale di sconto ed il 30 maggio hanno annunciato che le banche, in via di principio, non avrebbero ottenuto, per il momento, nuove anticipazioni su pegni. Il marco tedesco ha cominciato a salire nel serpente europeo e ad apprezzarsi nei confronti del dollaro, trascinando con sé le altre monete del serpente ed il franco svizzero. All'inizio di giugno il marco tedesco era del 5% al di sopra della sua parità indiretta con il dollaro ed il 28 del mese il premio aveva raggiunto quasi il 14%. Dalla metà di giugno il marco tedesco è stato in cima al serpente e il 28 giugno la

Variazioni effettive dei tassi di cambio nel 1973-74 (stime).

Valuta	19 marzo- 6 luglio 1973	6 luglio 1973- 25 gennaio 1974	25 gennaio 1974- 24 maggio 1974	19 marzo 1973- 24 maggio 1974	21 dicembre 1971- 24 maggio 1974	Fluttuazione dal 19 marzo 1973 (massimo rispetto al minimo)
	variazioni percentuali					
Yen giapponese	- 4,2	- 6,1	+ 3,1	- 7,3	+ 5,7	12,2
Franco svizzero	+ 10,6	- 6,6	+ 6,4	+ 7,6	+ 21,3	11,4
Marco tedesco	+ 14,7	- 6,7	+ 5,7	+ 13,1	+ 20,7	15,1
Franco belga	+ 0,9	- 4,6	+ 5,1	+ 1,2	+ 5,9	6,2
Franco francese	+ 3,6	- 13,2	- 2,2	- 12,0	- 7,0	20,2
Fiorino olandese	+ 0,2	+ 3,0	+ 3,2	+ 6,5	+ 10,8	9,4
Corona svedese	+ 1,1	- 4,0	+ 4,6	+ 1,4	+ 2,5	5,7
Dollaro canadese	- 1,7	+ 7,0	- 0,6	+ 4,7	+ 1,7	7,3
Sterlina	- 6,3	- 0,3	+ 0,8	- 5,8	- 17,8	12,4
Lira italiana	- 14,7	+ 3,5	- 3,1	- 14,5	- 18,4	17,8
Dollaro SU	- 8,8	+ 16,7	- 8,4	- 2,5	- 9,3	16,7

- Note: 1) Si definisce variazione effettiva del tasso di cambio della moneta di un paese una variazione equivalente a quel mutamento unilaterale che si ritiene debba influire sulla bilancia commerciale del paese considerato in misura pari ai mutamenti multilaterali effettivamente intervenuti nei tassi di cambio.
 2) Le variazioni sono calcolate sui tassi centrali e medi in base all'accordo post-smithsoniano, fatta eccezione per il dollaro canadese il cui tasso di cambio è \$can. 1 = \$SU 1.
 3) Laddove è in vigore il doppio mercato, si sono applicati i tassi per le operazioni commerciali.

Bundesbank è stata obbligata a comprare \$4,5 miliardi di valute dei paesi partecipanti al serpente. Successivamente si è deliberata un'ulteriore rivalutazione del 5,5 %.

Questa decisione, come la svalutazione del dollaro in febbraio, ha portato ad un nuovo sconvolgimento dei mercati valutari. Il movimento di conversione di dollari in marchi tedeschi persisteva e il 6 luglio, una settimana più tardi, le condizioni dei mercati erano talmente disordinate da rendere difficoltosi i rapporti commerciali normali. Il marco tedesco era aumentato ancora del 9,5 % nei confronti del dollaro, portando così al 25 % la sua rivalutazione complessiva dal 19 marzo rispetto a tale valuta, mentre il franco svizzero si era apprezzato del 40 % circa dal 23 gennaio sempre nei confronti del dollaro. Su base ponderata commerciale, la svalutazione media del dollaro nei confronti delle monete dei principali paesi associati nel commercio con gli Stati Uniti ammontava al 9 % dall'inizio della fluttuazione, pur non essendo variati i tassi di cambio nei confronti dei due maggiori di essi: Canada e Giappone. Si trattava di svalutazioni quasi della stessa entità di quella smithsoniana e di quella del febbraio 1973. Come riflesso della caotica situazione valutaria, il prezzo dell'oro ha raggiunto la punta di \$127 l'oncia, che rappresenta quasi il doppio del livello di fine 1972 e un 50 % in più rispetto a marzo.

Nella loro regolare riunione mensile di luglio presso la BRI, i governatori delle banche centrali hanno resa pubblica una dichiarazione secondo la quale erano in corso accordi per interventi ufficiali destinati a ristabilire una situazione più ordinata sul mercato. Perfino sul mercato si era generalmente convinti che il ribasso del dollaro avesse raggiunto un livello molto inferiore alla zona di equilibrio. E' cominciata, allora, una forte ripresa del dollaro, sostenuta dal potenziamento della rete delle linee di credito reciproco della Riserva federale passate da \$11,7 a circa 18 miliardi. Nello stesso tempo, la Riserva federale e la Bundesbank hanno incominciato

ad intervenire sul mercato su scala limitata per un ammontare complessivo risultato alla fine del mese di quasi \$600 milioni. Solo all'incirca a fine luglio, tuttavia, quando le condizioni del mercato monetario si erano alleggerite, il nuovo andamento del mercato dei cambi ha assunto un corso stabile, cui hanno anche contribuito un certo inasprimento delle condizioni sul mercato monetario statunitense e l'annuncio di un ulteriore saldo attivo nella bilancia commerciale degli Stati Uniti per giugno.

Iniziava così la seconda fase dei tassi fluttuanti che ha corrisposto al periodo compreso tra l'inizio di luglio 1973 e la fine di gennaio 1974. Alla metà di agosto il dollaro aveva riguadagnato quasi la metà del terreno perduto tra maggio e luglio; i prelievi sulle linee di credito reciproco effettuati in luglio dalla Riserva federale erano stati rimborsati, mentre da allora il mercato si era conservato relativamente calmo fino a metà settembre. A quel punto le autorità olandesi, in parte come misura antinflazionistica, hanno rivalutato il fiorino del 5%. Gli effetti si sono fatti principalmente sentire all'interno della CEE, ove si è registrato un forte spostamento dal franco francese al marco tedesco e ai franchi belgi; poi anche all'esterno, ove la ripresa del dollaro ha subito una temporanea interruzione. Alla fine del mese, però, grazie anche al sostegno di ulteriori interventi delle banche centrali - nei quali la Banca di Francia ha impiegato oltre un terzo delle sue riserve valutarie - e grazie alle misure restrittive adottate da Francia e Belgio, la situazione è stata normalizzata senza ulteriori variazioni nei tassi di cambio CEE.

Nel periodo compreso fra la fine di settembre e gli ultimi giorni di gennaio - con l'eccezione di una breve pausa successiva allo scoppio della guerra nel Medio Oriente - la ripresa del dollaro si è accentuata. In ottobre, due fattori hanno influenzato molto favorevolmente il dollaro. Anzitutto, gli evidenti segni di una forte ripresa nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, che in settembre aveva segnato un avanzo commerciale dell'ordine di \$800 milioni, mantenutosi su livelli elevati per parecchi mesi successivi. A ciò si aggiungeva, sia pure più indirettamente, la fiducia nella posizione del dollaro rispetto alle altre valute rafforzata dalla nuova situazione per quanto riguarda il petrolio. La reazione del mercato rivelò che, nonostante l'embargo sulle vendite di petrolio deciso nei loro confronti dai paesi arabi produttori, gli Stati Uniti potevano meglio dell'Europa o del Giappone sostenere le conseguenze interne ed esterne dell'azione dei paesi appartenenti all'OPEC, data la loro minore dipendenza dalle importazioni di petrolio.

Alla fine di gennaio il cambio medio ponderato del dollaro rispetto alle monete dei principali paesi associati nel commercio con gli Stati Uniti aveva subito un apprezzamento di circa il 17% rispetto al minimo segnato in luglio, con un aumento quasi doppio rispetto alla precedente flessione. Questo andamento, oltre a compensare la contrazione del maggio-luglio 1973, ha cancellato anche in gran parte la svalutazione del febbraio 1973. In effetti, il dollaro era in linea generale ritornato vicino ai livelli segnati subito dopo gli accordi smithsoniani, per quanto non lo fosse nei confronti di ciascuno dei suoi principali associati nel commercio presi singolarmente. Fra le valute che avevano subito l'apprezzamento maggiore precedentemente al luglio 1973, il marco tedesco e il franco svizzero hanno raggiunto in gennaio dei minimi rispetto al dollaro, inferiori di oltre il 20% ai massimi toccati precedentemente. Inoltre in gennaio si consentì che lo yen - che dalla metà di marzo alla fine di ottobre 1973 era stato mantenuto al cambio di 265 yen per un dollaro - si svalutasse, passando a 300 yen per

un dollaro. Sempre in gennaio quel che rimaneva dell'area dei cambi fissi si ridusse ancora in seguito alla decisione delle autorità francesi di abbandonare il serpente europeo e di consentire la fluttuazione del franco nei confronti di tutte le altre valute. Con ciò si intendeva proteggere le riserve valutarie del paese dalle probabili pressioni che il rincaro del petrolio avrebbe provocato sulla bilancia dei pagamenti.

La terza fase nell'andamento dei cambi è iniziata alla fine di gennaio, quando il dollaro si deprezzò di nuovo, mentre la maggioranza delle valute europee si apprezzavano. Questa inversione di tendenza era dovuta a numerosi fattori. Per quanto riguarda il dollaro, a fine gennaio si cominciò a sentire che l'aumento dei cambi era stato eccessivo. A quel punto il mercato si era accorto che l'effetto dei costi supplementari per acquisti di petrolio sulla bilancia dei pagamenti americana sarebbe stato considerevole. A ciò si aggiungeva la possibilità di deflussi di capitali dagli Stati Uniti in seguito all'eliminazione dei controlli. Mentre in un primo momento entrambi questi fattori furono soprattutto psicologici, a partire da febbraio le banche americane hanno accelerato la concessione di credito all'estero e i costi supplementari per gli acquisti di petrolio hanno fatto sì che in marzo la bilancia commerciale sia diventata di nuovo passiva. Nonostante l'incremento dei saggi d'interesse interni verso la fine del trimestre, il dollaro ha continuato ad indebolirsi in aprile e maggio, avendo l'incertezza della situazione esercitato effetti negativi.

Passando a considerare le altre monete, gli effetti immediati della crisi petrolifera sono stati attutiti da un inverno relativamente mite, dall'effetto naturale del rincaro dei prezzi sulla domanda e da alcuni provvedimenti amministrativi intesi a ridurre il consumo di petrolio. Vi è stata inoltre una certa flessione del prezzo di mercato del petrolio. Infine, all'abolizione delle restrizioni all'esportazione di capitali dagli Stati Uniti ha fatto riscontro una riduzione dei controlli all'importazione di capitali in altri paesi, ivi inclusa la Germania, ove il saldo attivo commerciale, ulteriormente aumentato nei primi mesi del 1974, alimentava aspettative di una nuova rivalutazione del marco, che fu ben presto raccomandata dagli istituti tedeschi di ricerche economiche.

L'effetto combinato di questi fattori ha costituito una specie di risposta agli eventi del maggio-luglio 1973. Marco tedesco e franco svizzero si sono apprezzati di circa il 20% nei confronti del dollaro, rispetto ai loro minimi del gennaio 1974, raggiungendo quasi i massimi toccati all'inizio del luglio 1973; il dollaro si è svalutato di circa il 9% rispetto alla punta massima del gennaio nei confronti della media ponderata delle monete dei paesi suoi principali associati nel commercio. Il prezzo dell'oro che, verso fine novembre 1973, si era ridotto di circa un terzo dal suo massimo di luglio, è stato assoggettato ad una nuova ondata di acquisti speculativi all'inizio del 1974, raggiungendo il livello di \$185 per oncia in un giorno verso la fine di febbraio, prima di assestarsi a \$160-170. Sebbene il prezzo di mercato dell'oro sia connesso in parte al movimento all'ingiù del dollaro, esso si è arrestato molto più presto in quanto era collegato anche ad anticipazioni di possibili acquisti di oro in barre da parte dei paesi produttori di petrolio, nonché alla crescente sfiducia nelle monete in generale.

In breve, in un anno si sono avute tre ampie oscillazioni nel cambio del dollaro; nell'area comunitaria a cambi fissi si sono avuti due periodi di forti tensioni; il marco

tedesco ed il fiorino olandese sono stati ancora rivalutati e, dopo la decisione della Francia di far fluttuare la propria moneta nel gennaio 1974, solo la Germania, dei quattro principali paesi della CEE, continuava a far parte del serpente; il prezzo di mercato dell'oro ha fluttuato in un modo quanto mai ampio con tendenza ascendente, toccando nel maggio 1974 il livello di circa \$160. A fine maggio 1974 il cambio ponderato del dollaro rispetto ai principali paesi associati nel commercio con gli Stati Uniti si aggirava in una fascia del 2,5% rispetto al livello segnato all'inizio della fluttuazione, mentre la bilancia dei pagamenti di parte corrente degli Stati Uniti era fortemente migliorata. Invece in Germania e in Italia, paesi le cui monete avevano subito rispettivamente un apprezzamento del 13% ed un deprezzamento del 14,5% - calcolato su base ponderata commerciale - lo squilibrio di parte corrente è andato crescendo dall'inizio del 1973.

Le circostanze dello scorso anno contribuiscono indubbiamente a spiegare il movimentato andamento sui mercati dei cambi. Anzitutto, la fluttuazione generale è iniziata in presenza di forti squilibri delle bilance dei pagamenti e in una situazione di scarsa fiducia nei tassi di cambio esistenti. Inoltre, il ritmo crescente dell'inflazione influiva anch'esso negativamente sulla fiducia e sulla stabilità dei cambi. Infine, la lievitazione dei prezzi del petrolio, congiunta alle previsioni degli effetti che essa avrebbe prodotto sulle bilance dei pagamenti, forniva nuovi motivi di incertezza. Qualunque potesse essere stato l'andamento dei cambi fluttuanti in circostanze più tranquille, non vi è dubbio che successivamente al marzo 1973 il mercato non era più in grado di individuare i cambi sottostanti più vicini all'equilibrio. Di conseguenza, esso è stato spesso influenzato da motivi psicologici di breve periodo non più neutralizzati dalla costituzione di posizioni valutarie stabilizzatrici da parte delle banche e degli operatori in cambi a causa dei forti rischi connessi.

Nonostante il carattere erratico dei movimenti dei cambi, il volume del commercio internazionale ha continuato ad espandersi. Ciò è avvenuto in presenza di un mercato molto favorevole ai venditori e l'andamento non è quindi indicativo dei possibili effetti sul commercio di un regime di cambi fluttuanti in condizioni più normali. Come era prevedibile, date le variazioni relative nelle parità rispetto ai livelli pre-smithsoniani, il saldo commerciale degli Stati Uniti è migliorato e quello del Giappone è peggiorato. In Germania, invece, il saldo attivo commerciale ha raggiunto nuovi massimi, sebbene il marco avesse subito una rivalutazione complessiva molto forte.

Alcune banche centrali, in particolare quelle di paesi precedentemente soggetti a forti afflussi di capitali speculativi, sono state chiaramente avvantaggiate dalla fluttuazione dei cambi che le ha svincolate dall'obbligo di espandere l'offerta di moneta interna acquistando valuta a cambi dichiarati in anticipo al mercato. In altre parole, le autorità non costituivano più, come in passato, un bersaglio fisso per gli attacchi speculativi. Naturalmente, gli afflussi di capitali non erano solo conseguenza del fatto che i cambi fossero fissi, ma piuttosto che essi rimanevano fissati a livelli poco realistici in situazioni di squilibrio fondamentale.

Tuttavia, per vari motivi, molte banche centrali non si sono ritenute completamente svincolate dall'onere dell'intervento sul mercato dei cambi. Si è già accennato ai fondi, relativamente modesti, impiegati a tal fine dalle autorità degli Stati Uniti e

della Germania durante la caotica situazione del luglio scorso. Operazioni analoghe sono state condotte, in condizioni di maggiore calma, più tardi nell'anno e all'inizio del 1974. Digni di maggiore rilievo, tuttavia, sono i casi di alcuni paesi con i conti verso l'estero in squilibrio, che non hanno voluto accettare il deprezzamento che le pure forze di mercato avrebbero arrecato alle loro monete. Per impedire che ciò avvenisse, l'Italia, il Regno Unito e il Giappone hanno effettuato interventi per miliardi di dollari sui mercati valutari. Nel caso del Giappone, gli interventi sul mercato avevano il fine di permettere che il precedente anormale afflusso di capitali venisse invertito senza che vi fosse però una flessione nel cambio dello yen che avrebbe arrestato il processo di aggiustamento dell'avanzo con l'estero. Nel Regno Unito e in Italia invece - paesi entrambi deficitari - con gli interventi si intendeva dare al processo di aggiustamento maggior tempo per potersi compiere, evitando tuttavia un eccessivo deterioramento nelle ragioni di scambio e l'aggravarsi della spirale inflazionistica.

Sebbene l'inflazione abbia contribuito all'instabilità dei cambi, è pur vero che i cambi fluttuanti hanno concorso a loro volta ad accelerare l'inflazione. Anzitutto, per i paesi le cui monete hanno fluttuato al ribasso, i più elevati prezzi delle importazioni hanno avuto un diretto effetto inflazionistico. Inoltre, le ampie oscillazioni dei cambi hanno influenzato l'atmosfera inflazionistica da un punto di vista più generale, contribuendo a ridurre la fiducia nella moneta e creando una crescente preferenza per un'ampia gamma di beni reali. L'esperienza di questo primo anno di cambi fluttuanti mostra pertanto che, tutto sommato, essi hanno reso più complicato il problema del perseguimento e del mantenimento della stabilità monetaria.

Riforma del sistema monetario internazionale.

Il Comitato dei venti venne istituito nel luglio del 1972 dal Consiglio dei Governatori del FMI con il mandato di redigere proposte per la riforma del sistema monetario internazionale e le questioni connesse. Va ricordato che a quel tempo il sistema operava in base al regime di riallineamento valutario fissato con l'accordo smithsoniano del dicembre 1971, che si sperava potesse fornire una valida base per la formulazione delle proposte di riforma. Però, dopo che le autorità dovettero accettare, nel marzo del 1973, un sistema di cambi fluttuanti, fu chiaro che il problema della riforma presentava difficoltà assai maggiori. Nondimeno, quando nel settembre 1973, il Comitato ha ricevuto il primo progetto di riforma redatto dai suoi Supplenti, esso ha, con un certo ottimismo, fissato al luglio 1974 la scadenza ultima per il conseguimento dell'accordo sui problemi in esame. Nel gennaio 1974, tuttavia, il Comitato ha ritenuto di dover posporre questa scadenza data l'incertezza circa il futuro andamento dei pagamenti internazionali in seguito all'impennata dei prezzi del petrolio.

Il Comitato rispetterà l'impegno di completare i lavori entro l'estate, limitandosi però a presentare un abbozzo generale del nuovo sistema monetario, consistente nella revisione del progetto tracciato lo scorso anno, insieme a raccomandazioni sulle misure parziali da adottare in alcuni casi.

Sebbene la revisione degli obiettivi del Comitato, effettuata nel gennaio, sia stata provocata dalla crisi petrolifera, anche in precedenza l'andamento dei lavori non

permetteva di ritenere che l'accordo sull'elaborazione di un efficiente sistema monetario internazionale sarebbe stato raggiunto a breve scadenza. Gli aspetti principali della riforma, dibattuti da svariati punti di vista, sono stati i seguenti: un processo di aggiustamento efficace e simmetrico, che assicuri un miglior funzionamento del sistema dei tassi di cambio; una cooperazione nel contenere i flussi di fondi destabilizzatori; una convertibilità nel grado e nella forma più opportuni, con obblighi simmetrici per tutti i paesi; una migliore gestione internazionale della liquidità globale; una reciproca compatibilità fra le misure relative al processo di aggiustamento, alla convertibilità e alla liquidità globale ed infine l'avvio di un flusso di risorse reali a favore dei paesi in via di sviluppo.

Il problema fondamentale è stato costituito dalla natura della riforma del regime dei tassi di cambio. Al riguardo, il Comitato, durante una riunione a livello ministeriale tenutasi nel marzo 1973, subito dopo l'adozione di cambi fluttuanti in parecchi paesi, aveva dichiarato che "nel nuovo sistema il regime dei tassi di cambio dovrà continuare a basarsi su parità stabili, ma aggiustabili", aggiungendo che "cambi fluttuanti potranno costituire una tecnica utile in particolari situazioni". A prima vista, con ciò si intendeva un sistema di parità basato su un modello analogo a quello di Bretton Woods, ma privo delle eccessive rigidità di questo. In realtà, è stato ben presto chiaro che i vari paesi attribuivano una diversa importanza relativa alla stabilità dei cambi e alla loro aggiustabilità; e quindi, questo problema di fondo è risultato alquanto confuso.

I tre pilastri del nuovo sistema avrebbero dovuto essere: un più efficace meccanismo di aggiustamento, la convertibilità delle monete e la gestione della liquidità globale. Le discussioni del Comitato al riguardo hanno però rivelato nette divergenze di opinioni, soprattutto fra Stati Uniti e numerosi paesi europei, sul sistema migliore per raggiungere tali obiettivi; del resto, non era neppure chiaro se le principali innovazioni oggetto di proposta in questi tre settori avrebbero ricondotto ad una situazione in cui la stabilità dei cambi fosse la norma piuttosto che l'eccezione.

La proposta di maggior rilievo per rendere più efficace il processo di aggiustamento è stata avanzata dagli Stati Uniti. Questa prevedeva che le variazioni in aumento o in diminuzione del livello delle riserve ufficiali di un paese le quali superassero limiti prestabiliti venissero considerate un indicatore obiettivo di squilibrio fondamentale della rispettiva bilancia dei pagamenti, da sottoporre all'esame del FMI. Variazioni "sproporzionate" sarebbero state da considerarsi indicative della necessità obiettiva di un aggiustamento, ed il paese o i paesi in questione sarebbero stati invitati dal FMI ad adottare misure correttive. Le politiche di aggiustamento sarebbero state decise liberamente dai singoli paesi; se, tuttavia, le posizioni di squilibrio si fossero protratte troppo a lungo, il Fondo avrebbe potuto esercitare "pressioni di varia intensità" ai fini dell'aggiustamento.

Scopo principale delle proposte degli Stati Uniti era quello di assicurare un pronto aggiustamento degli squilibri in modo da evitare che il ritorno ad un regime di cambi stabili ed alla convertibilità nel nuovo sistema dovesse crollare a causa del persistente drenaggio delle riserve di un paese deficitario. Tali proposte tendevano inoltre ad assicurare la collaborazione sia dei paesi eccedentari sia di quelli deficitari nell'attuare il processo di aggiustamento, riducendo così gli eventuali ostacoli di

natura politica. C'era da chiedersi tuttavia se l'idea di un indicatore obiettivo avrebbe potuto funzionare in pratica. L'approssimarsi di un paese al punto in cui il suo livello di riserve avrebbe indicato "obiettivamente" la necessità di un aggiustamento sarebbe stato a conoscenza del mercato. Il paese in questione avrebbe quindi potuto realizzare l'aggiustamento, già scontato, nel modo caotico che è anche troppo noto dopo l'esperienza dell'ultimo periodo di funzionamento del sistema di Bretton Woods.

A parte ciò, altri importanti paesi hanno mosso obiezioni di diversa natura alla proposta. Si sosteneva che, per quanto il progetto professasse di lasciare i paesi liberi di scegliere le politiche di aggiustamento più idonee, in pratica esso rischiava di indurre a variazioni dei cambi piuttosto frequenti e spesso non necessarie. Alcuni paesi ritenevano inoltre che, data la loro più modesta dimensione e il forte accento posto dagli Stati Uniti sull'aspetto del contributo dei paesi eccedentari al processo di aggiustamento, l'onere di quest'ultimo sarebbe ricaduto su di loro piuttosto che sugli Stati Uniti. Più generalmente poi, essi ritenevano che il processo di aggiustamento non dovesse essere attivato automaticamente sulla base delle sole variazioni delle riserve, ma che ogni squilibrio, rappresentando necessariamente un caso a sè, dovesse giudicarsi anche alla luce di altre considerazioni. Si è giunti infine ad una formula di compromesso secondo la quale la necessità dell'aggiustamento sarebbe stata oggetto di "valutazione" da parte di un Comitato del Fondo che avrebbe tuttavia attribuito "importanza fondamentale" a movimenti sproporzionati nelle riserve.

Mentre gli Stati Uniti consideravano fulcro della riforma monetaria un processo di aggiustamento da rendere obbligatorio, molti paesi europei hanno posto l'accento sulla necessità di reintrodurre e mantenere la convertibilità. Secondo questi ultimi, il crollo del sistema di Bretton Woods è stato dovuto alla graduale abolizione della convertibilità del dollaro con la conseguente lievitazione della quota in dollari nelle riserve degli altri paesi. Essi pertanto hanno proposto che nel nuovo sistema i paesi siano obbligati a presentare alla conversione qualsiasi valuta estera acquistata sul mercato dalle rispettive autorità monetarie, eccezion fatta quella per i saldi di esercizio. Agli Stati Uniti e ad altri paesi a moneta di riserva sarebbe stato possibile proteggersi dalle conseguenze della conversione di "vecchie" riserve valutarie stabilendo una facilitazione sostitutiva in seno al FMI, per cui essi avrebbero potuto acquistare attività di riserva per quella parte della conversione delle loro monete che eccedesse il disavanzo registrato in un determinato periodo nei pagamenti ufficiali.

Gli Stati Uniti hanno respinto questa proposta ritenendo che qualsiasi paese che lo desiderasse dovesse restare libero di incrementare le proprie riserve in dollari. L'idea d'una convertibilità obbligatoria presentava anche l'inconveniente di introdurre nel sistema un elemento di coercizione e di rigidità che avrebbe potuto compromettere il mantenimento della stabilità dei cambi.

Il terzo elemento della riforma era costituito dalla gestione della liquidità globale. Si pensò di poterla realizzare conferendo ai DSP il ruolo di principale strumento di riserva del sistema e riducendo contemporaneamente quello dell'oro e delle monete di riserva. Analogamente alla proposta relativa alla convertibilità obbligatoria, anche l'idea che l'espansione delle riserve globali dovesse essere gestita in modo diretto era fondata sull'opinione che il crollo del sistema di Bretton Woods fosse in gran parte attribuibile alla espansione incontrollata di queste. Quest'opinione trascura però

il fatto che la espansione eccessiva delle riserve non è avvenuta da un giorno all'altro, ma è stata la naturale conseguenza di squilibri fondamentali del sistema lasciati protrarre per molti anni. Essa è quindi il sintomo piuttosto che la causa del crollo del sistema di Bretton Woods. Inoltre, si auspica la gestione delle riserve globali nel presupposto che sia possibile determinare obiettivamente la misura in cui l'incremento è necessario al sistema. In pratica però, tale è la varietà di situazioni che possono sorgere in un determinato periodo, che le stime di cui trattasi possono risultare esatte solo con una gran dose di fortuna. Perché i paesi possano difendere la struttura dei cambi quando essa venga sottoposta a pressioni, occorre che essi godano di una certa flessibilità nell'assicurare le disponibilità di riserve.

A parte le obiezioni sollevate — come detto sopra — all'idea stessa della gestione globale delle riserve, è apparso chiaro dalle discussioni che quest'idea sarebbe stata oltre tutto di difficile attuazione. Quanto all'aspetto negativo del progetto, cioè la riduzione del ruolo dell'oro e delle monete di riserva, sono emerse, in seno al Comitato, divergenze di opinioni molto accentuate. Per quanto riguarda l'oro, gli Stati Uniti ed alcuni altri paesi sono stati nettamente contrari ad un forte aumento del prezzo ufficiale, mentre numerosi importanti paesi ritenevano auspicabile un più attivo uso delle ingenti quantità di oro detenuto nelle riserve. Appunto questa convinzione ha portato nell'aprile 1974 i ministri delle finanze della CEE a favorire l'idea di transazioni ufficiali in oro a prezzi collegati a quelli di mercato. Quanto alle riserve valutarie, costituite per la maggior parte da dollari, anche se numerosi paesi ne lamentano la continua espansione, è pur vero che il dollaro rimane ancora oggi, come lo è stato durante il funzionamento del sistema di Bretton Woods, la più attiva componente delle riserve, e per le medesime ragioni di convenienza. Qualsiasi progetto che intenda ridurre drasticamente il ruolo del dollaro deve tener conto di ciò.

Anche l'aspetto positivo delle proposte per la gestione delle riserve globali, cioè quello di assicurare l'espansione delle riserve soprattutto mediante assegnazioni di DSP, presenta degli ostacoli. Questi, a parte l'obiezione di una eccessiva rigidità, cui si è già accennato, possono riassumersi nella difficoltà di conciliare un tale impiego dei diritti speciali di prelievo con la loro natura di mezzo di pagamento fiduciario. I DSP potrebbero divenire il principale strumento di riserva del sistema solo a condizione che il loro uso da parte dei paesi deficitari fosse considerato, sia dai paesi creditori, sia dal mercato, non come un qualcosa di simile ad un prelievo su una linea di credito quale è il caso dei diritti di prelievo ordinari sul Fondo, ma come uno strumento perfettamente uguale all'oro o alle riserve valutarie. Non sembra che i paesi eccedentari potranno accettare facilmente tale concetto, soprattutto in presenza di un volume di DSP in continua espansione.

A complicare le difficoltà incontrate dal Comitato nel discutere i vari aspetti della riforma, si sono aggiunte alcune idee generali che ne hanno influenzato l'impostazione stessa. Anzitutto, l'assunto che il nuovo sistema monetario dovesse essere simmetrico e non si dovesse permettere che un membro godesse di vantaggi negati ad altri. Questa convinzione, di cui la proposta di ridurre il ruolo del dollaro nel sistema costituiva il maggior esempio, a volte ha condotto a fare dell'"equità" piuttosto che della funzionalità la pietra di paragone nell'accettare una proposta. Vi era inoltre l'idea che il sistema dovesse essere basato su principi di gestione concertata. Ora,

sebbene nell'ultimo decennio non siano mancati apprezzabili esempi di cooperazione e di accordi negoziati in campo monetario internazionale, non si può tuttavia dire che l'esperienza passata offra motivi di incoraggiamento ai sostenitori di un sistema monetario interamente gestito. Si riteneva infine che il Comitato non dovesse limitarsi a considerare quali Articoli del Fondo potessero essere utilmente modificati, ma creare un sistema interamente nuovo e prevederne il funzionamento. In tal modo ci si poneva degli obiettivi più ambiziosi di quelli che avevano condotto alla creazione del FMI. A Bretton Woods infatti i negoziatori si erano limitati a fissare alcuni obiettivi fondamentali, stabilendo alcune regole di buona condotta e predisponendo linee di credito cui i paesi membri avrebbero potuto attingere in caso di bisogno. Se essi si fossero proposti di elaborare un modello completo del sistema, il mondo del dopoguerra, così come si è in effetti andato modellando, non avrebbe certamente corrisposto alle loro schematiche previsioni. Questa volta la crisi del petrolio dimostrò che il piano di riforma era insufficiente per affrontare la nuova situazione ancor prima che potesse essere approvato.

Stando così le cose, sembra che la decisione del gennaio 1974 di procedere per gradi nella riforma monetaria, anche se considerata da molti un regresso dovuto unicamente alla pressione degli eventi, si dimostrerà, in ultima analisi, utile nel difficile compito di restaurare la stabilità dei cambi.

Per quanto riguarda i primi passi del processo graduale di cui sopra, in occasione della riunione tenutasi nel gennaio 1974, il Comitato dei venti ha raggiunto l'accordo su due punti che figureranno probabilmente fra le raccomandazioni al Consiglio dei Governatori del Fondo. Il primo concerne l'istituzione di un nuovo Consiglio dei Governatori in posizione intermedia fra il Consiglio dei Governatori e quello degli Amministratori esecutivi e con struttura simile a quella del Comitato dei venti. Il nuovo comitato dovrebbe esser dotato di poteri di decisione e avere i compiti di gestire e adattare il sistema monetario e di controllare la messa in atto della riforma monetaria. Poiché la creazione di un organo siffatto inoltre richiede un emendamento degli Articoli del Fondo, è stata formulata la raccomandazione che venga istituito un Comitato ad interim avente la stessa composizione di quello proposto e funzioni consultive per le stesse materie. Questo Comitato ad interim dovrebbe esercitare un'azione di sorveglianza sia sul processo di aggiustamento sia sull'andamento della liquidità internazionale.

Il secondo punto sul quale, in seno al Comitato dei venti, si è raggiunto l'accordo lo scorso gennaio riguarda il sistema di valutazione dei DSP. Infatti, quello attuale in termini di oro, considerato il prezzo ufficiale che l'oro ha presentemente in termini delle varie monete, rende i paesi quasi altrettanto restii a disporre di DSP quanto lo siano a privarsi delle riserve auree. Per favorire l'impiego dei DSP anche nella attuale situazione di generalizzata fluttuazione dei cambi, il Comitato ritiene consigliabile basarne il calcolo del valore, per un certo periodo, su un "canestro" composto dalle principali valute. Il Fondo sta ora studiando queste proposte. Altre aree per le quali il Comitato sta esaminando la possibilità di effettuare raccomandazioni al Consiglio dei Governatori del Fondo riguardano l'elaborazione di direttive da valere per i vari paesi nell'adottare misure in materia di tassi di cambio durante periodi di fluttuazione ed il problema dei flussi di risorse reali ai paesi in via di sviluppo, con particolare riguardo, fra questi, ai paesi importatori di petrolio.

II. TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE NEI SINGOLI PAESI.

Questo capitolo descrive l'evoluzione dei problemi e delle politiche economiche nei singoli paesi: Stati Uniti, Canada, Giappone, Europa occidentale ed orientale, Sud Africa, Australia e Nuova Zelanda.

Stati Uniti. La ripresa economica, sostenuta dalle politiche fortemente espansionistiche mantenute in vigore durante gran parte del 1972, ha raggiunto lo zenit nel primo trimestre del 1973, quando il prodotto nazionale lordo in termini reali è risultato superiore dell'8% al livello di dodici mesi prima e del 13% a quello di due anni addietro. In seguito la produzione ha continuato ad aumentare fino all'autunno, ma con ritmo decrescente. Il rallentamento è dipeso in larga misura da limitazioni dal lato dell'offerta in seguito alla più intensa utilizzazione delle risorse. La disoccupazione si è contratta passando dal 5% nel primo trimestre al 4,6% in ottobre, quando sono apparsi chiari segni di carenza di mano d'opera. Inoltre, nel terzo trimestre, la percentuale di utilizzazione degli impianti nelle principali industrie di prodotti di base ha raggiunto la cifra senza precedenti del 96% ed il valore degli ordinativi di beni durevoli non soddisfatti è aumentato di un buon terzo durante l'anno.

Le pressioni sulla capacità produttiva, accentuate dal boom nei prezzi delle merci a mercato mondiale e dalla ulteriore svalutazione del dollaro, hanno spinto al rialzo il livello dei prezzi degli Stati Uniti. In tali circostanze la disciplina dei prezzi imposta con la legge sulla stabilizzazione economica non si è dimostrata molto efficace, anche se la parte delle misure stesse riguardante le retribuzioni non ha incontrato gravi ostacoli. Le direttive relative ai salari prevedevano, sia durante la Seconda Fase - dal novembre 1971 al gennaio 1973 - sia durante la Terza Fase che seguì, un aumento del 6,2% all'anno ivi compresi i benefici accessori. In effetti, in base ai nuovi contratti stipulati nel 1973, gli aumenti salariali, per il primo anno, hanno segnato una media inferiore al 6%, il che rappresenta un minimo da parecchi anni; inoltre, nei quindici mesi precedenti il marzo 1974 i guadagni orari sono aumentati ad un ritmo annuale del 6%. Nel dicembre 1973 i prezzi al consumo erano invece superiori di circa il 9% e quelli dei soli prodotti alimentari del 20% ai livelli di dodici mesi prima; nel primo trimestre del 1974 l'indice generale è aumentato con un saggio del 13% all'anno, mentre l'aumento dei prezzi all'ingrosso è stato quasi il doppio di questo.

I prezzi delle materie prime di origine agricola e quelli delle esportazioni e delle importazioni sono stati completamente esenti da forme di regolamentazione diretta; tuttavia, durante il 1973 le autorità hanno cercato in vario modo di aumentare la disponibilità non solo di generi alimentari ma anche di metalli, legname e petrolio affluenti al mercato degli Stati Uniti. I più importanti provvedimenti in tal senso sono stati l'ampliamento dei contingenti per l'importazione di generi alimentari, limitazioni provvisorie all'esportazione di alcuni prodotti agricoli ed anche del rotame di ferro, vendite di scorte ufficiali e liberalizzazione delle importazioni di petrolio.

Inoltre, sono stati gradualmente eliminati i sussidi all'agricoltura intesi a scoraggiare la produzione.

A parte queste misure, gli aumenti dei prezzi da un mese all'altro sono stati influenzati dalle diverse fasi di applicazione delle misure di controllo. Gli avvenimenti più vistosi dello scorso anno sono stati l'imposizione di massimali ai prezzi dei prodotti degli oli minerali e della carne nel marzo 1973; la richiesta alle principali industrie di notificare in anticipo, a partire da maggio, gli aumenti salariali superiori di oltre l'1,5 al livello di gennaio; un blocco di due mesi su tutti i prezzi al minuto e all'ingrosso da metà giugno a metà agosto (i settori sanitario e alimentare ne sono stati però esclusi dopo un mese), e l'introduzione poi di una Quarta Fase con la quale in genere si accentuavano le precedenti limitazioni agli aumenti dei prezzi ma si disponeva anche la contemporanea eliminazione dei controlli in particolari settori. La maggior severità delle restrizioni consisteva soprattutto nel fatto che si permettevano solo aumenti dei margini di profitto assoluti e non di quelli relativi man mano che i costi crescevano. La rimozione dei controlli ha riguardato dapprima soprattutto le industrie produttrici di materie prime - come i fertilizzanti, alcuni metalli non ferrosi e il legname - che avendo una domanda eccedentaria avrebbero potuto essere indirizzate verso l'esportazione se i prezzi del mercato interno fossero stati mantenuti bassi. Più generalmente, la fase di graduale rimozione dei controlli preannunciava l'imminente scadere dei poteri governativi in materia di disciplina dei prezzi, fissato per la fine dell'aprile 1974, data alla quale si sperava che una minore pressione della domanda si facesse sentire come effetto delle misure monetarie e fiscali restrittive.

Quanto alla politica fiscale, dal 1972 al 1973 la spesa del governo federale in beni e servizi si è ridotta del 6% in termini reali e mentre i trasferimenti per oneri sociali e simili sono fortemente aumentati, il gettito dell'imposizione è stato maggiore del previsto. Di conseguenza il bilancio federale, che nel 1971 e nel 1972 aveva registrato un disavanzo sulla base dei conti nazionali di \$22,2 e \$15,9 miliardi rispettivamente, nel secondo trimestre del 1973 era in equilibrio e in seguito ha presentato un leggero avanzo. Per il secondo anno consecutivo stati ed enti locali hanno registrato un forte avanzo - di \$10,5 miliardi, contro \$13,1 miliardi nel 1972 - poiché le più elevate erogazioni sono state compensate quasi per intero da un aumento del gettito fiscale e dei sussidi del governo federale.

Sotto il profilo della politica monetaria, l'azione di contenimento dell'espansione del credito è stata indirizzata ad elevarne il costo piuttosto che a ridurne la disponibilità. Si intendeva con ciò rallentare l'espansione della domanda senza causare una severa "stretta" creditizia come era avvenuto nel 1966 e nel 1969. L'aumento dei saggi d'interesse a breve e del ricorso al sistema della Riserva federale da parte delle sue banche membri, iniziatosi dalla primavera del 1972, ha subito una accelerazione verso la fine dell'anno. La forte richiesta di credito nel primo trimestre del 1973 va collegata non solo alla situazione di boom all'interno, ma anche alla fuga dal dollaro durante i mesi di febbraio e marzo. Il saggio di sconto della Riserva federale, rimasto invariato al 4,5% durante tutto il 1972, è stato portato al 5,5% in due fasi successive. In marzo l'indebitamento delle banche membri della Riserva federale aveva raggiunto \$1,8 miliardi, con un aumento di \$1,3 miliardi in sei mesi, mentre il saggio sui fondi federali era salito al 7%.

In aprile, la Commissione per gli interessi e i dividendi ha emanato direttive per l'istituzione di un doppio saggio di prim'ordine: uno, collegato ai saggi di mercato, avrebbe continuato come in passato ad applicarsi alle grandi società, ed un secondo, di livello inferiore, e opportunamente manovrato, avrebbe riguardato le piccole industrie e le aziende agricole. Questa decisione preannunciava un inasprimento della politica monetaria. A metà maggio il Consiglio della Riserva federale ha sospeso del tutto i massimali agli interessi previsti dalla Disposizione Q sui certificati di deposito di grande importo (quelli sui CD di questo tipo a meno di 90 giorni erano già stati aboliti nel giugno del 1970), elevando nel contempo dal 5 all'8% la riserva obbligatoria sugli aumenti delle risorse delle banche risultanti da emissioni di tali certificati e di carta commerciale di carattere bancario. Diveniva così più facile eliminare le discriminazioni nei confronti dell'indebitamento estero delle banche, per il quale si richiese la costituzione di una riserva dell'8% e non più del 20%. Analoga percentuale dell'8% è stata imposta alla carta degli istituti di

Stati Uniti: Fonti e utilizzi dei fondi del mercato creditizio.¹

Voci	1969	1970	1971	1972		1973		1974
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre	1° trimestre
saggi annuali rettificati, in miliardi di dollari								
Domanda di fondi:								
Titoli del governo SU.	3,6	12,8	25,5	12,4	22,2	17,0	2,5	6,8
Obbligazioni societarie ed estere	13,0	20,6	19,7	14,4	12,0	10,6	12,7	19,4
Titoli di stati e governi locali . . .	9,9	11,3	16,6	12,0	11,9	6,5	13,6	10,9
Ipoche	27,7	25,7	46,8	60,9	73,7	74,6	71,4	54,7
Crediti al consumo	10,4	6,0	11,2	15,8	22,5	24,7	20,4	8,2
Prestiti bancari	15,3	6,4	9,3	14,5	29,3	54,2	29,2	45,3
Altri	15,3	9,8	5,9	4,7	6,2	4,7	19,8	19,1
Totale².	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4
Forniti direttamente da:								
Governo federale	2,9	2,8	3,2	1,5	3,1	1,0	5,1	1,6
Riserva federale	4,2	5,0	8,8	4,5	— 4,1	11,8	6,7	2,5
Banche commerciali	18,2	35,1	50,6	57,2	82,4	101,3	77,8	80,8
Altre istituzioni finanziarie	36,7	39,9	60,9	73,2	87,7	83,5	60,2	68,6
Settore privato non finanziario . .	26,3	— 0,5	— 14,9	— 7,9	— 1,9	— 16,8	26,7	9,7
Settore estero	— 0,3	10,3	26,4	6,2	10,6	11,5	— 6,9	1,2
Totale	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4
Corrispondenti variazioni nelle attività finanziarie:								
Moneta (M.)	7,7	10,5	13,0	14,5	18,7	10,3	13,6	2,9
Depositi vincolati e a risparmio . .	— 2,3	56,1	81,2	68,8	82,6	98,8	60,9	93,0
Titoli del mercato creditizio	82,6	26,0	40,8	31,4	76,5	83,2	95,1	68,5
Totale	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4

¹ Non sono comprese le emissioni azionarie di imprese non finanziarie che ammontano a:

	3,4	4,9	11,7	10,5	9,5	5,7	5,8	0,7
Flussi totali netti, comprese le azioni	91,4	97,5	146,7	145,2	187,3	198,0	175,4	165,1
Totale, come percentuale del PNL	9,8	10,0	13,9	12,9	15,8	15,7	13,3	12,2

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

finanziamento, in precedenza esente da obblighi di riserva. Dal luglio le riserve obbligatorie per molti depositi a vista sono state elevate di mezzo punto.

Questi provvedimenti hanno rafforzato ulteriormente la tendenza all'aumento dei saggi d'interesse. Dopo cinque aumenti successivi, a metà agosto, il saggio ufficiale di sconto era giunto al 7,5 %, mentre i rendimenti sul mercato a breve sono cresciuti ancora di più, con un incremento di 3 punti fra marzo e agosto. Il credito tuttavia ha continuato ad espandersi rapidamente dato che le banche hanno ridotto il loro portafoglio titoli e accentuato la concorrenza per la ricerca di fondi emettendo certificati di deposito. I saggi del mercato hanno raggiunto un massimo in settembre, quando il saggio sui crediti bancari di prim'ordine è stato del 10 %, quello sui fondi federali di circa l'11 % e quello sui certificati di deposito perfino alquanto superiore. Di conseguenza, in settembre le autorità hanno elevato dall'8 all'11 % la riserva obbligatoria marginalmente applicata all'incremento dei certificati di deposito di grande importo avvenuto successivamente alla metà di maggio. Come mostra la tabella, nei dodici mesi anteriori alla metà del 1973 l'espansione totale del credito è stata insolitamente elevata, rappresentando il 15,8 % del prodotto nazionale lordo nominale, di fronte ad un aumento di appena il 9,8 % nel 1969, anno in cui si attuò una politica creditizia restrittiva.

In autunno tuttavia, gli elevati saggi prevalenti sul mercato riducevano sensibilmente l'afflusso di fondi agli istituti di credito ipotecario. Nel periodo compreso fra il terzo e il quarto trimestre, nonostante l'accresciuto sostegno da parte delle banche e delle agenzie federali, gli investimenti per l'edilizia, che per due anni si erano mantenuti su livelli elevati, si sono contratti del 12 % in termini reali. Il volume annuale delle nuove costruzioni residenziali iniziate è sceso da 2,3 milioni del primo semestre a 1,6 milioni nel periodo compreso fra ottobre 1973 e marzo 1974. Quanto alle altre componenti della domanda, la spesa pubblica complessiva per beni e servizi si è ridotta solo di poco a partire dalla seconda metà del 1973. La spesa in consumi ha continuato ad aumentare fino all'autunno, principalmente in conseguenza della maggiore spesa per servizi. La flessione negli acquisti di beni di consumo durevoli registratasi dal primo trimestre in poi, sebbene in parte attribuibile all'incapacità dell'industria di soddisfare gli ordinativi, è stata causata anche da una certa riduzione della domanda, del resto prevedibile dopo l'aumento del 30 % nei due anni precedenti. Nel quarto trimestre la crisi del petrolio ha nettamente accentuato la flessione delle vendite di automobili, e la spesa totale in beni durevoli si è ridotta del 6 %, ma l'impatto immediato di questa flessione sull'attività economica veniva attutito dall'incremento nelle scorte di automobili. Gli unici elementi della domanda finale che hanno continuato ad espandersi sono stati la spesa in investimenti fissi delle imprese e le esportazioni, stimolati i primi dalle insufficienze nella capacità produttiva e dai più elevati profitti delle società — oltre che da incentivi fiscali agli investimenti in essere dal 1971 —, le seconde dalla svalutazione del dollaro e dalla corsa all'acquisto delle materie prime.

Com'era prevedibile, negli ultimi mesi del 1973 la produzione si è ridotta e nel periodo novembre-marzo la produzione industriale ha subito una flessione del 2,7 %. Questa, essendosi manifestata per due terzi nei settori dell'industria automobilistica e dei servizi pubblici, è stata chiaramente conseguenza diretta della crisi del petrolio. La disoccupazione è aumentata dal 4,6 % in ottobre al 5,2 % nel gennaio-febbraio.

Nel primo trimestre del 1974 il prodotto nazionale lordo in termini reali, su base annuale rettificata, ha subito una netta flessione (6,3 %).

Il bilancio preventivo per l'esercizio finanziario 1974-75 presentato all'inizio di febbraio, è stato basato sul presupposto di una lieve ripresa della produzione nel secondo semestre dell'anno stimolata da investimenti delle imprese e da spese statali per beni e servizi. Si prevede un aumento del prodotto nazionale lordo rispetto al 1973 pari all'8 % in termini nominali e all'1 % in termini reali. Queste percentuali sono ben al di sotto del potenziale dell'economia di lungo periodo e implicano un andamento crescente della disoccupazione nel corso dell'anno. Tuttavia, analogamente a quanto è avvenuto nel 1973, può darsi che il dato relativo alla disoccupazione sopravvaluti il margine di forze di lavoro disponibili. L'offerta di varie materie prime rimane scarsa e, per di più, l'economia deve adattarsi alla nuova situazione creata dalla crisi energetica. Ciò può avvenire in tempi relativamente brevi in alcuni casi: nell'industria automobilistica, ad esempio, la costruzione di modelli di minor cilindrata dovrebbe facilitare una ripresa più tardi nell'anno. Ma è nel settore energetico che il traguardo appare più lontano. Il progetto "Indipendenza", lanciato nel novembre 1973, intende rendere gli Stati Uniti autosufficienti sotto il profilo dei combustibili entro il 1980. Fino a che questo traguardo non sarà avvicinato, l'approvvigionamento di fonti di energia rimarrà incerto. Un altro motivo di allarme è costituito, naturalmente, dal ritmo dell'inflazione. Nei dodici mesi precedenti il marzo 1974 i redditi reali da salario disponibili si sono contratti di circa il 4,5 %, anche in conseguenza del fatto che sono mancati aumenti della produttività durante questa fase del ciclo. Sebbene sia probabile che gli incrementi della produttività si accelerino nel prossimo futuro, lo stesso potrà avvenire per l'incremento dei salari nominali, via via che i lavoratori cercheranno di tener dietro agli aumenti dei prezzi e che si diffonderanno i sistemi di indicizzazione. In tali circostanze le autorità hanno manifestato una certa riluttanza a stimolare la domanda, cosicché il nuovo bilancio federale, nonostante i più elevati stanziamenti per beni e servizi, avrà carattere solo lievemente espansionistico. Per l'esercizio finanziario 1974-75 si prevede un disavanzo di \$9,4 miliardi, mentre quello per l'esercizio 1973-74 è stimato di \$4,7 miliardi (rispetto ad una stima precedente di \$12,7 miliardi), il che corrisponde ad un avanzo di \$8 miliardi su una base di pieno impiego.

Ugualmente cauta è stata la politica monetaria. All'inizio dell'autunno 1973, riscontrandosi una decelerazione dell'espansione del credito, le autorità decisero di abbandonare la tendenza verso una politica monetaria più rigida, ma, contrariamente alle aspettative del mercato, le misure non hanno provocato alcun alleggerimento degno di nota. Mantenendosi stabili i saggi sui fondi federali, in ottobre i saggi di mercato a breve si sono ridotti di 1,25 punti ma sono aumentati di nuovo verso la fine dell'anno. Dopo essere sceso per un breve periodo al 9,5 %, il saggio di prim'ordine è ritornato al 10 %. Poiché l'espansione del credito bancario sembrava più moderata, le autorità hanno ridotto dall'11 all'8 % le riserve marginali obbligatorie sui CD di grande importo.

Lo stesso è avvenuto nei primi quattro mesi del 1974. Indicazioni di un alleggerimento della politica monetaria hanno condotto ad una flessione iniziale dei rendimenti sul mercato e verso i primi di marzo alcune banche hanno annunciato l'applicazione

cazione di un saggio di prim'ordine di appena l'8,5%; si è avuta poi una netta inversione di tendenza e il saggio di prim'ordine ha ripreso a salire. Nel periodo gennaio-aprile 1974 i crediti delle grandi banche commerciali alle imprese, aumentati del 18% in ciascuno dei due anni precedenti, hanno continuato ad espandersi con un ritmo pressochè analogo. I saggi d'interesse a lungo termine, il cui aumento è stato molto modesto durante tutto il 1973, hanno presentato una più netta tendenza ascendente, ed i rendimenti sulle obbligazioni private di primissima categoria hanno raggiunto in aprile l'8,3%, contro il 7,7% dell'inizio dell'anno. Dopo una pausa di due anni, le emissioni da parte delle società e dei governi statali e locali hanno presentato una sensibile ripresa.

Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti e la rivalutazione del dollaro sui mercati dei cambi durante l'autunno 1973 hanno indotto le autorità ad abolire, dopo oltre un decennio, i controlli sui deflussi dei capitali SU. Alla fine di gennaio 1974 l'imposta di perequazione sugli interessi è stata ridotta a zero e sono state eliminate tutte le restrizioni sui prestiti e sugli investimenti all'estero effettuati dalle banche e dalle imprese degli Stati Uniti. Nei mesi successivi, ad una situazione di crescenti saggi d'interesse sull'euromercato si sono accompagnati un forte aumento dei prestiti all'estero delle banche SU, un indebolimento della quotazione del dollaro e una nuova ascesa dei saggi d'interesse negli Stati Uniti. In primavera, accelerandosi di nuovo l'aumento dei prezzi e la richiesta del credito alle banche, le autorità hanno ribadito l'intenzione di continuare ad attuare una politica monetaria restrittiva. In aprile il saggio ufficiale di sconto è stato elevato all'8%, mentre verso la fine di maggio il saggio per i crediti di prim'ordine è salito all'11,5%.

Canada. Nel corso del 1973, l'economia canadese si è avviata con velocità inattesa verso la piena utilizzazione della capacità produttiva e le misure delle autorità sono state improntate a obiettivi meno espansionistici. Sia la domanda esterna che quella interna sono state sostenute. I consumi personali hanno avuto un'ulteriore accelerazione e sono aumentate rapidamente le vendite di nuove automobili e di altri beni durevoli e semi-durevoli, vendite in certo modo legate agli investimenti nell'edilizia residenziale, che ha registrato per il terzo anno consecutivo un numero senza precedenti di costruzioni iniziate. Nel corso del 1973 gli investimenti industriali sono aumentati di circa il 12% in termini reali a seguito dell'incoraggiamento fiscale consistente nella possibilità di più rapidi ammortamenti. La spesa pubblica per beni e servizi ha avuto una leggera accelerazione, le esportazioni commerciali nel corso dell'anno sono cresciute dell'8% in termini di volume, mentre in valore sono salite parallelamente al boom mondiale dei prezzi delle materie prime. Cosicché neppure l'aumento più rapido del volume delle importazioni ha deteriorato la bilancia dei pagamenti.

L'occupazione totale, fonte ricorrente di preoccupazioni, ha registrato l'incremento più veloce degli ultimi venticinque anni. Il tasso di disoccupazione è sceso notevolmente ed il grado di utilizzazione degli impianti è salito ad un livello del 95%, pressochè analogo alle punte massime raggiunte in precedenza. Il livello dei prezzi al consumo è salito del 9% dalla fine del 1972 a quella del 1973, per effetto in gran parte dai prezzi dei generi alimentari. Anche gli accordi salariali hanno com-

portato un incremento medio del 9%, e manifestato la tendenza ad agganciare i futuri aumenti all'andamento dei prezzi dei beni di consumo come si evince dai contratti più importanti conclusi verso la fine dell'anno.

Canada: Fondi raccolti per grandi settori.

Settori	1969	1970	1971	1972	1973
	miliardi di dollari canadesi				
Imprese non finanziarie	4,2	3,2	5,3	4,7	6,7
Consumatori	1,3	0,7	1,4	2,2	2,6
Debitori ipotecari	1,7	1,5	2,5	4,0	6,0
Province e municipalità	2,2	2,3	2,9	3,5	3,1
Totale	9,4	7,7	12,1	14,4	18,4
Governo del Canada	0,3	2,0	3,0	1,6	— 0,1
Totale generale	9,7	9,7	15,1	16,0	18,3
<i>Percentuale del PNL</i>	<i>12,2</i>	<i>11,3</i>	<i>16,2</i>	<i>15,5</i>	<i>15,4</i>

Il bilancio preventivo dello stato per il 1973 ha rivelato una continua e, come poi si è dimostrato, eccessiva preoccupazione per il livello ancora alto di disoccupazione. Sono state ridotte le imposte sul reddito delle persone fisiche e delle società ed è stato introdotto un periodo di ammortamento di due anni per gli impianti e le attrezzature industriali. Sono state ridotte anche alcune imposte indirette ed è stata aumentata la pensione di vecchiaia. Di conseguenza, è stato previsto che la spesa del governo federale aumenterà di oltre \$can. 0,5 miliardi, pari a circa lo 0,5 % del prodotto nazionale lordo. Importante nel lungo periodo è stata la decisione di far sì che, a partire dal 1974, le classi di reddito e le esenzioni fiscali siano regolarmente adeguate in modo da tener conto degli effetti dell'inflazione sul reddito.

La politica monetaria ha manifestato molta flessibilità nell'orientarsi verso una posizione meno espansionistica. Nel periodo aprile-settembre 1973 il saggio ufficiale di sconto è aumentato, in cinque riprese, da 4,75 a 7,25 %. In aprile ci sono state trattative con le banche commerciali al fine di moderare il saggio d'incremento dei prestiti, pur evitando una loro drastica riduzione. Si è cercato di realizzare questo rallentamento del credito con il minimo impatto sulle piccole aziende mutuarie, sulle regioni con un più lento ritmo di sviluppo e sui mutui ipotecari. In concomitanza con tali provvedimenti, la liquidità delle banche commerciali è stata sottoposta a nuova pressione con restrizioni nell'offerta di fondi di cassa. In senso contrario e compensativo ha operato, però, l'interesse delle autorità perchè il dollaro canadese attirasse flussi internazionali di capitali. L'andamento dei saggi d'interesse a breve all'interno è stato, quindi, manovrato in modo tale da contenerne, ove possibile, il ritmo di aumento al di sotto dei corrispondenti saggi all'estero, in particolare negli Stati Uniti. Periodicamente ciò ha richiesto un allentamento delle misure restrittive riguardanti le riserve liquide.

In tale situazione e nel contesto di una domanda di credito molto forte, il totale delle voci attive più importanti delle banche commerciali è aumentato nel corso del

1973 del 17% rispetto al 15% dell'anno precedente. Il ritmo dei prestiti bancari alle imprese è rimasto elevato durante tutto il 1973, per quanto esso rispecchiasse in parte il nuovo orientamento delle società mutuarie, che nel secondo semestre, a seguito delle variazioni dei differenziali dei saggi d'interesse, hanno preferito ricorrere alle fonti bancarie anzichè utilizzare la carta commerciale. Il volume dei prestiti alle persone fisiche ha registrato un aumento di oltre il 20% per il terzo anno successivo, mentre quello dei crediti bancari ipotecari in essere ha avuto un incremento di oltre un terzo. Solo le disponibilità liquide delle banche — in primo luogo le obbligazioni del governo canadese — sono cresciute durante il 1973 più lentamente che nell'anno precedente, non aumentando che del 3%.

La corrispondente espansione dei depositi presso le banche commerciali, se sommata all'aumento della circolazione, ha provocato nel 1973 un gonfiamento della massa monetaria definita in senso lato del 15%, con un ritmo quasi uguale a quello del 1972. La moneta e i depositi a vista, d'altra parte, hanno avuto una decelerazione a seguito del forte aumento dei saggi d'interesse a breve. Il saggio di incremento di tale aggregato monetario — attualmente considerato dalle autorità monetarie canadesi come un valido indicatore dei risultati della politica monetaria — è stato ridotto della metà toccando l'8% annuo nel secondo semestre del 1973.

Il volume globale dei fondi raccolti dai mutuatari interni ad eccezione del governo canadese è aumentato di circa il 30% nel 1973, ed il relativo afflusso è stato particolarmente forte verso aziende non finanziarie e mutuatari ipotecari. L'ondata, in corso di sviluppo, degli investimenti industriali, incluse le scorte, ha rappresentato un forte stimolo per la domanda di fondi. La maggiore fonte di credito a tal proposito è stato il sistema bancario, in parte a seguito delle condizioni alquanto depresse del mercato azionario ed obbligazionario. Per quanto riguarda il credito ipotecario, nel corso del 1973, l'esperienza canadese è in forte contrasto con quella degli Stati Uniti. Gli istituti che raccolgono depositi principalmente a scopi di finanziamento ipotecario sono stati in grado di operare sulla base di margini di saggi d'interesse molto più ravvicinati che non quelli tradizionalmente osservati in Canada. Sono riusciti, perciò, a conservare vantaggiosamente la quota di risparmi da loro raccolta anche durante un periodo caratterizzato da saggi d'interesse in rapida ascesa. Un secondo importante fattore che ha sorretto il mercato ipotecario è stato l'incoraggiamento che la banca centrale ha rivolto alle banche commerciali in favore del credito ipotecario. La raccolta di fondi ad opera dei vari settori dell'amministrazione canadese, d'altra parte, è decresciuta durante il 1973. A livello federale, l'introito di fondi provenienti da vendite sul mercato di valute estere insieme con la flessione dei saldi di esercizio interni, ha permesso una riduzione marginale del debito in essere. Anche a livello provinciale e municipale si è fatto parzialmente ricorso alle attività finanziarie precedentemente accumulate.

L'aumento sostanziale dei saggi d'interesse nel corso del 1973 è stato il riflesso dei movimenti dei saggi all'estero, della sostenuta domanda di credito all'interno e di una politica monetaria meno espansionistica. Per quanto la politica monetaria non sia stata tale da far salire i saggi d'interesse canadesi ai livelli raggiunti negli Stati Uniti, quelli della carta a breve alla fine dell'anno erano di 5 punti più elevati che all'inizio del 1973. I saggi applicati ai prestiti concessi dalle banche commerciali ai

mutuatari su grande scala sono aumentati di 3,5 punti. Sui mercati obbligazionari a lungo termine, i saggi d'interesse hanno avuto nel corso dell'anno un incremento di circa 0,75 punti.

Nella primavera del 1974 la sostenuta domanda globale e la pressione sui prezzi sono continuate allo stesso ritmo. Gli investimenti delle imprese sono fortemente aumentati a seguito della necessità di ampliare la capacità produttiva, degli alti saggi dei profitti nel corso del 1973 e dei nuovi progetti nel campo dell'energia. L'edilizia residenziale e le vendite di nuove automobili hanno manifestato scarsi segni di rallentamento. Le esportazioni hanno continuato a reagire positivamente alla lievita-

Sistema bancario: Situazione monetaria.

Paesi	Anni	Variazioni annuali nelle principali attività					Variazioni in		
		attività			passività		credito interno	moneta e altre passività liquide ¹	PNL nominale ²
		Attività estere nette	Credito al settore pubblico	Credito al settore privato	Monete	Altre passività liquide			
miliardi di unità monetarie nazionali						percentuale			
Austria	1972	7,30	4,87	42,29	17,71	24,06	18,6	16,2	15,4
	1973	1,14	15,60	25,98	8,57	30,74	13,8	13,1	14,6
Belgio	1972	16,30	46,20	68,00	61,30	96,30	18,3	17,5	11,6
	1973	7,20	45,10	53,90	38,10	114,10	13,6	14,4	13,4
Canada	1972	0,37 ³	0,39	5,67	2,82	2,05	16,2	12,9	10,7
	1973 ⁴	0,20 ³	0,11	6,96	2,04	4,65	18,2	15,9	14,8
Danimarca	1972	1,69	2,30	9,48	7,29	4,01	16,7	16,9	13,7
	1973 ⁵	2,40	0,57	10,63	6,40	5,55	15,0	16,5	17,5
Finlandia ⁶	1972	812	— 272	3.260	981	2.561	13,8	16,0	16,0
	1973	462	— 2.468	6.148	1.151	3.014	14,9	16,2	19,6
Francia	1972	6,51	— 2,30	76,12	39,33	38,27	18,5	18,6	11,4
	1973	7,43	— 8,69	73,09	29,69	44,31	13,6	15,0	13,7
Germania	1972	8,66	10,26	78,22	17,78	40,07	15,2	12,8	9,2
	1973	26,68	10,59	54,63	3,56	32,27	9,7	7,0	11,6
Giappone	1972	1.483	736	18.323	6.833	9.809	25,2	24,7	14,4
	1973	— 3.100	— 473	16.700	5.785	8.363	17,1	16,8	24,5
Italia	1972	— 676	4.114	7.360	9.396	3.401	20,5	22,9	9,1
	1973 ⁷	— 693 ⁷	6.169	10.875	10.195	3.668	27,2	22,4	17,0
Norvegia	1972	1,03	1,95	4,49	3,12	3,62	13,0	12,8	9,0
	1973	0,08	2,08	5,21	3,45	4,62	13,0	13,6	13,1
Paesi Bassi	1972	3,71	0,17	7,10	5,26	3,93	12,9	14,8	13,8
	1973	1,78	— 1,42	13,14	— 0,06	11,30	18,4	15,8	13,6
Regno Unito ⁸	1972	— 835	1.033	5.714	1.569	4.135	25,6	27,8	10,2
	1973	— 634	2.139	6.170	646	6.540	25,1	27,4	14,0
Spagna	1972	81,88	24,56	455,03	226,05	337,26	20,6	23,3	17,7
	1973	63,20	7,78	701,12	262,76	453,86	25,2	24,1	20,5
Stati Uniti	1972	0,20 ³	13,10	61,50	18,60	39,70	13,0	11,5	9,5
	1973	1,20 ³	14,00	73,30	17,50	48,70	13,4	11,7	11,6
Svezia	1972	2,97	1,10	5,75	1,46	6,21	9,9	12,6	8,9
	1973	5,75	1,37	7,29	2,13	8,31	11,4	15,3	10,3
Svizzera	1972	2,01 ⁹	1,62	12,17	2,91	6,66	11,5	7,8	15,2
	1973	0,52 ⁹	2,57	10,68	— 0,09	7,38	9,9	5,5	12,9

¹ Da dicembre a dicembre. ² Da anno ad anno. ³ Soltanto autorità monetarie. ⁴ Dati monetari dal terzo trimestre al terzo trimestre. ⁵ Dati monetari, da novembre a novembre. ⁶ Milioni di unità monetarie nazionali. ⁷ Stima. ⁸ Soltanto la Banca nazionale.

zione dei prezzi delle merci a mercato internazionale. In tali circostanze, data l'ulteriore accelerazione dei prezzi al consumo, la politica restrittiva della domanda ha confermato la sua opportunità. Sotto la spinta dell'ascesa dei saggi all'estero e della intensa domanda di credito all'interno, la Banca del Canada ha aumentato il saggio di sconto dal 7,25 all'8,75 % in due fasi successive in aprile e maggio.

Giappone. L'espansione economica lo scorso anno è stata particolarmente veloce ed il surriscaldamento derivatone all'economia ha influito in modo eccezionale sull'inflazione e sulle importazioni. Nonostante l'incremento della produzione, fattosi molto rapido già dall'autunno 1972, la preoccupazione di ridurre l'avanzo dei conti con l'estero ha precluso un netto orientamento verso le restrizioni monetarie fino all'inizio del 1973 quando lo yen è stato lasciato fluttuare. Da allora il boom si è rafforzato e il margine di liquidità che si era creato ha ritardato l'impatto delle restrizioni creditizie. Per effetto di un rallentamento dello sviluppo della produzione dall'estate in poi, derivante da strozzature e penurie cui l'economia era sempre più soggetta, il prodotto nazionale lordo in termini reali è aumentato complessivamente dell'11 % per anno - che non costituisce certo un livello eccezionale per il Giappone. Ma con il forte aumento dei prezzi, che rispecchiava in misura crescente la maggiore propensione alla spesa, il deflatore implicito del PNL ha raggiunto il 12,1 %, contro il 5 % del 1972.

Lo scorso anno la maggiore spinta espansionistica è derivata da un aumento del 19 % degli investimenti reali privati in attrezzature, che avevano avuto un ristagno nei due anni precedenti, e dal boom persistente nell'edilizia residenziale. La spesa pubblica, che rifletteva la maggiore importanza data a provvidenze e a infrastrutture sociali, aveva guidato la ripresa nel 1972 e il bilancio previsionale per l'anno a terminare in marzo 1974 aveva previsto un ulteriore forte aumento di tali spese. Da maggio in poi sono state adottate misure per posporre alcuni investimenti pubblici, ma la spesa statale è rimasta una forza espansionistica. I consumi personali hanno avuto pure un ulteriore forte sviluppo. L'accumulazione delle scorte è stata molto intensa nei primi sei mesi dell'anno, ma successivamente ha avuto un rallentamento quando gli effetti della politica restrittiva hanno cominciato a farsi sentire.

Ai problemi del surriscaldamento dell'economia si sono aggiunti, verso la fine dell'anno, quelli derivanti dagli sviluppi della crisi petrolifera. Le importazioni di petrolio in Giappone avevano raggiunto una proporzione più elevata che in ogni altro paese industriale rispetto, sia al volume globale delle importazioni, sia al fabbisogno complessivo di energia. Inoltre, l'economia era ingranata ad un saggio molto rapido di aumento dei consumi di energia. La minaccia di penuria di petrolio ed il temporaneo razionamento dei rifornimenti di energia si sono aggiunti alle difficoltà di approvvigionamento, che avevano già colpito l'economia, e hanno provocato un'ondata di acquisti speculativi.

Caratterizzati da una forte accelerazione alla fine dell'anno, i prezzi all'ingrosso, che per molti anni avevano avuto solo incrementi irrilevanti, sono aumentati del 29 % nel 1973, mentre la lievitazione dei prezzi al consumo è stata del 19 %. Parte dell'aumento riflette i prezzi più alti delle materie prime e delle importazioni di energia, combinati alla fine dell'anno con il deprezzamento dello yen, ma la maggior

parte del rialzo sembra abbia avuto origine da tensioni eccessive nell'economia interna.

In tali circostanze, la politica monetaria è stata progressivamente improntata a restrizioni nel corso dell'anno. I limiti quantitativi all'incremento dei prestiti bancari introdotti di nuovo in gennaio con il sistema del "plafond di sconto", sono stati estesi in aprile alle banche locali ed alle casse di risparmio cooperative, principali istituzioni che effettuano prestiti alle piccole imprese, e di trimestre in trimestre sono stati progressivamente ristretti. Tale provvedimento è stato poi rafforzato da cinque successivi aumenti delle riserve obbligatorie delle banche. Come risultato i coefficienti, che variano per ogni banca a seconda della natura del passivo e del livello dei depositi, sono stati rialzati da un massimo dell'1,5 % all'inizio di gennaio 1973 ad uno del 4,25 % in gennaio 1974. Dopo aver raggiunto la punta minima verso la fine del 1972, i saggi del mercato monetario hanno iniziato una rapida ascesa incoraggiata dalla Banca del Giappone mediante l'aumento del proprio saggio di sconto di base prima

Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Settore delle società	Settore personale	Governò	Imprese pubbliche e autorità locali	Sistema bancario	Altri Istituti finanziari	Resto del mondo ¹
Avanzo o disavanzo (—) finanziario	1971	— 4.130	7.530	830	—2.230			—2.000
	1972	— 6.180	10.580	720	—3.080			—2.040
	1973	— 6.875	9.920	1.510	—4.585			30
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie²</i>								
Moneta e depositi vincolati	1971	8.220	8.185	—1.820	255	—10.755	—4.085	
	1972	7.440	13.905	—2.630	275	—12.830	—6.160	
	1973	4.440	15.665	—3.050	360	— 8.845	—8.570	
Crediti assicurativi e fiduciari	1971	375	2.590	— 475	10	5	—2.505	
	1972	665	3.160	— 610	5	10	—3.230	
	1973	445	3.440	— 790	10	95	—3.210	
Titoli (al netto)	1971	— 635	1.705	385	—1.370	— 840	815	380
	1972	— 625	1.240	—1.040	—1.525	330	2.210	210
	1973	— 780	1.660	70	—1.960	1.050	400	— 190
Prestiti	1971	—13.620	—3.825	2.490	—1.130	9.530	6.555	
	1972	—16.180	—5.375	3.010	—1.745	11.035	9.255	
	1973	—15.160	—8.670	5.090	—2.810	6.980	14.600	
Riserve ufficiali	1971							—3.775
	1972							— 915
	1973							1.645
Altri crediti esteri (al netto)	1971	— 740	20	175	5	— 760	25	1.395
	1972	10	50	190	5	800	85	—1.335
	1973	990	20	255	5	— 20	80	—1.425
Transazioni varie ²	1971	2.270	—1.145	75	—	2.820	— 805	
	1972	2.510	—2.400	1.800	— 95	655	—2.160	
	1973	3.180	—2.195	— 65	— 190	770	—3.300	

¹Un segno negativo indica un aumento dei crediti del Giappone (o una diminuzione delle sue passività) verso il resto del mondo. ² Compresi crediti al commercio e sfasamenti.

dal 4,25 al 5% in aprile, poi al 7% in tre stadi in maggio, luglio e agosto, e al 9% infine, in dicembre.

A seguito di queste misure c'è stato un marcato rallentamento nei prestiti bancari dalla primavera in poi. L'incremento per tutto l'anno è stato solo del 16,6% rispetto al 25,6% del 1972. Per effetto anche di una brusca inversione nella posizione dei conti con l'estero, il saggio di aumento su dodici mesi dell'offerta di moneta, definita in senso lato, è sceso a dicembre 1973 al 16 dal 28,5% del novembre 1972. Esso va confrontato con una crescita del PNL nominale del 25,8% nel periodo tra l'ultimo trimestre del 1972 e quello del 1973. Le maggiori restrizioni hanno causato anche un brusco aumento generale dei saggi d'interesse nel corso del 1973 ed in particolare verso la fine dell'anno. A marzo del 1974 i saggi del 12% circa per il danaro a vista superavano di 7 punti quelli di un anno prima, mentre nello stesso periodo i rendimenti delle obbligazioni erano aumentati di 4-5 punti.

L'effetto delle restrizioni creditizie si trova riflesso nella posizione finanziaria delle società. A seguito del più elevato livello degli investimenti, questo settore ha avuto un maggiore deficit finanziario lo scorso anno, ma ha ricevuto pure nuovo credito bancario in misura molto minore. Sebbene esso abbia raccolto più fondi sul mercato mobiliare, il settore ha avuto un incremento di un volume largamente inferiore nelle sue attività liquide. Le imprese pubbliche e gli enti locali hanno subito una sorte analoga, per quanto la loro posizione finanziaria sia stata agevolata da maggiori prestiti da parte del governo. Il settore personale ha avuto un più scarso saldo attivo in gran parte a causa dell'aumento delle spese per l'edilizia residenziale, ma nello stesso tempo si è andato indebitando sempre più ed ha continuato ad accumulare attività liquide. Una caratteristica interessante dello scorso anno è stato il forte aumento dei depositi e dei prestiti degli istituti creditizi non bancari in forte contrasto con quanto avvenuto nel settore bancario. Per effetto di entrate molto abbondanti, il governo centrale ha quasi raddoppiato il suo avanzo finanziario e ha potuto quindi concedere più prestiti ad altri settori e ridurre il proprio ricorso netto alle emissioni mobiliari. Tale contrazione ha più che compensato la maggiore partecipazione al mercato da parte di altri emittenti. Infine, il forte avanzo di parte corrente del Giappone nei confronti del resto del mondo nel 1972 si è trasformato in un modesto disavanzo nel 1973, quando una buona parte della diminuzione delle riserve valutarie ufficiali ha trovato contropartita in maggiori investimenti all'estero da parte delle società.

All'inizio del 1974 le autorità hanno dato netta precedenza alla lotta contro l'inflazione, ammettendo che per effetto di essa durante l'anno l'aumento della produzione possa scendere ben al di sotto del potenziale della economia. Il bilancio previsionale dello stato per l'anno che termina a marzo 1975 prevede un'accentuata decelerazione della spesa, in particolare per quanto riguarda gli investimenti, e un aumento della tassazione, specie dei profitti e dei dividendi delle società. I limiti quantitativi all'incremento dei prestiti da parte di istituti finanziari sono stati resi molto più restrittivi per il primo e secondo trimestre del 1974, mentre in febbraio è stato richiesto alle banche di ridurre drasticamente i loro prestiti al commercio all'ingrosso e al minuto e alle imprese industriali le cui scorte sembrino eccessive, nonché quelli destinati ad acquisti di terreni. Inoltre, il governo ha adottato misure

amministrative, innanzitutto per diminuire gli investimenti delle società, ma anche per limitare l'aumento dei prezzi di materie base e di beni di consumo. Alla fine di marzo il parlamento ha approvato una sovrimposta del 10% sui profitti delle società che avessero superato determinati limiti.

In primavera si sono avuti i primi segni di un allentamento delle pressioni speculative e dell'inizio di un raffreddamento dell'economia.

Regno Unito. Dopo circa due anni di espansione, nel secondo semestre del 1973 l'attività economica del Regno Unito ha attenuato il suo ritmo, avendo cominciato ad avvertire gli effetti di una limitata capacità produttiva. Durante la fase di espansione si era fatto ricorso soprattutto all'incentivo fiscale, mentre la politica monetaria aveva svolto per lo più un ruolo complementare. Le imposte erano state fortemente ridotte, elevando il fabbisogno finanziario del settore pubblico a £2,1 miliardi nel 1972 e a £4,2 miliardi nel 1973. In entrambi gli anni circa metà del disavanzo è stato finanziato mediante vendite di titoli del debito pubblico a detentori privati non bancari. Nello stesso tempo, il credito delle banche al settore privato, ad esclusione dei crediti in valuta per investimenti all'estero, è aumentato nettamente (di £5,7 miliardi nel 1972 e di £6,2 miliardi nel 1973). In una certa misura, questi aumenti erano il risultato di un processo di riciclaggio dei fondi attraverso il sistema bancario dopo l'abolizione dei controlli quantitativi del credito. L'espansione del credito interno, pari nel 1971 a £1,1 miliardi, passava, con un brusco aumento, a £6,9 miliardi nel 1972 e a £8,7 miliardi nel 1973.

Regno Unito: Espansione del credito interno.

Voci	1969	1970	1971	1972	1973
	milioni di sterline				
Fabbisogno finanziario del settore pubblico ¹	— 475	—	1.380	2.055	4.200
Vendite nette di titoli del settore pubblico al settore privato non bancario (—)	— 345	— 115	—2.105	—1.025	—2.050
Credito bancario al settore privato ²	530	1.125	1.580	5.720	6.155
Credito bancario in sterline all'estero	150	25	295	135	390
Espansione del credito interno	— 140	1.035	1.150	6.885	8.695

¹ La differenza tra il disavanzo finanziario del settore pubblico (vedasi tabella alla pagina 55) e il suo fabbisogno finanziario netto è dovuta a prestiti di varia natura, al rifinanziamento di crediti all'esportazione e, fino al 1971, ad operazioni relative a depositi per importazioni. ² Esclusi i prestiti in valute straniere per investimenti all'estero.

La ripresa economica che ne è risultata è stata indotta dalla spesa per i consumi, in special modo automobili e altri beni di consumo durevoli, e dall'edilizia residenziale. Nel corso del 1971 e del 1972 la spesa in conto capitali delle imprese e del settore pubblico è rimasta debole, se considerata in termini reali, ma nel primo semestre del 1973 l'auspicata ripresa si è avviata. La spesa del settore pubblico per consumi, rettificata stagionalmente, è aumentata moderatamente durante tutto il periodo. Anche le esportazioni di beni e servizi, dopo essersi mantenute stazionarie per diciotto mesi, hanno subito un forte incremento nella prima metà del 1973; l'aumento in termini reali durante i due anni dalla prima metà del 1971 alla prima metà

del 1973 è stato di circa il 12,5 %, pressochè uguale a quello dei consumi privati e leggermente inferiore all'aumento degli investimenti privati fissi. Le importazioni tuttavia sono aumentate di circa il 20 %, cioè con un incremento quasi doppio rispetto a quello della spesa globale finale. Di conseguenza, l'aumento del prodotto nazionale lordo reale per i due anni in esame è risultato del 9 %.

La decelerazione del secondo semestre, in parte conseguenza di fattori temporali, dato che per alcuni beni di consumo vi è stata una corsa agli acquisti nei primi mesi del 1973 in previsione dell'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto in aprile, ha rispecchiato anche le difficoltà causate dalla crisi del petrolio e dalla vertenza salariale dei minatori durante i mesi di novembre e di dicembre. Fattore fondamentale, tuttavia, è stato il rapido assorbimento della flessione nell'attività economica. La disoccupazione si è contratta mese per mese e nel dicembre 1973 è stata pari a 500.000 unità e cioè al 2,2 % rettificato stagionalmente, rispetto ad una punta di 900.000 unità nel marzo del 1972. In molti settori si avvertiva l'insufficienza di manodopera specializzata e di materie prime. Le offerte di lavoro, superiori in dicembre a 460.000, uguagliavano quasi il numero dei disoccupati ed erano pari a tre volte il totale di due anni prima. Per di più, l'aumento nell'occupazione è stato molto superiore alla flessione nella disoccupazione ufficiale, dato che un maggior numero di unità, soprattutto lavoratrici a tempo parziale, hanno incrementato le forze di lavoro. Anche rispetto all'aumento della produzione, quello dell'occupazione è stato superiore al previsto, deludendo precedenti speranze di un progresso nella produttività globale. La nuova occupazione ha interessato quasi per intero i servizi, rispecchiando il ruolo dominante svolto dalla domanda per i consumi nella fase ascendente.

L'espansione della domanda interna, unita alla progressiva contrazione dal lato dell'offerta, ha fortemente attratto le importazioni ed impedito che migliorasse l'andamento delle esportazioni. A ciò si è aggiunto un deterioramento del 20 % delle ragioni di scambio del paese nel periodo compreso fra metà 1972 e dicembre 1973, deterioramento soprattutto dovuto all'impennata dei prezzi delle merci a mercato mondiale ma anche ad una svalutazione di fatto del 13 % della sterlina durante lo stesso periodo. In vista del sensibile peggioramento delle ragioni di scambio, ci si sarebbe dovuti aspettare un mutamento più favorevole nei volumi delle merci scambiate, pur considerati gli sfasamenti temporali. Per accelerare il periodo di aggiustamento, si è fatto ricorso a misure speciali in modo da evitare che la sterlina si deprezzasse; fra queste, l'introduzione di facilitazioni di copertura sui rischi di cambio per i debiti accesi all'estero da parte di enti pubblici e il rinnovo degli accordi relativi alla garanzia in sterline; venivano inoltre rese meno severe le norme concernenti l'indebitamento privato in valute estere destinato all'utilizzo all'interno del paese.

Inoltre, la politica monetaria tendeva a mantenere competitivo il livello dei saggi d'interesse rispetto a quello degli altri paesi. Poichè la flessione nei rendimenti a breve durante la primavera del 1973 — in presenza di un andamento opposto all'estero — aveva provocato un netto calo nel cambio della sterlina all'inizio dell'estate, a metà luglio la Banca d'Inghilterra ha annunciato un aumento del coefficiente per i depositi speciali dal 3 al 4 %, assorbendo liquidità per circa £ 260 milioni. Venivano contemporaneamente modificate le norme relative al portafoglio delle case di sconto, abolendosi l'onere loro imposto di detenere per lo meno il 50 % del loro attivo nella

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

Voci	Anni	Settore pubblico	Settore estero ¹	Privati	Società industriali e commerciali	Banche	Altri istituti finanziari
Risparmio più trasferimenti netti di capitali	1971	4.339		2.822	4.008		449
	1972	3.093		3.479	4.949		535
	1973	2.775		4.664	6.580		1.134
Formazione di capitali lordi interni (—)	1971	— 4.588		— 2.030	— 4.036		— 524
	1972	— 4.674		— 2.731	— 4.198		— 592
	1973	— 5.732		— 3.195	— 7.208		— 943
Avanzo o disavanzo (—) finanziario	1971	— 249	— 1.067 ²	792	— 28		— 75
	1972	— 1.581	— 69 ²	748	751		— 57
	1973	— 2.957	1.527 ²	1.469	— 628		191
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie³</i>							
Prestiti bancari	1971	442	— 2.228	— 576	— 730	3.511	— 419
	1972	— 589	— 7.489	— 1.927	— 2.988	14.025	— 1.032
	1973	— 1.782	— 12.595	— 1.027	— 4.302	20.543	— 837
Biglietti e monete e depositi bancari	1971	— 204	3.359	1.153	993	— 5.482	181
	1972	— 498	7.462	2.013	2.288	— 12.183	918
	1973	— 444	13.877	3.519	2.607	— 20.564	1.025
Totale flusso monetario	1971	3.228	— 3.228				
	1972	— 1.265	1.265				
	1973	210	— 210				
Prestiti e investimenti all'estero	1971	319	77		— 360		— 36
	1972	486	— 570		87		— 3
	1973	351	— 285		— 102		36
Debito negoziabile del governo	1971	— 3.703	472	470	— 1	1.383	1.379
	1972	981	327	5	— 20	— 1.713	420
	1973	— 1.234	— 267	820	— 9	7	683
Debito non negoziabile del governo	1971	— 171	— 28	395	— 184	— 16	4
	1972	— 362	—	467	— 76	— 21	— 8
	1973	68	—	48	— 67	— 41	— 8
Indebitamento delle autorità locali	1971	— 654	83	— 232	25	772	6
	1972	— 423	149	— 82	125	31	200
	1973	— 1.214	308	329	164	21	392
Crediti verso altri istituti finanziari ⁴	1971		54	4.189	47		— 4.290
	1972		— 111	4.840	45		— 4.774
	1973		51	4.955	75		— 5.081
Azioni e titoli ⁵	1971	79	74	— 1.223	6	155	909
	1972	12	— 525	— 855	— 132	115	1.385
	1973	8	175	— 1.287	475	295	334
Altri prestiti interni ⁶	1971	260		— 2.039	— 184	89	1.874
	1972	143		— 2.941	— 18	350	2.466
	1973	953		— 2.854	— 921	297	2.525
Transazioni non identificate	1971	155	298	— 1.345	360		— 95
	1972	— 66	— 577	— 772	1.440		— 233
	1973	127	473	— 3.034	1.452		— 584

¹ Una cifra negativa indica un aumento dei crediti RU (o una riduzione nelle passività RU) verso il settore estero.
² Saldo del conto merci e servizi, più (nel 1973) i pagamenti per trasferimenti in conto capitale in base agli accordi sulla sterlina.
³ Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività.
⁴ Afflusso netto alle compagnie di assicurazione sulla vita ed agli enti pensionistici e depositi presso altri istituti finanziari.
⁵ Comprende le transazioni su parti di fondi d'investimento.
⁶ Soprattutto prestiti per l'acquisto di abitazioni.
 Fonte: Banca d'Inghilterra.

forma di titoli del debito pubblico a breve e medio termine; si vietava però di superare un rapporto massimo fra titoli diversi da quelli del debito pubblico e capitale. Di conseguenza, i saggi d'interesse sono aumentati sensibilmente e il saggio attivo minimo della Banca d'Inghilterra è stato elevato in due fasi successive, passando dal 7,5 all'11,5 %.

L'alto livello dei saggi prevalenti sul mercato ha avuto effetti indesiderati all'interno del paese. In settembre il saggio sui crediti ipotecari concessi ai nuovi mutuatari è stato portato all'11 % (dopo essere già passato dall'8,5 al 10 % nei mesi precedenti), nonostante le autorità avessero cercato di proteggere le società immobiliari limitando al 9,5 % l'interesse sui depositi bancari inferiori a £ 10.000. Le banche inoltre sono state invitate a limitare il credito destinato al consumo, allo sviluppo della proprietà immobiliare e alle transazioni finanziarie, in modo da assicurare disponibilità di credito per le esportazioni e gli investimenti industriali. E' stata anche sottolineata come non desiderabile la pratica di consentire ai clienti di usare scoperti di conto corrente per effettuare investimenti in strumenti del mercato monetario dai rendimenti più elevati.

In autunno, accentuandosi le tensioni dei fattori produttivi e le pressioni sui costi, il deficit commerciale è peggiorato e il saggio dell'inflazione dei prezzi ha raggiunto il 10 %. E' stato quindi impossibile differire ancora le misure restrittive. A metà novembre il saggio attivo minimo della Banca d'Inghilterra è stato portato dall'11,25 al 13 % e si è richiesto alle banche di costituire depositi speciali per un ulteriore 2 %. Un mese più tardi, quando l'industria ebbe ad adottare temporaneamente la settimana lavorativa di tre giorni, in seguito alla vertenza dei minatori e ad una crisi energetica di ampiezza nazionale, furono ripristinate le restrizioni sulle vendite a rate e su forme di credito analoghe. Si introdusse anche una forma di depositi speciali, collegata all'incremento futuro delle passività fruttifere delle banche, con la quale si intendeva limitare l'espansione dell'offerta di moneta, in senso ampio, invitando fra l'altro le banche a contenere le operazioni di arbitraggio sul mercato monetario cui si è fatto riferimento sopra. Obiettivo iniziale era quello di mantenere per sei mesi l'aumento di queste passività - calcolato sulla media del quarto trimestre - entro l'8 %. Dal luglio 1974 la banca o la società finanziaria che superi questo limite dovrà costituire depositi speciali su base fortemente progressiva (fino al 50 % nel caso in cui l'eccedenza sia superiore al 3 %). In vista di queste nuove disposizioni è stata ridotta alla metà la precedente richiesta di costituire depositi speciali addizionali per un ulteriore 2 %.

Quanto alla politica fiscale, per l'esercizio finanziario 1974-75 è stata annunciata una riduzione della spesa pubblica di £ 1.200 milioni (circa il 2 % del prodotto nazionale lordo) risultante da una flessione del 20 % della spesa in conto capitale (eccezione fatta per l'industria energetica e l'edilizia pubblica per abitazioni) e da una contrazione del 10 % nella spesa corrente, esclusi però i costi relativi al personale. E' stata introdotta un'addizionale alla sovrimposta relativa all'esercizio 1972-73 e gli aumenti di valore derivanti da terreni o da edifici sono stati assoggettati all'imposta sul reddito o alla piena applicazione dell'imposta sulle società.

Nell'industria la settimana lavorativa ridotta è durata fino all'inizio di marzo, causando nel primo trimestre una contrazione del prodotto nazionale lordo reale

del 3,5% rispetto al livello del quarto trimestre 1973. La spesa si è ridotta di una percentuale minore in quanto gli accordi di garanzia dei salari ed i sussidi di disoccupazione hanno contribuito a sostenere il livello dei redditi personali. Le scorte devono quindi essersi contratte sensibilmente, ma l'ulteriore deterioramento della bilancia commerciale è stato interamente causato dal più elevato prezzo del petrolio.

Eccezion fatta per il caso dei minatori, la Terza Fase della politica dei prezzi e dei redditi, iniziata in novembre dal governo conservatore, è stata largamente approvata. Mentre la Seconda Fase introdotta nell'aprile 1973 aveva limitato all'8% su base annua gli aumenti salariali, la Terza consentiva aumenti di circa il 10%, ivi inclusi i premi di rendimento e i compensi per lavoro prestato in "orari socialmente negativi". Era prevista anche una clausola-limite che consentiva aumenti addizionali fino ad un massimo di 40p alla settimana (corrispondenti a circa l'1% al lordo d'imposta) nel caso in cui l'indice dei prezzi al minuto fosse aumentato del 7% nei dodici mesi decorrenti dall'ottobre 1973, più altri 40p per ogni aumento di un punto oltre questo limite. Tale clausola ha forse sottovalutato l'effetto ritardato della svalutazione della sterlina sui costi dell'industria e certamente non ha tenuto conto della continua ascesa dei prezzi delle materie prime o, soprattutto, del balzo dei prezzi del petrolio. In base alle nuove norme, prima delle elezioni generali della fine di febbraio 1974 sono stati stipulati accordi salariali riguardanti circa un terzo delle forze di lavoro (7-8 milioni di unità).

Nel bilancio di marzo, successivamente alle elezioni, il nuovo Cancelliere laburista ha deciso, data l'incertezza della situazione, di lasciare pressochè inalterata la linea di politica economica precedentemente seguita, accennando alla possibilità di presentare un altro bilancio, più tardi nel corso dell'anno. Sono stati previsti aumenti nella imposizione diretta ed indiretta tali da dare un gettito addizionale di £ 1.380 milioni l'anno. Sono stati inoltre sensibilmente elevati i contributi previdenziali, in particolare quelli versati dai datori di lavoro. A ciò si è aggiunto l'annuncio di forti aumenti nei prezzi praticati dalle industrie nazionalizzate (nei settori dell'elettricità, carbone, ferrovie e servizi postali) in modo da ridurre le sovvenzioni del Tesoro a loro favore a £ 500 milioni durante l'esercizio finanziario 1974-75, invece di £ 1.400 milioni che avrebbero altrimenti potuto raggiungere. Anche i prezzi dell'acciaio sono stati aumentati del 25%. Per converso, si sarebbero avute spese supplementari di £ 1.240 milioni all'anno per l'aumento delle pensioni, di £ 500 milioni per ulteriori sussidi ai prodotti alimentari e di £ 200 milioni per maggiori stanziamenti per l'edilizia abitativa. Nel complesso, si prevedeva un fabbisogno finanziario totale del settore pubblico per l'esercizio 1974-75 pari a £ 2.733 milioni, con una riduzione di circa £ 1.500 milioni rispetto al consuntivo del 1973-74. Queste stime previsionali erano influenzate dalla posizione della bilancia dei pagamenti e dal desiderio di ridurre l'indebitamento governativo. Veniva inoltre previsto - facendo grande affidamento sulle scorte - un aumento del 2,5% del prodotto nazionale lordo in termini reali nel periodo dalla seconda metà del 1973 alla seconda metà del 1974, il che implicava una minore pressione sulle risorse. Per finanziare in parte il disavanzo nei conti con l'estero, il governo è ricorso al mercato delle eurovalute contraendovi un prestito decennale per \$ 2,5 miliardi.

Quanto alla spirale prezzi-salari, la vertenza dei minatori è stata risolta al di fuori delle norme della Terza Fase, con concessioni salariali di circa il 30%. Intenzione

del governo laburista era quella di sostituire a tempo debito le attuali norme con un sistema di limitazioni salariali volontarie come parte di un "contratto sociale" con i sindacati. In questo contesto il bilancio, oltre ad elevare le pensioni ed i sussidi ai prodotti alimentari, ha indirizzato gli aumenti dell'imposta sul reddito verso le classi di redditi più alte, abolendo molte scappatoie fiscali e annunciando la futura introduzione di un'imposta sulle donazioni, avendo inoltre in programma un'imposta sul patrimonio delle persone fisiche. Già prima del bilancio gli affitti delle abitazioni erano stati bloccati per tutto il 1974. Erano previste inoltre l'abolizione della Legge sulle Relazioni Industriali del precedente governo e il rafforzamento dei diritti legali dei sindacati. Nel frattempo, è stato deciso che la clausola limite rimarrà in vigore fino all'autunno; essa è stata applicata per la prima volta in maggio, quando i prezzi al minuto sono aumentati di oltre il limite del 7% superando del 9,8% il livello dell'ottobre 1973.

La lievitazione dei costi dell'industria, congiunta al perdurare di severi controlli sull'aumento dei prezzi interni, ha reso pessimistiche le prospettive delle imprese circa i profitti e la loro situazione di liquidità e fatto ritenere probabile una riduzione dei programmi d'investimento. Tuttavia, perlomeno nel 1973, i profitti sono aumentati molto più velocemente del prodotto nazionale lordo a prezzi correnti. I mercati finanziari interni hanno reagito negativamente al bilancio, soprattutto ai più elevati contributi previdenziali e alla prospettiva di un aumento di oltre £420 milioni nel carico delle imposte societarie per l'anno finanziario 1974-75, che rispecchiava in gran parte un'anticipazione delle date di scadenze fiscali. Anche il settore personale è stato colpito dall'aumento dell'imposta sul reddito che ha ridotto il rendimento netto dei titoli a reddito fisso, nonché dall'abolizione degli sgravi fiscali relativi al pagamento di interessi su prestiti personali che non fossero destinati all'acquisto di abitazioni, il che ha reso molto più caro il costo del credito. In marzo il rendimento dei titoli di stato a lungo termine, aumentato dal 9,6% nel febbraio 1973 al 13,5% un anno più tardi, è balzato quasi al 15%. Il mercato azionario ha subito una volta tanto una brusca flessione — del 50% rispetto alla sua punta massima prima registrata — ritornando al livello di sei anni addietro, per poi iniziare la ripresa.

I depositi speciali delle banche, i cui coefficienti erano già stati ridotti dal 5 al 4,5% all'inizio di febbraio per neutralizzare gli effetti di un avanzo stagionale del Tesoro insolitamente elevato, sono stati ulteriormente portati al 3% in tre fasi successive in aprile, in modo da rassicurare i mercati e favorire una certa diminuzione dei saggi d'interesse, il cui livello è risultato elevato sia dal punto di vista internazionale sia da quello interno. Si è avuta quindi una flessione dei saggi a breve che ha permesso alla Banca d'Inghilterra di ridurre gradualmente il proprio saggio attivo minimo all'11,75%. Inoltre, al fine di prevenire un ulteriore aumento nei saggi sui prestiti ipotecari, il governo ha offerto alle società di credito edilizio un prestito speciale di £500 milioni. Durante i primi tre mesi del 1974 l'offerta di moneta nella sua definizione più ampia è aumentata ad un ritmo annuale rettificato del 16%, rispetto ad un aumento di circa il 29% nel 1973.

Germania. Nei diciotto mesi decorsi fino a tutto marzo 1974 le esportazioni di merci tedesche sono aumentate di oltre il 30% in volume e del 50% in valore. Le commesse per esportazioni sono cresciute anche più velocemente, contribuendo ad

ingrossare la consistenza di ordinazioni inevase. Mentre questo forte incremento inizialmente rifletteva il movimento di fondo della domanda mondiale, esso è da attribuire successivamente non solo alle carenze dell'offerta e alle conseguenze di scioperi verificatesi in alcuni altri paesi industriali, ma anche al successo della politica antinflazionistica del paese. Quindi, una maggior quota di capacità produttiva si è resa libera per esportazioni, rafforzando la possibilità dell'industria di competere in termini di consegne e contribuendo a farle superare l'impatto delle ripetute rivalutazioni del marco tedesco. Anche le previsioni di modificazioni dei tassi di cambio hanno talvolta stimolato gli acquirenti esteri.

La fase iniziale del boom delle esportazioni è stata seguita da un'accelerazione, sia pure di breve durata, degli investimenti in impianti e macchinari e poichè anche altre componenti della domanda, principalmente l'edilizia residenziale, si sono sviluppate, il prodotto nazionale lordo reale è cresciuto dal terzo trimestre del 1972 al primo del 1973 ad un saggio annuo del 12%. La penuria sul mercato del lavoro è ulteriormente aumentata ed i salari hanno mostrato segni di accelerazione. Di conseguenza, durante l'inverno del 1972-73, la politica creditizia si è indirizzata in senso restrittivo mediante incrementi nel saggio ufficiale di sconto e riduzione dei contingenti di risconto, rafforzata dai controlli sulle importazioni di capitali introdotti nel passato. Inoltre, il bilancio per il 1973 presentato in febbraio ha previsto numerose misure restrittive, ivi inclusa un'addizionale temporanea all'imposta sul reddito, una riduzione degli incentivi agli investimenti, un aumento della tassa sugli oli minerali ed un prestito governativo di stabilizzazione.

A seguito degli sconvolgimenti valutari di febbraio-marzo, la politica monetaria ha assunto un nuovo orientamento. In primo luogo, la decisione di rivalutare il marco tedesco di un altro 3% e di autorizzare la fluttuazione di concerto con le altre valute europee ha rafforzato grandemente le difese contro le importazioni di capitali; in secondo luogo, le misure volte ad assorbire liquidità hanno, alla fine di marzo, ridotto a proporzioni trascurabili le riserve libere del sistema bancario. Negli anni recenti la crescente efficienza del mercato monetario interno ed internazionale ha mostrato che le banche non avevano più bisogno di tali riserve per fini operativi, le quali hanno perciò cessato di funzionare come fulcro del controllo monetario. In conseguenza, le autorità si sono adoperate per accelerarne l'eliminazione e dalla primavera del 1973 il controllo dell'offerta di moneta da parte della banca centrale è divenuto il punto focale immediato della politica economica.

Nei mesi successivi sono state intensificate le misure restrittive. Tra maggio e giugno la Bundesbank in due riprese ha portato il saggio di sconto al 7% ed ha sospeso, fino a nuova disposizione, la concessione di anticipazioni garantite alle banche. Inoltre, il governo ha annunciato un forte giro di vite nella politica fiscale che, combinato con le misure di febbraio, avrebbe dovuto avere come effetto principale quello di ridurre la domanda interna di DM 15 miliardi e cioè circa l'1,5% del prodotto nazionale lordo nei dodici mesi fino a metà del 1974. Quanto alla tassazione, l'addizionale del 10% sull'imposta delle società e su quella sul reddito per le categorie più elevate di contribuenti, è stata estesa alle categorie medie di reddito; l'esenzione fiscale per ammortamenti accelerati, già abolita per i fabbricati, è stata revocata temporaneamente anche per gli investimenti in impianti ed attrezzature; sono stati sospesi i bene-

fici fiscali per la costruzione di nuove abitazioni destinate ad essere occupate dai proprietari; ed è stata introdotta (per un massimo di due anni) un'imposta non inferiore all'11% su tutti gli investimenti fissi nelle aziende. Per quanto riguarda le erogazioni del governo federale, alcune spese in conto capitale sono state differite di un anno e tutte quelle non obbligatorie ridotte del 5%, mentre i governi dei Länder sono stati invitati ad adottare il medesimo comportamento. Inoltre, per agevolare la restrizione creditizia, la parte delle entrate fiscali eccedenti le previsioni è stata destinata a ridurre il fabbisogno di prestiti del settore pubblico fino ad un ammontare pari a DM 5,5 miliardi, mentre la restante parte è stata sterilizzata presso la Bundesbank insieme a consistenti riserve liquide del fondo per assicurazioni sociali e al ricavato delle successive tranches del prestito di stabilizzazione del governo annunciato in febbraio.

Queste iniziative hanno provocato un forte aumento dei saggi d'interesse a lungo e a breve termine: il rendimento sulle obbligazioni di stato è salito dall'8,5% in marzo al 10% a metà anno. In tali circostanze, gli afflussi di capitali sono nuovamente aumentati ed in giugno le restrizioni valutarie sono state rese più severe. Cionondimeno, mentre le esportazioni continuavano a svilupparsi rapidamente ed i flussi speculativi di capitali ad affluire, le autorità alla fine di giugno hanno di nuovo rivalutato il marco tedesco, questa volta del 5,5%. Dopo questa variazione, i movimenti di capitali verso l'interno hanno costituito oggetto di preoccupazioni ancora durante molti mesi, richiedendo l'adozione di nuove misure valutarie.

Nel secondo semestre, la politica monetaria si è proposta di mantenere il grado di restrizioni già raggiunto. Dato che le banche operavano praticamente sulla base di un'assenza completa di riserve libere, le autorità hanno ritenuto utile usare saltuariamente nuove tecniche di intervento per superare carenze transitorie di liquidità ed eccessi sul mercato monetario. La Bundesbank, continuando una prassi iniziata in aprile, è intervenuta nei momenti di più acuta penuria accettando effetti dalle banche con scadenza a dieci giorni e ciò al di fuori dei contingenti di sconto, ad un saggio d'interesse variante dall'11 al 16%. Altre volte, è stata assorbita liquidità eccessiva sul mercato offrendo alle banche buoni del Tesoro a 5 e a 10 giorni. In ottobre il massimale per le quote di sconto (precedentemente fissato al 60%) è stato ridotto al 45% per le grandi banche ed al 55% per quelle di media dimensione; i coefficienti minimi di riserva sulle passività a vista e vincolate verso l'interno sono aumentati del 3% dal livello di settembre 1973. Dalla fine di novembre è stato possibile ottenere speciali anticipazioni su titoli con scadenza giornaliera.

Le misure restrittive hanno avuto un impatto rilevante sia sui flussi di credito che sul ritmo dell'economia. L'espansione del credito bancario interno ai clienti diversi dalle banche (ivi incluso il settore pubblico), che nei due anni precedenti il marzo 1973 era avvenuta ad un ritmo annuale superiore al 14,5%, ha avuto un rallentamento nei dodici mesi successivi arrestandosi all'8,3%. Durante lo stesso periodo l'offerta di moneta si era rallentata, ma la quantità di moneta e quasi moneta non è diminuita in proporzione avendo l'aumento del saggio d'interesse provocato una forte accumulazione di depositi vincolati a danno non solo dei depositi a vista, ma anche di quelli a risparmio. Allo stesso modo rendimenti elevati hanno continuato ad attrarre fondi considerevoli verso titoli a reddito fisso, in particolare dopo la metà del 1973. Gli istituti di credito fondiario hanno perso terreno nella posizione

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

Voci	Anni	Famiglie	Edilizia residenziale	Imprese	Settore pubblico	Paesi esteri ¹	Istituzioni creditizie ²	Altri istituti finanziari ³
		miliardi di DM						
Risparmio netto più trasferimenti di capitali	1971	56,60	8,25	24,45	28,80		6,10	0,85
	1972	65,45	5,65	25,55	24,00		6,45	1,05
	1973	67,20	- 0,05	27,75	39,55		8,05	0,65
Investimenti netti (-)	1971	.	-32,10	-61,80	-27,05		- 1,65	- 0,90
	1972	.	-40,10	-57,80	-25,65		- 1,75	- 1,05
	1973	.	-42,55	-60,95	-26,15		- 1,70	- 1,55
Avanzo o disavanzo finanziario	1971	56,60	-23,85	-37,35	1,75	- 1,55 ⁴	4,45	- 0,05
	1972	65,45	-34,45	-32,25	- 1,65	- 1,85 ⁴	4,70	0,00
	1973	67,20	-42,60	-33,20	13,40	-10,30 ⁴	6,35	- 0,90
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie⁵</i>								
Moneta, depositi vincolati e a risparmio	1971	38,35	0,25	17,50	8,95	3,60	-72,70	4,15
	1972	46,80	0,30	24,15	6,00	1,60	-82,60	3,80
	1973	37,80	- 0,10	15,45	13,10	3,45	-71,95	2,25
Crediti verso istituti finanziari non bancari	1971	15,20		1,80	0,15	0,05	0,10	-17,35
	1972	18,40		2,25	0,20	0,05	0,10	-21,05
	1973	20,35		3,15	0,20	0,05	0,15	-23,95
Titoli del mercato monetario	1971	-		0,55	- 0,55	- 0,50	0,50	-
	1972	-		0,55	- 0,20	0,15	0,60	-
	1973	0,50		1,25	4,90	- 1,05	- 5,75	0,15
Obbligazioni ed azioni: Acquisti	1971	8,80		3,10	2,70	2,75	6,80	3,40
	1972	8,35		2,05	1,75	12,70	8,15	4,35
	1973	12,20		3,20	1,65	6,55	4,35	3,95
Vendite	1971		- 0,05	- 8,45	- 1,95	- 0,85	-16,15	- 0,10
	1972		- 0,20	- 6,15	- 4,60	1,65	-27,95	- 0,20
	1973		- 0,10	- 4,10	- 2,05	- 1,95	-23,55	- 0,15
Credito bancario	1971	- 5,25	-16,15	-36,65	-10,60	- 0,95	70,10	- 0,50
	1972	- 7,40	-24,25	-46,85	-10,35	- 1,15	90,60	- 0,60
	1973	- 2,95	-26,70	-27,80	-13,95	- 6,55	77,55	0,40
Altri prestiti	1971	- 0,40	- 6,75	- 2,65	- 0,55			10,35
	1972	- 0,55	- 8,90	- 3,45	- 0,80			13,70
	1973	- 0,70	-14,00	- 1,00	- 0,75			16,45
Altri crediti e passività	1971	- 0,10	- 1,15	-12,55	3,60	10,15		
	1972	- 0,15	- 1,40	- 3,70	6,35	- 1,05		
	1973	-	- 1,70	-23,35	10,30	14,75		
Oro e valute estere	1971					-15,80	15,80	
	1972					-15,80	15,80	
	1973					-25,55	25,55	

¹ Una cifra negativa indica un aumento dei crediti della Germania (o una diminuzione delle sue passività) verso paesi esteri. ² Compresa la banca centrale. ³ Istituti di risparmio e di credito edilizio e settore assicurativo. ⁴ Investimenti esteri netti (cioè saldo del conto merci e servizi). ⁵ Un segno negativo indica una diminuzione di attività o un aumento di passività.

concorrenziale per l'accaparramento di fondi, ma nello stesso tempo, la domanda di credito ipotecario è rallentata in seguito all'abolizione delle agevolazioni fiscali e al manifestarsi di un'eccedenza dell'offerta sul mercato dell'edilizia residenziale.

Il disavanzo di cassa del settore pubblico si è ridotto da DM 13,2 miliardi nel 1972 a DM 3,5 miliardi nel 1973, principalmente in conseguenza del fatto che la tassazione anticongiunturale ha cambiato di segno, passando da rimborsi netti per DM 5,6 miliardi ad entrate nette per DM 2 miliardi. Tuttavia, in parte poichè il settore pubblico (esclusi i fondi di previdenza sociale) ha dovuto aggiungere ulteriori DM 4,3 miliardi ai fondi sterilizzati presso la Bundesbank in base al programma di stabilizzazione, l'ammontare raccolto dal settore stesso sui mercati del credito è stato pari a DM 14,5 miliardi, e quasi uguale a quello del 1972. I fondi di previdenza sociale hanno sterilizzato un ulteriore importo di DM 4,5 miliardi, aumentando i loro averi in titoli del mercato monetario detenuti dalla Bundesbank. Il saldo finanziario delle società, d'altra parte, ha avuto un forte deterioramento a causa dell'aumento dei costi e della flessione delle vendite globali coincisi con l'incremento dell'imposizione fiscale sui profitti degli esercizi precedenti. Le società non hanno intensificato il loro ricorso al credito bancario, ma hanno preferito ridurre le spese per investimenti e attingere alla loro liquidità. Tutto compreso, i settori non finanziari nel 1973 hanno raccolto DM 122,8 miliardi sui mercati creditizi, pari al 13,3 % del prodotto nazionale lordo, rispetto al 14,9 % del 1972.

Le componenti interne della domanda, ad eccezione dei consumi pubblici, dopo il primo trimestre del 1973 hanno subito una riduzione in termini reali, moderatamente nel caso dei consumi privati e degli investimenti in impianti ed attrezzature, rapidamente nel caso delle costruzioni. Nonostante l'andamento ascendente delle esportazioni, il prodotto nazionale lordo reale è rimasto più o meno allo stesso livello per i successivi dodici mesi e l'offerta sul mercato del lavoro è gradualmente aumentata. La disoccupazione, depurata della stagionalità, è salita da 220.000 unità nel primo trimestre a 355.000 (1,6 % degli occupati attivi) nel quarto, mentre i posti di lavoro vacanti sono diminuiti da 610.000 a meno di 500.000. La spirale prezzi - salari, però, si è accelerata. Alla fine del 1973 i prezzi al consumo sono aumentati del 7,8 % in dodici mesi, rispetto al 6,3 % dell'anno precedente. I saggi dei salari orari sono aumentati di circa l'11 %, rispetto all'8 % nel 1972, ed i guadagni del 12,8 % contro il 10,2 %.

Sebbene in presenza di una persistente forte inflazione, l'allentamento delle pressioni della domanda in taluni settori ha indotto le autorità ad attenuare selettivamente alcune delle loro misure restrittive dal novembre 1973 in poi. Le precedenti intese di posporre alcune spese dello stato per programmi sociali sono state interamente o parzialmente annullate. Si è provveduto a rimuovere la tassa sugli investimenti dell'11 % ed a ripristinare l'esenzione fiscale degli ammortamenti accelerati per investimenti in impianti e attrezzature, nonché i benefici fiscali per la costruzione di abitazioni destinate ad essere occupate dai proprietari. Inoltre, lo stato ha annunciato che avrebbe concesso contributi agli interessi per la costruzione di 50.000 abitazioni popolari ed attuato anche un programma finanziario per assistere le piccole e medie aziende, in particolare quelle operanti nei settori dell'abbigliamento e dell'edilizia.

D'altra parte, l'addizionale all'imposta sul reddito è restata in vigore e la politica monetaria ha continuato ad essere generalmente restrittiva, nonostante alcuni aggiustamenti di politica economica suggeriti principalmente da considerazioni esterne. Alla fine di novembre la Bundesbank ha elevato del 15 % il massimale di utilizzazione

dei contingenti di sconto per le banche; e in gennaio ha liberato DM 4,5 miliardi di riserve bancarie, abolendo la riserva minima del 60% sull'incremento delle passività bancarie verso non residenti e riducendo altre riserve obbligatorie. Successivamente, molti dei controlli sull'importazione di capitali sono stati rimossi o attenuati; in particolare è stato ridotto l'obbligo di "Bardepot" gravante sull'indebitamento all'estero del settore non bancario.

Nei primi mesi del 1974 gli ordinativi all'interno hanno mostrato una ripresa e le commesse per esportazioni hanno continuato ad aumentare. Nel mentre, tuttavia, la produzione industriale ha cessato di crescere. Sul mercato del lavoro la disoccupazione, depurata della stagionalità, è stata superiore ai posti di lavoro disponibili e c'è stato un sostanziale incremento dei turni di lavoro ad orario ridotto, in particolare nell'industria automobilistica. Nonostante ciò e nonostante non ci fosse stata un'ulteriore accelerazione dei prezzi al consumo, le richieste di aumenti salariali da parte sindacale sono salite. Un aumento base dell'11% è divenuto la regola per i nuovi accordi salariali. In tale situazione e in previsione di un'evoluzione futura del bilancio dello stato in senso più espansionistico le autorità hanno deciso di mantenere il carattere restrittivo della politica creditizia. I saggi d'interesse a lungo termine, che avevano presentato una flessione verso la fine del 1973, hanno ripreso a salire ed il rendimento delle obbligazioni governative ha superato il 10% da marzo in poi, nonostante una sosta nelle nuove emissioni. Verso la fine di maggio la Bundesbank ha ridotto del 25% il coefficiente di utilizzo dei contingenti di sconto per contribuire a compensare gli effetti sulla liquidità dei precedenti afflussi di fondi dall'estero e, in una certa misura, anche delle recenti operazioni di sostegno da essa effettuate sul mercato obbligazionario.

Francia. Dopo aver segnato un'assai lieve decelerazione, a partire dall'estate 1972, l'economia ha presentato di nuovo un andamento espansionistico, cosicché all'inizio dello scorso anno il problema maggiore era costituito dall'accentuarsi dell'inflazione. Le misure allora in vigore comprendevano, fra l'altro, severi controlli sull'aumento della spesa governativa e il contenimento dell'espansione monetaria. In particolare, gli istituti di credito che avessero aumentato i prestiti oltre limiti prestabiliti — e cioè il 19 e 17% nei dodici mesi precedenti rispettivamente al marzo e al giugno 1973 — avrebbero dovuto costituire speciali riserve addizionali. Il governo aveva inoltre intrapreso un'azione diretta sui prezzi, fra cui alcune riduzioni dell'imposta sul valore aggiunto all'inizio dell'anno. In primavera sono stati prorogati gli accordi contrattuali diretti a contenere l'aumento dei prezzi dei prodotti industriali.

In conseguenza di queste misure, l'espansione monetaria è decelerata e l'aumento dei prezzi al consumo si è temporaneamente ridotto. In presenza però di un elevato grado di liquidità dell'economia, la spesa in beni di consumo durevoli e l'attività nell'edilizia per abitazioni sono rimaste assai sostenute e gli investimenti delle imprese in attrezzature sono aumentati sensibilmente. Poiché anche la domanda di esportazioni dal paese è cresciuta con un ritmo soddisfacente, la produzione industriale ha continuato ad espandersi vigorosamente fino all'estate, allorché strozzature e penuria di manodopera specializzata hanno cominciato ad ostacolarne l'ulteriore progresso. I saggi salariali orari hanno subito un'accelerazione del 16% nell'intero anno, rispetto al 12% nel 1972. Poiché anche i prezzi dei prodotti alimentari e delle

Francia: Usi e fonti del credito.

Voci	1968	1969	1970	1971	1972	1973
	miliardi di franchi					
Usi						
Riserve internazionali ufficiali	-15,7	- 9,4	13,7	17,8	6,5	- 7,4
Settore pubblico ¹	5,8	5,9	7,2	8,3	11,8	12,5
Imprese	39,5	35,6	58,7	66,3	81,5	83,2
Abitazioni	17,3	21,1	21,1	27,4	39,2	42,5
Persone fisiche	1,7	0,1	0,6	4,3	6,5	0,9
Altri usi	9,5	6,8	- 2,5	0,9	10,9	24,8
Totale	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Fonti						
Sistema bancario . . . . .	.	.	52,4	64,7	84,3	88,8
Istituti finanziari specializzati e Tesoro . . . . .	.	.	31,6	40,5	50,7	46,1
Compagnie di assicurazioni . . . . .	.	.	2,8	3,8	3,4	3,6
Mercato dei capitali . . . . .	.	.	11,9	16,0	18,0	18,0
Totale	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Variazioni corrispondenti nelle attività finanziarie						
Moneta	15,8	0,8	23,5	27,8	39,3	29,7
Risparmio liquido	22,6	31,8	39,3	57,8	60,0	68,3
Titoli ²	3,7	7,7	10,5	16,4	11,4	14,0
Crediti del Tesoro ³	- 2,8	2,0	10,1	2,2	12,5	9,7
Altri crediti	18,7	17,0	15,3	20,8	33,2	34,8
Totale	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Totale, in percento del PNL	9,2	8,1	12,2	13,9	15,6	13,7

¹ Escluso il Tesoro. ² Collocati presso imprese e persone fisiche. ³ Pari all'avanzo del Tesoro.
Fonte: Banca di Francia.

importazioni sono aumentati in misura sensibile, i prezzi al consumo hanno ben presto ripreso a segnare un andamento nettamente ascendente. In estate sono state inasprite le norme relative all'espansione del credito in modo da ridurre il saggio autorizzato per i dodici mesi precedenti al 13% entro la fine dell'anno. Oltre a ciò, in luglio sono state prese misure per limitare il credito al consumo e quello ipotecario. Contemporaneamente, il governo ha anticipato da dicembre a ottobre il pagamento di imposte sulle società per un ammontare di circa fr.fr. 3,5 miliardi.

Sul mercato monetario, i saggi d'intervento ufficiale sono stati mantenuti più o meno stabili fino alla fine di giugno, dopodichè, in seguito alla ripresa del dollaro e all'aumento dei saggi d'interesse all'estero, le autorità hanno incoraggiato un aumento dei saggi interni. A segnalare il mutamento di indirizzo, la Banca di Francia ha elevato dal 7,5 al 9,5% in due fasi successive in luglio ed in agosto il saggio ufficiale di sconto. L'ascesa dei saggi del mercato monetario si è accentuata in settembre, quando il franco è stato sottoposto a pressioni e il saggio ufficiale di sconto è stato portato all'11% al fine di proteggere le riserve valutarie. I saggi d'intervento sul mercato monetario della Banca di Francia, che per le operazioni a breve scadenza alla fine di giugno era del 7,125%, aveva raggiunto il livello di 10,75% per acquisti diretti di titoli alla fine di dicembre. Contemporaneamente, la liquidità bancaria si è contratta sempre più per effetto della fuga di capitali, nonchè del temporaneo blocco

presso la Banca di Francia dei proventi ricavati dal prestito pubblico di fr.fr. 6,5 miliardi emesso in gennaio, come pure degli elevati coefficienti ordinari di riserva imposti alle banche, soprattutto quello del 33 % sull'incremento dei prestiti. La data di riferimento ai fini del calcolo dell'aumento del credito soggetto a questa norma è stata più volte differita, ma l'alleggerimento dei vincoli sulle riserve, che normalmente ne sarebbe derivato, è stato in gran parte neutralizzato da contemporanei incrementi, per un totale di 4 punti, nelle riserve obbligatorie da costituirsi sulle passività a vista delle banche nei confronti dei residenti.

Al fine di incoraggiare le banche ad adattare l'erogazione del credito al prevedibile andamento della situazione di liquidità, la Banca di Francia ha cessato in linea di massima di effettuare interventi su base giornaliera sul mercato monetario e, verso la fine di giugno, ha invece soddisfatto di volta in volta le principali esigenze di liquidità delle banche, acquistando direttamente titoli oppure concedendo prestiti ad un mese.

La stretta monetaria si è riflessa in un netto aumento dei saggi sui prestiti bancari — il saggio base è passato dal 7,1 % in aprile all'11,4 % nel gennaio 1974 — ed in un rallentamento nell'espansione della massa monetaria. Per l'intero 1973 l'aumento della moneta e dei risparmi in forma liquida è stato del 15,1 %, contro il 18,6 % nel 1972. Poiché il governo ha ridotto il suo ricorso al sistema bancario ed il mutamento globale nella posizione sull'estero del sistema è stato irrilevante, l'espansione monetaria ha riguardato interamente il credito al settore privato. Il credito soggetto alla regolamentazione ufficiale è aumentato di circa il 14,5 %; l'eccesso di un punto e mezzo riflette in gran parte le difficoltà che le banche incontravano nel rispettare direttive sempre più severe mentre verso la fine dell'anno la liquidità dell'economia si contraeva. Ove si considerino anche determinate operazioni escluse ai fini del calcolo dell'incremento dei prestiti, quali ad esempio alcuni prestiti all'esportazione o destinati ad impieghi all'estero, l'aumento totale del credito al settore privato è stato del 17,9 %, contro il 23,5 % nel 1972. Il ritmo di aumento più veloce è stato segnato dai crediti a lungo termine non mobilizzabili per investimenti e per l'edilizia. Le restrizioni del credito hanno in parte indirizzato la raccolta verso il mercato dei capitali dove le emissioni totali nette sono state di fr.fr. 38,3 miliardi (incluso il prestito governativo speciale per fr.fr. 6,5 miliardi emesso nel gennaio del 1973), rispetto a fr.fr. 27,8 miliardi nel 1972.

In autunno, l'economia mostrava segni di decelerazione, mentre si intensificavano gli aumenti dei prezzi. Il bilancio dello stato per il 1974, presentato in settembre, era impostato sul principio del pareggio globale e di evitare che la spesa crescesse più velocemente del prodotto nazionale lordo nominale, criteri che, a conti fatti, sono stati largamente rispettati nel 1973. Sono state inoltre adottate varie misure intese ad esercitare un'azione diretta sull'ascesa dei prezzi, tra cui un rafforzamento in novembre dei controlli sui margini dei profitti commerciali per i beni di consumo più importanti e degli accordi contrattuali concernenti i prezzi dei prodotti industriali. Sebbene la carenza di petrolio alla fine dell'anno fosse meno severa in Francia che altrove, tuttavia l'atmosfera di crisi ha ugualmente fatto balzare in avanti la spesa, originando nuove tensioni. In dicembre, il governo ha introdotto ulteriori misure restrittive tra cui l'anticipazione a febbraio 1974 della scadenza fissata per il pagamento

di debiti d'imposta sui redditi personali e societari per un totale di circa fr.fr. 4,3 miliardi, il rinvio al secondo semestre del 1974 di alcune voci di spesa per investimenti del settore pubblico, un blocco degli affitti e delle tariffe per la maggioranza dei servizi del settore pubblico e l'imposizione di un massimale del 5% agli aumenti dei dividendi delle società durante il 1974. Quanto alla politica monetaria, per i mesi di febbraio e marzo è stato ridotto all'11% il limite massimo consentito all'aumento del credito bancario rispetto ai dodici mesi precedenti.

All'inizio del 1974 si è avuta una flessione nella domanda di automobili ed in gennaio sono state eliminate le restrizioni sulle vendite a rate per il mercato delle auto di occasione. In generale, però, l'attività economica si è mantenuta a livelli elevati, soprattutto per quanto riguarda l'edilizia per abitazioni e gli investimenti delle imprese. A questo punto, le autorità erano preoccupate dalla prospettiva di un ingente disavanzo connesso alla crisi del petrolio. In gennaio le aliquote delle riserve obbligatorie da costituire rispetto alle passività delle banche nei confronti dei residenti sono state elevate dal 14 al 16% nel caso delle passività a vista. Tuttavia, sia allora, sia di nuovo in aprile, al fine di liberare parte dei fondi delle banche, è stata modificata la data di riferimento per calcolare l'aumento del credito soggetto alla riserva obbligatoria del 33%. Ugualmente, allo scopo di attutire gli effetti dei deflussi di fondi sulla liquidità interna, sono state lievemente alleggerite le norme sulla concessione del credito, peraltro prorogate fino a giugno. In marzo, soprattutto al fine di migliorare la bilancia commerciale, sono stati esentati da questi obblighi di riserva alcuni crediti destinati all'esportazione e agli investimenti aventi per scopo di ridurre il consumo di energia.

Italia. Nella primavera del 1973, dopo due anni di ristagno ed un terzo di esitante ripresa, l'attività economica è entrata in una fase di sviluppo. In presenza di una politica monetaria mantenuta orientata all'espansione, la produzione industriale ha progredito segnando un aumento del 9,3% nel corso dell'intero anno. Si sono rafforzati i consumi personali e gli investimenti fissi privati hanno manifestato una vivace ripresa dopo la forte flessione nel 1972, ma l'accelerazione tanto decantata degli investimenti pubblici ancora una volta non è riuscita a concretizzarsi ed il settore dell'edilizia per abitazioni è restato depresso. Inoltre, dato il livello relativamente basso di investimenti industriali durante numerosi anni ed a seguito anche delle agitazioni nel settore industriale all'inizio del 1973 la produzione è stata, sotto alcuni aspetti, limitata e si sono avuti un rapido balzo verso l'alto delle importazioni, continue fughe di capitali privati e un'inflazione che ha assunto proporzioni sinistre.

La spirale inflazionistica ha ricevuto una forte spinta all'inizio del 1973 dall'aumento assai ampio dei costi salariali derivante dai nuovi accordi sindacali su scala nazionale. Inoltre, l'agitazione sociale nelle industrie intorno a quel periodo ha inferto un grave colpo alla produzione e alle esportazioni. Le speranze di ottenere una maggiore autonomia monetaria e di porre un freno alle fughe di capitali sono state imperniate sull'introduzione del doppio mercato dei cambi in gennaio e sulla fluttuazione della lira commerciale in febbraio, ma ben presto la svalutazione della moneta, in combinazione con l'aumento dei prezzi delle materie prime sul mercato mondiale e con gli effetti del meccanismo della scala mobile per i salari in Italia, ha accresciuto ulteriormente le forze che spingono i prezzi in alto.

Nel tentativo di combattere frontalmente l'inflazione, nel luglio 1973 sono stati congelati i prezzi di numerosi beni di prima necessità (per lo più prodotti alimentari) e dei prodotti industriali di grandi imprese, nonché gli affitti. Il blocco dei prezzi, introdotto inizialmente per tre mesi, è stato prorogato fino ad ottobre. In presenza di una forte ascesa ininterrotta dei costi delle importazioni e dei salari, però, i margini di profitto sulle vendite all'interno erano sempre più ridotti e cominciava a manifestarsi la penuria di beni soggetti al blocco dei prezzi. All'inizio del 1974 non si è potuta ulteriormente rifiutare l'autorizzazione ad alcuni aumenti abbastanza rilevanti dei prezzi. In marzo l'indice dei prezzi al minuto ha superato del 16% quello dell'anno prima, riflettendo anche l'impatto dei più alti prezzi del petrolio.

Nel sostenere la lira mediante indebitamento verso l'estero da parte del settore pubblico, le autorità hanno voluto evitare di restringere l'espansione globale del credito all'economia. Le misure adottate sono state di preferenza dirette a regolare selettivamente il credito bancario a favore del finanziamento a lungo termine degli investimenti. Nel primo semestre dell'anno il credito bancario è aumentato notevolmente, superando di gran lunga il ritmo di sviluppo dei depositi e causando una caduta della domanda da parte delle banche di titoli mobiliari, in particolare delle emissioni di istituti di credito speciali per il finanziamento a medio termine dell'industria. In tali circostanze, le autorità in giugno hanno dato direttive alle banche di investire nel corso del 1973, in armonia con la prassi precedente, un ammontare non inferiore al 6% del totale dei depositi in essere alla fine del 1972 in determinati tipi di obbligazioni, che almeno per l'1% dovevano essere titoli di stato. Contemporaneamente, l'interesse supplementare applicato nel caso di ripetuti ricorsi alla Banca d'Italia da parte delle banche per anticipazioni a termine fisso è stato raddoppiato, rappresentando un aumento del 3% oltre il saggio base. In luglio è stato fissato un massimale del 12% sull'incremento dall'aprile 1973 al marzo 1974 dei crediti concessi dalle banche alle persone fisiche nonché alle aziende finanziarie e commerciali e dei prestiti alla clientela più importante, con esclusione del prefinanziamento degli investimenti. Il limite è stato posto non tanto a scopi restrittivi, quanto per proteggere l'accesso delle piccole imprese al credito e per ridurre i prestiti a puro scopo speculativo. Inoltre, il limite non ha ostacolato un aumento nei prestiti bancari al Tesoro ed agli istituti di credito speciale, che a loro volta hanno accresciuto i crediti agli enti locali ed all'economia privata.

Il deficit di bilancio del governo per tutto l'anno è ammontato a lire 7.540 miliardi, rispetto a lire 5.610 miliardi nel 1972, ed è risultato pari al 9% circa del prodotto nazionale lordo. Esso è stato finanziato per lire 5.100 miliardi dalla Banca d'Italia e per la maggior parte della quota residua dalle banche e dal risparmio postale. In presenza di altri elementi che hanno avuto nel loro complesso un'influenza restrittiva, la creazione di liquidità da parte del Tesoro nel 1973 ha più che contribuito all'incremento della base monetaria aumentata di lire 5.080 miliardi, rispetto a lire 3.600 miliardi del 1972.

In tali circostanze, le autorità hanno adottato misure per assorbire gli eccessi di liquidità e si sono mostrate disposte a lasciare salire i saggi d'interesse a breve, pur cercando di stabilizzare i prezzi dei titoli obbligazionari allo scopo di incoraggiare il risparmio sotto tale forma. In settembre c'è stata una prima emissione di

buoni del Tesoro a sei mesi con un saggio nominale d'interesse del 9%, rispetto al 7% della precedente emissione a dodici mesi. Nello stesso tempo sono stati portati al livello uniforme del 6,5% sia il saggio di sconto della Banca d'Italia, prima del 4%, sia il saggio base delle anticipazioni, effettuate dalla medesima su titoli, precedentemente al 3,5% per quelle sotto forma di conti correnti e al 5,5% per quelle a scadenza fissa. Altre importanti emissioni di buoni del Tesoro a sei mesi sono state collocate tra ottobre e dicembre per lo più presso istituti di credito. Contemporaneamente, le autorità hanno incoraggiato le banche a sostituire i crediti in essere agli enti pubblici ed ai mutuatari importanti del settore privato con il finanziamento obbligazionario. In presenza di queste misure, il credito complessivo è aumentato rapidamente, mentre i rendimenti obbligazionari sono cresciuti soltanto in misura modesta. In dicembre è stato annunciato che l'obbligo per le banche di acquistare titoli sarebbe stato esteso a tutto il primo semestre 1974.

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

Voci	Anni	Settore pubblico	Imprese pubbliche e semi pubbliche ¹	Settore privato	Banche e istituzioni finanziarie	Resto del mondo ²
Risparmio lordo (compresi i trasferimenti di capitali)	1972	-3.085	690	16.815	645	-1.190
	1973	-4.945	1.030	20.360	700	1.475
Formazioni di capitali interni lordi (-)	1972	-2.380	-3.100	- 8.095	- 300	
	1973	-2.775	-3.410	-12.105	- 330	
Avanzo o disavanzo (-) finanziario	1972	-5.465	-2.410	8.720	345	-1.190
	1973	-7.720	-2.380	8.255	370	1.475
<i>Variazioni corrispondenti nelle:</i>						
<i>Attività finanziarie</i>						
Attività liquide	1972	- 255	390	10.975	665	- 5
	1973	750	- 105	16.400	3.250	180
Obbligazioni, azioni e partecipazioni	1972	760	140	2.790	3.185	400
	1973	975	385	3.095	4.085	140
Altri prestiti netti	1972	565	- 55	3.040	13.470	4.720
	1973	125	415	1.970	17.380	6.850
<i>Passività finanziarie (-)</i>						
Passività a breve ³	1972	-4.810	- 735	- 3.045	-14.270	-4.325
	1973	-8.190	195	- 5.075	-20.335	-3.920
Passività a lungo termine interne	1972	-1.085	- 720	- 2.785	- 625	-1.435
	1973	-1.230	- 890	- 5.385	- 565	-1.255
Estere	1972	- 80	30	- 155	- 425	-
	1973	- 95	- 595	- 400	- 1.905	-
Obbligazioni, azioni e partecipazioni	1972	-1.495	-1.455	- 1.075	- 1.435	- 520
	1973	- 595	-1.780	- 1.445	- 1.750	- 590
Scarti statistici	1972	935	-	- 1.030	-	- 20
	1973	540	-	- 905	215	70

¹ Comprende le imprese a partecipazione azionaria dello Stato nonché l'Ente nazionale per l'energia elettrica.
² Una cifra negativa indica un aumento dei crediti (o una diminuzione dei debiti) dell'Italia verso il resto del mondo.
³ Comprende gli acquisti della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi di titoli a lungo termine emessi dal settore pubblico.

Nel corso dell'anno l'offerta di moneta definita in senso lato è aumentata del 23,3%, contro il 18% del 1972. Gli impieghi sull'interno delle banche commerciali sono cresciuti del 19%, quasi come nel 1972, ma le banche hanno dilatato il loro portafoglio titoli di lire 6.690 miliardi, pari al 35%, in gran parte verso la fine dell'anno allo scopo di adempiere ai loro obblighi d'investimento per il periodo gennaio-giugno 1974. Gli acquisti di titoli da parte delle banche hanno favorito in particolare modo gli istituti di credito speciale, ponendoli in grado, anche per le maggiori risorse fornite dal Tesoro, di espandere i loro prestiti del 24%. Il valore globale delle nuove emissioni sul mercato interno dei capitali è aumentato da lire 5.970 miliardi nel 1972 a lire 10.420 miliardi lo scorso anno. La quota maggiore dell'incremento è rappresentata dalle emissioni degli istituti di credito speciale e del Tesoro, la cui parte non assorbita dal mercato è stata acquistata per lo più dalla Banca d'Italia. Si stima che il volume netto complessivo del credito, da qualunque fonte concesso, sia cresciuto di lire 20.500 miliardi, contro lire 14.980 miliardi nel 1972.

Nel 1974 si è avuta una svolta nella politica economica. A seguito di un inasprimento in gennaio delle penalità applicate all'indebitamento in eccesso presso la Banca d'Italia, il saggio base di sconto e quello per le anticipazioni su titoli sono stati portati al 9% alla metà di marzo. Allorché il governo ha negoziato un credito con il FMI in marzo, si è impegnato a limitare l'espansione del credito complessivo tra aprile 1974 e marzo 1975 a lire 22.400 miliardi. In aprile è stato fissato per l'anno fino a marzo 1975 un massimale del 15% all'espansione della maggior parte delle categorie di prestiti diretti bancari. All'inizio del 1974 si è valutato che il deficit del bilancio dello stato, previsto originariamente a lire 7.400 miliardi, avrebbe potuto ascendere a lire 9.200 miliardi. La lettera d'intenti diretta al FMI assicura che tale limite non sarà superato per alcuna ragione. Alla fine di aprile il governo ha annunciato un provvedimento da applicarsi a tutte le importazioni con esclusione delle materie prime e delle attrezzature industriali, in base al quale depositi pari al 50% del valore delle merci importate debbono essere vincolati per sei mesi in conti infruttiferi presso la Banca d'Italia. Tale provvedimento potrà certo contribuire a frenare l'emorragia dei conti esterni e ad assorbire liquidità interna, ma comporterà pure più alti costi delle importazioni. In maggio, per il secondo trimestre consecutivo, le retribuzioni sono state notevolmente gonfiate dall'adeguamento automatico all'incremento del costo della vita. Nello stesso mese i saggi per i crediti di prim'ordine toccavano quasi il 15% ed i saggi a lungo termine presentavano un movimento ascendente.

Belgio. La ripresa economica, cominciata agli inizi del 1972, è continuata durante il primo semestre del 1973, grazie all'intenso stimolo della domanda estera e di quella interna. Il miglioramento dei profitti e l'alto grado di utilizzazione della capacità produttiva hanno portato ad una vigorosa espansione degli investimenti industriali, mentre gli svariati incentivi per le costruzioni residenziali introdotti dal governo fin dal 1971 hanno garantito il rapido progresso dell'edilizia. D'altra parte, la spesa pubblica, che era stata altamente espansionistica nell'anno precedente, è aumentata più lentamente all'inizio del 1973. Il governo ha ulteriormente inasprito la politica di bilancio in maggio, diminuendo le spese correnti - compresi i programmi di creazione di lavoro - e riducendo gli investimenti pubblici così da scoraggiare l'at-

tività edilizia; successivamente, in estate ha anche ridotto i sussidi per le costruzioni residenziali. I consumi privati sebbene influenzati da un inasprimento del credito rateale, sono aumentati allo stesso tasso del 1972. In primavera l'utilizzazione della capacità produttiva ha raggiunto la punta più alta dal tempo del boom del 1969-70. Nonostante ciò e nonostante il più veloce incremento nei salari e nei prezzi delle importazioni, i prezzi al consumo hanno avuto un'accelerazione relativamente modesta, grazie in parte al blocco di alcuni prezzi nel tardo 1972 ed ai più severi obblighi introdotti nel febbraio 1973 di notificare in anticipo gli aumenti di prezzo.

La politica monetaria, che all'inizio del 1973 era volta principalmente a neutralizzare gli afflussi di fondi, è stata sempre più indirizzata a rallentare l'espansione interna del credito. In marzo la Banca nazionale ha chiesto alle banche di limitare volontariamente a non più del 14% l'aumento del volume complessivo dei prestiti al settore privato per il 1973. In maggio il sistema di riserve obbligatorie a fronte dei depositi, che era stato introdotto nel 1972 e reso più restrittivo in febbraio, è stato esteso alle compagnie di assicurazione-vita che si sono così aggiunte alle banche, alle casse di risparmio ed agli istituti di credito pubblico. Successivamente in tre riprese, tra maggio e agosto, la Banca nazionale ha aumentato il saggio di sconto dal 5 al 6,5% e ha ridotto dal 7,5 al 6,5% i contingenti di risconto delle banche su determinate passività.

In estate l'aumento della produzione è andato diminuendo a seguito degli scioperi nelle principali industrie e di una generale carenza di capacità inutilizzate. Inoltre, sebbene vi fosse stato un certo assorbimento delle crescenti risorse degli istituti di credito — le riserve obbligatorie sono aumentate da fr. belgi 12 a 25 miliardi tra gennaio ed agosto e le banche sono state obbligate dalla metà del 1972 in poi ad investire il solito 50% delle loro risorse addizionali in titoli del settore pubblico — l'espansione del credito interno è stata sostanzialmente superiore alla direttiva che ne fissava il livello al 14%. Alla fine di settembre, perciò, le autorità hanno introdotto per la prima volta l'obbligo per le banche di costituire una riserva a fronte dei prestiti concessi, assoggettandone gli incrementi, su periodi base determinati, a coefficienti di riserva graduati in relazione a tranches di credito. Inoltre, gli obblighi di riserva sui depositi raccolti sono stati aumentati progressivamente tra ottobre e dicembre, portando il totale delle riserve depositate in conti infruttiferi presso la Banca nazionale a circa fr. belgi 35 miliardi alla fine dell'anno. In autunno i contingenti di risconto delle banche sono stati ancora ridotti al 5,5% e il saggio ufficiale di sconto è stato aumentato in due riprese, portandolo a 7,75% alla fine di novembre.

Il ritmo dell'espansione monetaria ha rallentato progressivamente nel corso del 1973, in particolare negli ultimi mesi dell'anno. Uno dei motivi principali è stato il marcato rallentamento nei prestiti al settore pubblico nel secondo semestre, a seguito, in gran parte, di una minore necessità di indebitamento da parte del governo centrale, che ha raggiunto per tutto l'anno l'ammontare di fr. belgi 48 miliardi, contro fr. belgi 64 miliardi nel 1972. Poiché il suo indebitamento sul mercato interno dei capitali era quasi allo stesso livello del 1972, il governo ha potuto sterilizzare fondi presso la Banca nazionale e rimborsare anche la parte residua del debito a breve. D'altra parte, il saggio di sviluppo dei prestiti al settore privato è salito al 17% circa, rilevando il più rapido incremento nel credito ipotecario e in quello per gli investimenti industriali

nel primo semestre e, successivamente, l'aumento dei prestiti a breve termine. Inoltre, l'avanzo della bilancia dei pagamenti ha contribuito all'espansione monetaria, specie negli ultimi mesi. Durante tutto l'anno, l'offerta di moneta definita in senso lato è aumentata del 14%, rispetto al 16% del 1972.

Dopo un breve rallentamento dell'attività economica in inverno, sono apparsi evidenti i segni di una nuova ripresa nella primavera del 1974. E' stato previsto che i più alti prezzi del petrolio avrebbero ridotto fortemente, senza però eliminare, l'avanzo sull'estero. Inoltre, in presenza di un nuovo rafforzamento della domanda di beni durevoli, di case e di investimenti industriali, nonché di un aumento dei costi trasformatosi in un più veloce incremento dei salari a seguito del meccanismo di indicizzazione, le autorità hanno deciso di conservare la loro politica antinflazionistica. All'inizio del 1974, gli obblighi di riserva sono stati ridotti per evitare tensioni sulla liquidità, ma per ragioni sia interne che esterne i saggi d'interesse sono stati di nuovo aggiustati verso l'alto. In questo contesto la percentuale di risorse addizionali che le banche dovevano investire in titoli governativi è stata ridotta in gennaio dal 50 al 43% ed in febbraio il saggio ufficiale di sconto è stato aumentato dal 7,75 all'8,75%. Nello stesso mese e di nuovo in aprile, i contingenti di risconto delle banche sono stati ulteriormente diminuiti portandoli al 4,5%. I saggi d'interesse più elevati miravano, tra l'altro, ad aiutare il Tesoro a soddisfare le sue esigenze finanziarie, che si prevede aumenteranno nel 1974 nonostante gli sforzi per restringere le spese. In occasione del rinnovo dell'accordo monetario con le banche, il massimale di credito del 14% annuo è stato prorogato al secondo trimestre, stabilendo che qualsiasi attività di prestito eccedente il massimale sarà soggetta a depositi di penalizzazione a saggi progressivi.

Paesi Bassi. Per motivi di natura sia strutturale che congiunturale l'incremento della domanda interna si è mantenuto lento nel corso del 1973. Gli investimenti industriali, per quanto abbiano avuto una buona ripresa dopo la precedente crisi congiunturale, sono rimasti ancora all'ombra del forte sviluppo che gli impianti e le attrezzature hanno segnato nel corso degli anni '60. A ciò si aggiunga che per frenare l'incremento nel settore pubblico, le autorità si sono attenute alla norma di ridurre il volume degli investimenti fissi pubblici per compensare i costi più elevati, mentre l'edilizia residenziale ha subito un rallentamento per effetto di una riduzione dei sussidi per la costruzione di case. La spesa per i consumi, che era aumentata più moderatamente dal 1970, lo scorso anno è di nuovo salita di poco in termini reali. Anche se il costo del lavoro ha manifestato un aumento più forte che nel 1972, un maggiore onere di imposte e contributi per assicurazioni sociali, nonché più alti prezzi hanno fatto retrocedere il reddito reale disponibile da un incremento del 3% nel 1972 all'1,5-2% nel 1973. Gran parte del rallentamento della domanda interna è stato compensato dalla domanda esterna, che si è ampliata rapidamente fino alla metà del 1973, per poi ridursi sia pure ad un livello elevato, così che il prodotto nazionale lordo ha continuato ad aumentare ad un saggio del 5% circa.

Poste di fronte al dilemma della rapida inflazione dei prezzi e della persistente disoccupazione settoriale, le autorità hanno adottato una combinazione di misure di politica selettiva e generale. Sono stati varati programmi di creazione di posti di lavoro che hanno comportato una spesa di fiorini 1 miliardo ed è stato rafforzato, in

maggio, il sistema di sorveglianza sui prezzi instaurato nel 1972. Inoltre, in settembre il fiorino è stato rivalutato del 5% con il precipuo scopo di mitigare i forti rialzi dei prezzi delle importazioni. D'altra parte nella sua politica generale di bilancio, il governo ha mantenuto l'atteggiamento restrittivo già assunto nel 1971. Mentre ha conservato strette le redini della spesa, ha incrementato le aliquote dell'imposta sul valore aggiunto, dell'imposta sulle società e di quella sul patrimonio, compensando così ampiamente le perdite sul gettito derivanti dall'abolizione della sovrimposta congiunturale. Il governo ha realizzato un avanzo di cassa di fiorini 585 milioni, ottenendo conseguentemente un miglioramento di circa fiorini 2.250 milioni in un periodo di due anni.

Paesi Bassi: Variazioni delle attività e passività finanziarie.

Voci		Stato	Autorità locali	Banche	Investitori istituzionali ¹	Privati e imprese	Resto del mondo ²
		milioni di fiorini					
Avanzo o disavanzo (→)	1971	- 1.665	- 2.860	4.920	8.970	- 9.025	- 340
finanziario	1972	205	- 2.585	4.435	11.210	- 8.945	- 4.315
(di cassa)	1973	585	- 2.775	2.520	13.250	- 8.350	- 5.235
<i>Corrispondenti variazioni delle attività e passività finanziarie³</i>							
Liquidità primaria	1971		30		215	3.660	
	1972		130		25	5.170	
	1973		40		35	15	
Liquidità secondaria	1971		- 190		340	- 605	- 2.660
	1972		250		595	75	- 3.225
	1973		-		1.620	8.655	- 2.270
Credito bancario	1971	540	- 140	755	- 215	- 1.715	
	1972	2.110	1.290	- 2.785	- 250	- 2.145	
	1973	2.250	- 830	- 3.075	220	- 6.805	
Ricorso netto al mercato del capitali	1971	- 2.215	- 2.510	4.165	8.630	- 8.245	175
	1972	- 2.215	- 4.270	7.220	12.080	- 11.430	- 1.385
	1973	- 1.805	- 2.005	5.595	11.445	- 10.155	- 3.065
Transazioni dirette in conto capitale con l'estero	1971	10	- 55			- 2.120	2.165
	1972	310	15			- 615	290
	1973	140	20			- 250	100

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

Nel 1973 le autorità hanno continuato a perseguire un'attiva politica di gestione del debito pubblico allo scopo di neutralizzare gli aumenti di liquidità derivanti dagli afflussi di valuta estera. Il governo ha raccolto sul mercato dei capitali fiorini 1,8 miliardi, poco meno dell'anno precedente, che ha usato per lo più per rimborsare il debito fluttuante e per accrescere i suoi depositi presso la banca centrale. D'altra parte, gli enti locali, pur avendo un deficit finanziario solo leggermente più elevato che nel 1972, hanno ridotto il loro ricorso al mercato dei capitali da fiorini 4,3 mi-

liardi a fiorini 2 miliardi ed hanno soddisfatto il loro fabbisogno supplementare con il ricorso al credito bancario. Per il settore pubblico nel suo complesso, perciò, l'assorbimento della liquidità non è stato così arduo come negli anni precedenti.

Dal 1972, quando sono state rimosse le direttive volte alla limitazione dell'espansione del credito bancario, le autorità hanno adottato misure indirette per il controllo del credito. All'inizio dell'anno le riserve obbligatorie in contante sono state usate per assorbire l'afflusso di fondi dall'estero, ma in luglio si è data la preferenza a nuove riserve obbligatorie di liquidità concordate tra la banca centrale e le banche. Il rapporto di liquidità rispetto ai fondi a breve termine è stato inizialmente fissato ad 8, aumentato poi progressivamente fino a 10 in autunno, mentre per le passività a lungo termine è stato conservato a 7. Inoltre, da settembre la Nederlandsche Bank ha imposto un limite al ricorso delle banche al credito della banca centrale, sensibilmente cresciuto in estate, ed ha introdotto un onere supplementare per l'indebitamento in eccesso.

Considerata la situazione economica interna, la Nederlandsche Bank si è astenuta dal portare il saggio di sconto completamente in linea con la forte ascesa dei saggi sul mercato monetario interno ed esterno. Tuttavia, partendo da un livello del 4% in giugno, con una serie di aggiustamenti, ha fissato in agosto il saggio al 6,5%. Successivamente, la tensione sul mercato monetario, risultante dalla debolezza del fiorino sui mercati dei cambi ha obbligato la banca ad aumentare ulteriormente il saggio all'8% da ottobre a dicembre e ad inasprire temporaneamente l'onere supplementare sull'indebitamento in eccesso delle banche. Nel secondo semestre dell'anno si è creato un forte scarto tra i saggi del mercato monetario e quelli per i prestiti alla clientela, legati al saggio ufficiale di sconto, con la conseguenza che le somme avute a credito per breve tempo, per lo più sotto forma di scoperti di conto corrente, sono state reinvestite in depositi vincolati. La necessità di capitali di esercizio, derivante da una intensa attività per la costituzione di scorte e dall'ascesa dei costi, ha contribuito pure al brusco incremento della domanda di credito bancario. L'aumento complessivo delle attività liquide interne ha raggiunto quasi il 22%, molto al di sopra di quello del reddito nazionale netto pari al 13,5%. Le attività liquide in rapporto al reddito nazionale netto sono cresciute di 2,5 punti, fino a toccare il 35,1% alla fine dell'anno, rappresentando così il più forte aumento nell'ultima decade.

L'espansione del credito a breve e delle transazioni per prestiti è stato contemporaneo all'effettivo declino dell'attività sul mercato dei capitali. L'indebitamento da parte di residenti si è ridotto da fiorini 20 miliardi nel 1972 a fiorini 18,6 miliardi nel 1973, rispecchiando una brusca caduta nel collocamento di obbligazioni e di prestiti privati, che solo in parte è stata compensata dall'aumento del finanziamento ipotecario. Durante tutto l'anno, ma in particolare per effetto della debolezza del fiorino nell'autunno, i non residenti si sono allontanati dal mercato dei capitali olandese, mentre i residenti hanno ampliato i loro acquisti di attività estere; questi mutamenti si sono trasformati in una uscita netta di capitali per fiorini 3 miliardi, rispetto a fiorini 1,4 miliardi nel 1972. Durante l'anno il rendimento dei titoli governativi a lungo termine ha guadagnato 1-1,5 punti portandosi all'8,5-9% in dicembre.

All'inizio del 1974 le autorità hanno adottato misure per proteggere la produzione e il reddito reale dagli effetti della penuria nei rifornimenti di energia e del dete-

rioramento previsto nelle ragioni di scambio. E' stata data priorità alle misure che avrebbero stimolato la domanda, conservando contemporaneamente più tese le redini sui prezzi. In gennaio è stato trasformato in legge un decreto che conferisce speciali poteri al governo e precisamente di disciplinare salari e redditi nel 1974 e aumentare la creazione di nuovi posti di lavoro. E' stato reso anche più severo l'obbligo di notificare in precedenza gli aumenti dei prezzi. In febbraio è stato tolto il blocco posto a fiorini 750 milioni di spesa pubblica, e il programma di creazione di posti di lavoro ha avuto un'attuazione più celere mentre è stata rinviata l'imposizione di una tassa speciale sugli investimenti industriali nella regione occidentale allo scopo di incoraggiare gli investimenti. La Nederlandsche Bank ha facilitato il ricorso delle banche alla banca centrale, elevando il massimale di indebitamento e riducendo l'onere supplementare sull'indebitamento in eccesso.

In marzo 1974, nel contesto degli sforzi per raggiungere un'intesa sull'andamento dei redditi, il governo ha proposto una gamma di nuove misure antirecessive che in un anno intero alimenterebbero la spesa per fiorini 2-2,5 miliardi. Queste misure comprendono riduzioni delle imposte sui salari e sul reddito, nuove facilitazioni fiscali per stimolare gli investimenti privati ed uno sviluppo della spesa governativa. Nonostante tali nuove misure, si prevede che gli investimenti fissi rallenteranno e che la disoccupazione potrà alquanto aumentare.

Svizzera. Lo scorso anno l'economia svizzera è stata di nuovo caratterizzata da fenomeni di surriscaldamento. Le esportazioni erano sostenute, la spesa pubblica elevata e per gran parte dell'anno l'attività nel settore dell'edilizia residenziale è stata intensa. Relativamente modesta, invece, è stata l'espansione dei consumi privati e degli investimenti industriali. Gli aumenti dei saggi salariali sono stati di circa il 9%, mentre i prezzi al consumo segnavano un ritmo annuale di aumento dell'8% in settembre, prima della crisi petrolifera, e di circa il 12% in dicembre. Sebbene la percentuale di utilizzazione degli impianti e le tensioni sul mercato della manodopera indichino la presenza di pressioni derivanti da un eccesso di domanda, va notato che anche i più elevati prezzi delle importazioni hanno contribuito sensibilmente a sviluppare l'inflazione dal lato dei costi.

Già sul volgere del 1972, prevedendo un accentuarsi delle tensioni inflazionistiche, le autorità avevano inasprito le loro politiche restrittive. Erano state intensificate le limitazioni all'attività edilizia e mantenuti i freni all'afflusso di capitali, ma l'azione restrittiva si era concentrata soprattutto sulle limitazioni quantitative all'espansione del credito. In considerazione dell'elevata liquidità delle banche, l'espansione del credito bancario sino al 31 luglio 1973 era stata limitata al 6% del livello raggiunto l'anno precedente, e la quota in eccesso rispetto a questa percentuale sottoposta a depositi di penalizzazione presso la banca centrale. Erano stati inoltre fissati limiti ai collocamenti netti di obbligazioni nazionali ed era stato elevato dal 3,75 al 4,5% il saggio di sconto.

Alla fine di gennaio 1973 la fluttuazione del franco svizzero segnava l'inizio di una nuova fase, garantendo un certo grado di isolamento dagli afflussi di capitali speculativi che per molti anni avevano reso meno efficace la politica restrittiva delle autorità. Tuttavia, anche nei mesi successivi, le autorità hanno continuato ad incorag-

giare, come in passato, deflussi di fondi. Verso la metà del 1973 è stato prorogato di un anno l'obbligo di rispettare il massimale del 6% all'espansione del credito bancario, sebbene nell'intesa di tenere in maggior considerazione necessità di natura eccezionale, ed i depositi di penalizzazione sono stati poi portati al 100% dell'erogazione del credito in eccesso rispetto alle norme vigenti.

Durante l'anno, l'eccesso di liquidità delle banche è stato ridotto in seguito alle ingenti penalizzazioni subite nei casi di espansione del credito oltre i limiti consentiti. Con il rafforzarsi del dollaro più tardi nell'anno, si è avuta un'ulteriore riduzione della liquidità. In autunno i saggi sul mercato monetario — in linea con un inasprimento delle condizioni sul mercato dell'eurofranco — sono aumentati, ed anche i saggi a medio e lungo termine sono saliti sensibilmente. Alla fine dell'anno la liquidità delle banche è stata sottoposta a forti pressioni e la Banca nazionale, oltre ad intervenire a sostegno attivando riporti in valute estere, ha ridotto del 20% le riserve obbligatorie.

Durante l'intero anno il credito concesso dal sistema bancario all'interno del paese è aumentato dell'8,5%, contro l'11,2% nel 1972. Il volume della moneta e quasi moneta è aumentato non più del 3,9% dopo appena il 2,2% l'anno precedente. Il totale netto dei collocamenti sul mercato dei capitali ha raggiunto fr. sv. 6,5 miliardi, con una riduzione del 12% circa rispetto al 1972 e sia le emissioni interne, sia quelle di non residenti hanno presentato quasi un'uguale flessione relativa. Invece i collocamenti a medio termine di carta stilata in valute estere sono aumentati leggermente passando a fr. sv. 3,4 miliardi.

All'inizio del 1974, il persistere di una situazione di scarsa liquidità ha indotto le autorità a ridurre di un altro 20% le riserve obbligatorie. Contemporaneamente, tuttavia, veniva elevato dal 4,5 al 5,5% il saggio ufficiale di sconto. Durante queste settimane la posizione ufficiale relativa ai movimenti di capitali ha cominciato a cambiare. A ciò hanno contribuito il rafforzamento del dollaro e il prevedibile impatto del rincaro del petrolio, ma forse un peso anche maggiore ha avuto l'accentuarsi della situazione di scarsità sul mercato dei capitali interno. Questo andamento derivava, da una parte, da sostanziali deflussi di capitali attirati dagli interessi vigenti sul mercato dell'eurofranco e, dall'altra, da una forte domanda interna di fondi proveniente soprattutto dagli enti pubblici e dal settore elettrico. In febbraio le autorità hanno adottato misure valutarie intese ad attuare la parziale rimozione degli ostacoli all'afflusso di capitali e a limitare l'indebitamento esterno sul mercato svizzero. Nondimeno, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine hanno continuato ad aumentare, raggiungendo nella primavera del 1974 circa il 7,75% per i mutuatari di prim'ordine, rispetto a meno del 5,5% un anno prima. In presenza di questi livelli, l'offerta di fondi è migliorata, ma i saggi dell'eurofranco sono rimasti attraenti anche per effetto della domanda delle banche svizzere che cercavano di ricostituire in tal modo la loro situazione di liquidità. La Banca nazionale ha corretto questa situazione di insufficiente liquidità in aprile e maggio, offrendo riporti in valuta fino a tre mesi e riducendo di nuovo — questa volta del 15% sul livello di ottobre — le riserve obbligatorie. E' stato inoltre elevato dal 6 al 7% il limite all'espansione del credito nel periodo sino alla fine di luglio, il che ha alleggerito sensibilmente l'onere relativo ai depositi di penalizzazione delle banche per credito in eccesso. Inoltre la percentuale di questi depositi, già ridotta notevolmente dalla punta massima del 100%, è stata portata al 30%.

Nei mesi più recenti la domanda aggregata si è mantenuta su livelli sostenuti, sebbene si comincino a notare segni di maggiore equilibrio sul mercato dell'edilizia residenziale. Finora, la politica di bilancio non ha svolto un valido ruolo stabilizzatore, dato che sia la Confederazione sia gran parte dei cantoni hanno registrato, lo scorso anno, disavanzi maggiori che in passato. Inoltre i tentativi di elaborare direttive per contenere l'ascesa delle retribuzioni non hanno avuto buon esito ed il sistema di sorveglianza dei prezzi ha avuto un'efficacia limitata. Una volta attuata la fluttuazione del franco, la politica monetaria ha goduto di maggiore autonomia e, per la prima volta da molti anni, è stato possibile porre la liquidità del settore privato sotto un più efficace controllo. Si è avuto però come risultato accessorio un rialzo dei saggi d'interesse che, in parte in linea con l'andamento all'estero, attraverso i settori dell'agricoltura e dell'edilizia pesantemente ipotecati, ha impresso all'economia una spinta da costi assai vigorosa. Alla fine di maggio, in seguito ad una fredda accoglienza da parte dei privati di un'emissione di un prestito governativo, le autorità hanno temporaneamente chiuso il mercato svizzero alle emissioni di titoli esteri ed annunciato la loro intenzione di intervenire in favore di quelle governative. Poco dopo, il massimale del 7% sull'espansione del credito bancario è stato prorogato a tutto luglio 1973.

Austria. Nel corso degli ultimi cinque anni l'economia austriaca si è conservata in una traiettoria di sviluppo virtualmente ininterrotto. Dopo una momentanea flessione all'inizio del 1973, ascrivibile all'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto, la domanda globale si è subito di nuovo ripresa ed è rimasta piuttosto vivace fino all'autunno. In termini reali gli investimenti fissi hanno subito un rallentamento considerevole, specie nel settore delle imprese; le esportazioni e i consumi privati, per quanto aumentati meno velocemente che nel 1972, hanno contribuito in modo determinante all'espansione della domanda. La capacità produttiva è stata sfruttata in pieno e le condizioni di penuria sul mercato del lavoro hanno provocato un nuovo afflusso di lavoratori stranieri. Tuttavia, i salari sono aumentati un po' meno che nel 1972 e il rialzo dei prezzi al consumo, sebbene moderatamente più rapido di prima, è stato inferiore a quello di molti altri paesi.

Nel complesso, perciò, sembra che le autorità abbiano avuto un certo successo nell'alleggerire le tensioni economiche. Questo è in parte attribuibile all'adozione tempestiva, verso la fine del 1972 e l'inizio del 1973 di un'ampia gamma di misure restrittive. Esse comprendevano riduzioni delle spese governative, massimali ai prestiti concessi dagli istituti creditizi, incremento delle riserve obbligatorie minime e più alti saggi d'interesse. In più si è subordinato il ricorso al credito della banca centrale all'osservanza delle direttive circa i prestiti. Infine, sono state adottate misure valutarie ed altre per parare o sterilizzare gli afflussi di capitali.

Nel marzo 1973 lo scellino è stato lasciato fluttuare al rialzo e all'inizio di luglio è stato nuovamente rivalutato insieme ad analogo aggiustamento del marco tedesco. Tali variazioni sono state considerate utili per mitigare l'impatto all'interno dell'inflazione mondiale e prevenire una emigrazione di lavoratori verso la Germania. In più, in maggio è stato deciso di prorogare fino alla fine dell'anno le misure monetarie e fiscali introdotte nel tardo 1972. Nello stesso tempo le autorità provinciali e locali

si sono poste obiettivi di restrizione delle spese simili a quelli del governo, decidendo concordemente di sterilizzare parte del loro reddito durante l'estate.

Date le misure in atto per limitare gli afflussi di capitali, ed atteso il contributo di un deficit della bilancia dei pagamenti alla stretta monetaria, la liquidità bancaria si è ridotta in primavera e i saggi del mercato del danaro hanno cominciato a superare i rendimenti del mercato dei capitali. Per evitare distorsioni del mercato la Banca nazionale ha allentato la stretta sulle banche in aprile 1973, diminuendo gli obblighi di riserva ed impegnandosi in limitate operazioni di mercato aperto. Nei mesi successivi, pur in un regime prevalentemente di restrizioni, la liquidità bancaria è stata gestita in modo flessibile. L'espansione del credito bancario si è conservata generalmente al di sotto dei massimali di credito, essendo stata mantenuta all'11%, contro il 21% del 1972. Nello stesso tempo, però, gli acquisti da parte delle banche di titoli (compresi i titoli governativi a breve termine) sono aumentati da scellini 3 miliardi nel 1972 a scellini 10,4 miliardi lo scorso anno. L'ammontare complessivo dei prestiti concessi dalle banche al settore non bancario è asceso a scellini 38,1 miliardi, contro scellini 47,3 miliardi nel 1972. Grazie anche ad un incremento sostanzialmente più scarso nel volume netto dei crediti verso l'estero del sistema bancario, l'espansione dell'offerta di moneta (M_1) si è ridotta dal 23% nel 1972 al 6% nel 1973.

Sul mercato obbligazionario le emissioni sono scese da scellini 15,7 a 12,3 miliardi, soprattutto per il rallentamento della domanda di titoli da parte di privati, a seguito dell'applicazione di alcune nuove misure, incluse quelle fiscali, che hanno reso più convenienti altri tipi di investimento. L'incremento di 1 punto nei rendimenti delle obbligazioni, che hanno raggiunto l'8,5% in media in dicembre, non ha offerto sufficiente attrattiva.

Le condizioni della domanda sono diventate alquanto meno tese alla fine del 1973, ma nei mesi recenti l'attività economica ha continuato a svilupparsi ad un ritmo elevato. Nella prospettiva di ulteriori aumenti dei prezzi, sono state di nuovo prorogate le misure fiscali e monetarie restrittive, con le sole eccezioni di un modesto aumento del massimale d'incremento del credito e di una riduzione delle riserve obbligatorie per alcuni periodi, onde allentare un po' la rigidità della liquidità bancaria. A metà maggio, dopo che le pressioni sul mercato ebbero spinto la media dei rendimenti obbligazionari al 9,1%, le autorità hanno raggiunto un accordo con gli istituti di credito su un aggiustamento generale dei tassi controllati. Il saggio ufficiale di sconto è stato portato dal 5,5 al 6,5%, mentre per giugno i saggi relativi a depositi a risparmio e cedole dovrebbero aumentare in media di punti 1,5 raggiungendo, rispettivamente, il 5 e l'8,5%. Inoltre per aiutare a tenere sotto controllo l'ascesa dei prezzi, la Banca nazionale ha modificato i suoi interventi sul mercato dei cambi e lo scellino è aumentato nei confronti del marco tedesco di circa il 3%.

Danimarca. La domanda globale è cresciuta fortemente nel 1973 dopo l'ingresso della Danimarca nella Comunità europea all'inizio dell'anno. Le entrate dalle esportazioni sono state assai vivaci, in particolare quelle provenienti dai paesi della CEE, per quanto le pressioni della domanda interna e un conflitto nel settore industriale in primavera abbiano ostacolato un andamento migliore. Gli investimenti fissi delle

imprese sono aumentati in termini reali del 15 % e la spesa per i beni di consumo durevoli ha avuto una accelerazione. Nel corso dell'anno il salario medio orario nella industria manifatturiera è cresciuto del 25 %, contro poco più dell'11 % nel 1972, mentre l'aumento dei prezzi al consumo è balzato al 12,6 % dal 7 % circa dell'anno precedente. Le pressioni della domanda sulla capacità produttiva e la intensa attività di ricostituzione delle scorte hanno provocato un forte incremento delle importazioni, accentuato dall'eliminazione all'inizio dell'anno della sovrimposta temporanea sulle importazioni.

Nel corso del 1973 la politica di bilancio è stata improntata a criteri di considerevole rigore. In marzo il nuovo bilancio ha previsto, tra l'altro, aumenti nella tassazione delle società, l'applicazione dell'imposta sul valore aggiunto sulle nuove case e il rallentamento di investimenti pubblici. In ottobre il numero di permessi per costruzioni di nuove case è stato ridotto del 14 %, mentre sono aumentate le imposte indirette sui beni meno essenziali. Nell'intero 1973 la spesa pubblica in termini reali è cresciuta, secondo stime, di circa il 3,5 %, pari a quasi la metà del 1972. Le stime in novembre hanno indicato un avanzo di cassa del governo centrale per l'anno fiscale terminante a marzo 1974 di circa cor.dan. 3,7 miliardi, contro cor.dan. 1,8 miliardi dell'anno precedente. Il rafforzamento del bilancio, insieme all'ulteriore - ma ridotto - ricorso all'indebitamento sull'estero, ha messo in grado il governo di migliorare la propria posizione netta nei confronti della Banca nazionale di cor.dan. 3,3 miliardi nell'anno solare 1973.

La politica monetaria si è conservata restrittiva durante tutto l'anno. Il massimale globale di credito per banche commerciali e casse di risparmio, aumentato nel dicembre 1972 del 4 %, è stato lasciato invariato fino all'autunno del 1973, ma i prestiti hanno continuato ad espandersi rapidamente sulla base delle linee di credito esistenti. In ottobre il Parlamento ha approvato una nuova legge per la disciplina del credito allo scopo di rafforzare i poteri di controllo delle autorità monetarie e facilitare la gestione selettiva del credito. Sulla base della nuova legge la Banca nazionale e gli istituti finanziari hanno concordato di conservare il massimale del credito, che è stato aumentato di un ulteriore 2 % in novembre, nonché le restrizioni sui prestiti al consumo. Il massimale di credito è stato esteso ai prestiti a lungo termine concessi dalle casse di risparmio, ed i crediti eccedenti tale massimale sono stati assoggettati all'obbligo della costituzione di un deposito infruttifero di pari ammontare presso la Banca nazionale. La legge ha previsto anche l'introduzione di rapporti fra cassa e riserve, ma l'applicazione ne è stata rimandata a causa della situazione di scarsa liquidità. Il saggio ufficiale di sconto, aumentato dal 7 all'8 % in luglio per motivi prevalentemente esterni, è stato portato al 10 % in due fasi sul volgere dell'anno soprattutto per contribuire a neutralizzare l'inflazione.

Il volume globale del credito concesso dalle banche commerciali e dalle principali casse di risparmio è aumentato durante il 1973 del 15,5 %, rispetto al 12,3 % nel 1972. Inoltre, con le linee di credito interno sempre più ristrette, l'industria privata ha largamente sviluppato il proprio ricorso all'indebitamento estero, così che la Banca nazionale ha accresciuto le riserve in valuta estera, nonostante il maggior deficit di parte corrente. Tuttavia, grazie alla sterilizzazione dei fondi del governo centrale presso la Banca nazionale, l'incremento del 12,5 % dell'offerta di moneta definita in senso lato è stato leggermente inferiore a quello del 1972.

Le emissioni nette globali sul mercato dei capitali, rappresentate in gran parte da titoli ipotecari, sono aumentate da cor.dan. 13,4 miliardi nel 1972 a cor.dan. 17,2 miliardi lo scorso anno. Alla metà di febbraio 1974 i rendimenti di alcune obbligazioni hanno raggiunto il 15 %, contro il 12 % circa della fine del 1972.

All'inizio del 1974 la situazione economica era poco rassicurante. Anche prima della crisi petrolifera il deficit di parte corrente era divenuto cospicuo e l'inflazione dei prezzi aveva avuto un'accelerazione; la sostanziale dipendenza della Danimarca dalle importazioni di combustibili ha acuito enormemente questi problemi. In gennaio il governo ha imposto il blocco dei prezzi e dei profitti per due mesi, successivamente prorogato sulla base di una gamma più limitata di beni e servizi. In febbraio è stato introdotto un programma antinflazionistico, che prevede una riduzione della spesa pubblica, un programma di risparmi obbligatori per i contribuenti tassati sul reddito e sovvenzioni di bilancio all'industria per compensare gli alti costi per salari e contribuire a tener bassi i prezzi. Nel campo monetario, la Banca nazionale, mentre ha cercato di alleggerire le tensioni sulla liquidità bancaria nei primi mesi del 1974, è restata nella determinazione di applicare una politica restrittiva sia per combattere l'inflazione sia per assicurare il finanziamento del disavanzo sull'estero. In maggio il governo ha annunciato un forte inasprimento delle imposte di vendita su beni durevoli e alcuni altri beni di consumo.

Norvegia. Come nell'anno precedente, anche in gran parte del 1973 la sostenuta tendenza ascendente delle esportazioni ha contribuito a mantenere lo sviluppo dell'economia su un livello soddisfacente. Gli investimenti industriali, ridottisi nel 1972, si sono intensificati sensibilmente durante l'anno, in parte in conseguenza di maggiori importazioni di navi e di stanziamenti connessi allo sfruttamento del petrolio; si è ridotto invece il ritmo di crescita degli investimenti pubblici e dell'edilizia per abitazioni. Il prodotto nazionale lordo reale è aumentato del 3,6 %, mentre i consumi privati sono aumentati solo di circa la metà di tale percentuale. Come in altri paesi, tuttavia, nel settore dell'industria manifatturiera — particolarmente quella destinata all'esportazione — si sono avvertite limitazioni della capacità produttiva e penuria di manodopera specializzata.

Il governo ha cercato di contenere sia le pressioni esercitate dalla domanda sia quelle provenienti dai costi. Il bilancio per il 1973 intendeva mantenere l'aumento della spesa in linea con l'espansione del prodotto nazionale lordo nominale. Calcolando pure i fondi di previdenza sociale, il bilancio dello stato ha presentato un avanzo pari a quasi il 4,3 % del prodotto nazionale lordo, rispetto al 3,5 % nel 1972. Quanto ai prezzi, all'inizio dell'anno è stato introdotto un sistema di sorveglianza in sostituzione del blocco generale dei prezzi in vigore dal settembre 1972. Questo provvedimento, insieme all'impegno del governo di concedere temporanei sussidi ai prodotti alimentari e di mantenere una generale politica restrittiva, ha contribuito a moderare la domanda durante le trattative salariali della primavera. In particolare, le clausole di indicizzazione sono state formulate su una base più ristretta che in passato.

Le direttive al credito per il 1973, così come erano state rivedute durante l'anno, hanno consentito un'espansione totale del credito di origine interna di circa il 7%. Oltre a ciò, le autorità hanno previsto un forte aumento delle importazioni di capitali

destinate soprattutto al settore navale, nonché alla produzione di petrolio e servizi relativi al largo delle coste, così da far aumentare l'offerta globale di credito di ben oltre un terzo. Nella prima metà del 1973, tuttavia, la presenza di tensioni monetarie all'estero ha causato ingenti afflussi di fondi e reso necessario l'intervento delle autorità per impedire che il credito bancario interno superasse i limiti fissati. In aprile la Banca di Norvegia ha fatto uso della disposizione relativa alla costituzione di riserve addizionali nella misura del 50% del credito bancario in eccesso. La Banca ha elevato anche, in due fasi successive in giugno e settembre, le riserve di liquidità primarie per le casse di risparmio situate nel sud del paese. Queste misure, insieme ai crescenti saggi d'interesse all'estero, hanno condotto a una contrazione della liquidità bancaria. In dicembre, poichè l'espansione del credito delle casse di risparmio era tornata entro i limiti fissati e le anticipazioni delle banche commerciali si mantenevano perfino al di sotto del massimo previsto, sono state abolite le riserve obbligatorie addizionali. Durante l'anno la quantità di moneta e quasi moneta è aumentata del 12%, cioè praticamente con lo stesso saggio del 1972.

Verso la fine del 1973 le autorità prevedevano la necessità di continuare nella politica restrittiva. A metà novembre, in un clima di forte aumento dei prezzi delle esportazioni e delle importazioni e in vista di una nuova serie di negoziazioni salariali nella primavera del 1974, la corona norvegese è stata rivalutata del 5% per fini antinflazionistici. Il bilancio preventivo per il 1974 ha contemplato una più lenta espansione della spesa rispetto al prodotto nazionale lordo. Alla fine di marzo 1974 la Banca di Norvegia ha elevato il saggio ufficiale di sconto dal 4,5 al 5,5% per la prima volta dalla fine del 1969. Poichè gli investimenti fissi stavano crescendo rapidamente, le misure sono state adeguate a questo andamento, di modo che l'espansione del credito di origine interna si sarebbe approssimata al 6% e le importazioni di capitali avrebbero segnato di nuovo livelli quasi altrettanto alti che nel 1973. In tali circostanze le riserve obbligatorie primarie delle casse di risparmio nel sud del paese sono state ridotte dal 5 al 4%.

Svezia. Lo scorso anno, l'economia ha presentato un andamento piuttosto differente rispetto a quello della maggior parte degli altri paesi. Dopo aver segnato una lenta ripresa successivamente alla recessione del 1971, all'inizio del 1973 l'andamento ascendente in effetti ha perso slancio, per riaccelerare solo verso la metà dell'anno. Le esportazioni hanno risentito favorevolmente degli elevati livelli di attività all'estero e, contrariamente a quanto è avvenuto per la spesa in investimenti del settore pubblico, gli investimenti fissi delle imprese, grazie a misure di incentivazione, hanno proceduto a ritmo sostenuto. Non si è però realizzata la prevista accelerazione nel ritmo dei consumi privati e della costituzione delle scorte; inoltre la saturazione del mercato delle case ha provocato una flessione nell'edilizia per abitazioni e negli investimenti delle autorità locali a questa connessi. L'aumento del prodotto nazionale lordo reale per l'intero anno è stato quindi di appena il 2,9%, di poco superiore a quello del 1972.

Pur mantenendo le varie facilitazioni fiscali introdotte nel 1971 e nel 1972, il governo ha attuato un'azione diretta per contenere gli aumenti dei prezzi, fra cui un blocco di quelli del latte e della carne all'inizio dell'anno e un massimale sui prezzi interni del legname in settembre. L'imposizione dell'obbligo di notifica preventiva

degli aumenti dei prezzi dei prodotti da polpa di legno e cartari, introdotta a questa data, è stata successivamente estesa anche a quelli petroliferi.

Già dall'autunno è sembrato oramai da escludere che la fase ciclica ascendente all'estero potesse provocare un diffuso surriscaldamento dell'economia in Svezia. Perciò, in dicembre, con un certo ritardo causato dall'incertezza circa i possibili effetti della crisi petrolifera, sono state poste in vigore misure destinate a rafforzare l'espansione economica. Anzitutto, le società sono state autorizzate a continuare a fare uso, sino alla fine del 1974, di fondi precedentemente bloccati alla Riksbank e ciò non solo per finanziare costruzioni, ma anche per effettuare investimenti in macchinari nelle aree depresse. Inoltre, sono stati aumentati i sussidi governativi per investimenti diretti al miglioramento ambientale decisi fra la fine di ottobre 1973 e la fine di maggio 1974. Infine, si è provveduto ad elevare gli assegni familiari per i figli ed i fondi destinati ad investimenti pubblici e a programmi sociali intesi a ridurre il fenomeno della disoccupazione strutturale. Il blocco dei prezzi sui prodotti alimentari è stato contemporaneamente prorogato sino alla fine del 1974, accompagnandolo con un incremento compensatorio nei sussidi all'agricoltura. Si è calcolato che queste misure avrebbero rappresentato un costo totale per il bilancio di circa cor.sv. 1,5 miliardi.

Anche la politica monetaria ha continuato a segnare un corso espansionistico, senza mutamenti significativi dal punto di vista sia delle riserve obbligatorie sia dei saggi d'interesse. Sotto l'influenza del crescente avanzo sull'estero e dell'ancora vistoso disavanzo del bilancio pubblico, la liquidità delle banche ha continuato ad accrescersi

Svezia: Flussi creditizi netti.

Erogatori di credito	Anni	Utilizzatori di credito				
		Governo	Autorità locali	Edilizia residenziale	Settore delle imprese	Totale
		milioni di corone svedesi				
Riksbank	1971	1.524	—	30	30	1.524
	1972	— 183	6	—	3	— 174
	1973	— 1.538	5	—	22	— 1.511
Banche commerciali	1971	1.220	203	596	3.193	5.212
	1972	1.949	125	1.946	4.053	8.073
	1973	3.252	286	2.411	5.262	11.211
Altre banche	1971	— 698	665	1.593	949	2.509
	1972	1.831	673	2.685	1.330	6.519
	1973	— 294	125	3.334	2.044	5.209
Istituti pubblici di assicurazione . . .	1971	953	822	4.139	3.269	9.183
	1972	1.936	766	2.676	2.797	8.175
	1973	1.868	686	3.598	3.130	9.282
Istituti privati di assicurazione . . .	1971	— 90	141	1.736	911	2.698
	1972	460	291	1.401	1.082	3.244
	1973	832	147	1.699	1.370	4.048
Altri creditori	1971	— 273	5	45	372	149
	1972	352	39	18	745	1.154
	1973	2.030	88	— 254	128	1.992
Totale	1971	2.636	1.836	8.079	8.724	21.275
	1972	6.345	1.900	8.726	10.020	26.991
	1973	6.150	1.337	10.768	11.956	30.231

Fonte: Sveriges Riksbank.

fortemente, e l'espansione dell'offerta di moneta, nella sua definizione più ampia, è stata di circa il 12,5 %, manifestando un saggio pressochè uguale a quello del 1972 ed anche del precedente periodo di recessione 1967-68.

Le condizioni sul mercato del credito sono rimaste agevoli e i mutuatari non hanno incontrato difficoltà nel soddisfare le loro richieste di finanziamento. Pari a cor.sv. 30,2 miliardi nel 1973 e a cor.sv. 27,0 miliardi nel 1972, l'aumento del credito totale netto ha rappresentato in entrambi gli anni circa il 13,5 % del prodotto nazionale lordo nominale. In estate sono stati riveduti gli accordi stipulati fra le autorità e gli istituti di credito in modo da facilitare la conversione dei crediti all'edilizia in prestiti ipotecari. Sebbene i crescenti profitti consentissero maggiori possibilità di autofinanziamento è aumentato anche il credito al settore delle imprese, avendo queste ultime destinato parte dei prestiti ad accrescere la loro liquidità.

Dato il ristagno dell'attività economica interna, soltanto le industrie destinate all'esportazione hanno avvertito tensioni nella capacità produttiva. La disoccupazione, annualmente rettificata, che si era mantenuta su livelli assai elevati fino all'autunno, si è poi ridotta progressivamente. Prima dell'accelerazione dovuta al rincaro dei prezzi del petrolio, il ritmo di ascesa dei prezzi al consumo era minore di quello di molti altri paesi. Il costo della mano d'opera si è elevato per effetto di una legge, introdotta in dicembre, che trasferiva dai lavoratori ai datori di lavoro l'onere dei contributi per le pensioni. Tuttavia, i nuovi contratti collettivi di lavoro su base nazionale, stipulati in gennaio e negoziati prima che potesse avvertirsi l'effetto pieno della crisi petrolifera, hanno previsto aumenti salariali assai modesti.

Sembra che, a conti fatti, la crisi del petrolio non abbia colpito gran che la produzione. All'inizio del 1974 la disoccupazione si è contratta ulteriormente, sebbene il settore delle costruzioni fosse ancora debole. Il bilancio preventivo per l'esercizio 1974-75, presentato in gennaio, poneva, con una stima approssimativa, il disavanzo a circa cor.sv. 6,5 miliardi. Poco dopo venivano introdotte nuove misure atte a neutralizzare la possibile influenza depressiva sull'economia del rincaro dei prodotti petroliferi e a correggerne in parte gli effetti inflazionistici. Queste includevano speciali esborsi supplementari per pensioni e assegni familiari per i figli, da corrispondersi in aprile; l'esenzione dall'imposta sul valore aggiunto per le costruzioni iniziate durante il 1974; e più elevati sussidi ai prodotti alimentari e agli investimenti aventi lo scopo di ridurre il consumo di energia. A ciò si è aggiunta poi in febbraio una riduzione generale dal 17,65 al 13,64 % dell'aliquota ordinaria dell'imposta sul valore aggiunto limitatamente al periodo aprile-settembre 1974. Il costo totale di queste nuove misure è calcolato in cor.sv. 4 miliardi, circa l'1,5 % del prodotto nazionale lordo. Successivamente si è stimato che il disavanzo di bilancio avrebbe potuto raggiungere la cifra di cor.sv. 10-11 miliardi sia durante l'esercizio corrente sia in quello successivo, rispetto a cor.sv. 6,2 miliardi nell'esercizio 1972-73. Contemporaneamente è stato prorogato oltre la fine di giugno 1974 il blocco sui prezzi della carne, del latte e dei prodotti del legname, poi ampliato in marzo per includervi il pane, gran parte del materiale da costruzione e la carta da giornali.

Nell'aprile 1974 è stato elevato dal 5 al 6 % il saggio ufficiale di sconto che era rimasto invariato dal novembre 1971 e si sono adottate misure intese ad elevare i saggi d'interesse a lungo termine mantenutisi sul medesimo livello durante il 1972

e il 1973. Contemporaneamente si è provveduto a rialzare dall'1 al 5% il coefficiente delle riserve obbligatorie in contante delle banche commerciali, in modo da congelare circa cor. sv. 2,9 miliardi dei loro fondi e a richiedere alle banche di contenere l'espansione del credito, eccezion fatta per quello destinato all'edilizia per abitazioni. Queste misure sono state introdotte successivamente al verificarsi di forti deflussi di fondi, ma poichè l'economia presentava ora un più veloce ritmo d'espansione, l'adozione di una politica monetaria meno agevole è sembrata consigliabile anche dal punto di vista interno.

Finlandia. Dall'estate 1972 grazie all'influsso di una politica monetaria e fiscale espansionistica, l'attività economica si è sviluppata con un ritmo molto veloce. Sebbene nel nord del paese la disoccupazione sia rimasta elevata, ben presto nel 1973 l'espansione globale della produzione ha cominciato a risentire della penuria di manodopera specializzata e dell'insufficiente capacità degli impianti. Sommandosi una ripresa degli investimenti industriali al perdurare del boom nell'edilizia per abitazioni e al rapido aumento della spesa in beni di consumo durevoli, sono emerse severe pressioni della domanda. Il rincaro delle importazioni e la concessione di aumenti salariali ben superiori agli incrementi della produttività hanno inoltre contribuito ad un aumento del 15,6% dei prezzi al consumo durante l'anno. Mentre la crescita delle esportazioni è stata rallentata da limitazioni della capacità produttiva, le importazioni hanno avuto un rapido incremento, cosicchè all'inizio dell'anno la bilancia dei pagamenti è passata in disavanzo.

Il drenaggio di liquidità di origine esterna è stato accentuato da una politica economica sempre più restrittiva. In febbraio la Banca di Finlandia ha diminuito dal 30 al 15% la sua partecipazione al finanziamento del credito ai produttori all'interno e all'inizio della primavera il governo ha ridotto i programmi di lavori pubblici e simili diretti a creare occupazione ed ha altresì aumentato i propri depositi presso la Banca di Finlandia. Per di più, oltre a rallentare l'espansione della spesa, il governo ha introdotto un'imposta del 40% sulle costruzioni iniziate nel sud della Finlandia fra il giugno 1973 e il settembre 1974, le quali non abbiano carattere prioritario.

Nel quadro di una serie di restrizioni monetarie annunciate in giugno, la Banca di Finlandia ha elevato dal 7,75 al 9,25% il saggio ufficiale di sconto a partire da luglio e sono stati aumentati i saggi attivi e passivi delle banche. Si richiedeva inoltre a queste di restringere il credito destinato al consumo, alla costituzione di scorte e alle costruzioni non prioritarie e di posporre in generale l'apertura di nuovi crediti per i progetti meno essenziali. Si prevedeva inoltre che la liquidità interna avrebbe subito una riduzione per effetto sia del divieto, stabilito contemporaneamente, di utilizzare il credito per talune importazioni — soprattutto di beni di consumo — sia dell'obbligo di costituire presso la Banca di Finlandia depositi in contanti sui prestiti a medio e lungo termine contratti all'estero. Per evitare che le banche commerciali si trovasero sottoposte a tensioni eccessive, le quote ammesse al credito della banca centrale sono state elevate in agosto ed è stato poi introdotto un saggio di penalizzazione superiore del 4% a quello di sconto sul totale dell'indebitamento degli istituti di credito presso la banca centrale che superasse di oltre il 40% — precedentemente 20% — le loro quote. Poichè il bilancio era in forte avanzo, in novembre il governo ha bloccato MF 500 milioni in un fondo anticongiunturale. Inoltre, nel 1973 i fondi

detenuti presso la Banca di Finlandia sotto forma di certificati di deposito sono aumentati di MF 660 milioni.

Nel corso dell'intero anno, la quantità di moneta e quasi moneta è aumentata del 15,5% rispetto al 17% del 1972. I prestiti degli istituti di credito all'economia hanno segnato un incremento del 23%. Le banche commerciali, i cui depositi sono aumentati solo dell'11% durante l'anno, hanno aumentato di MF 1.860 milioni il loro ricorso al credito della banca centrale; pari a MF 2.615 milioni alla fine dell'anno il loro indebitamento nei confronti dell'istituto di emissione superava del 69% il totale delle loro quote.

Sebbene gli investimenti si fossero rafforzati in seguito alla stipulazione dell'accordo commerciale con la CEE nell'ottobre del 1973, all'inizio del nuovo anno il boom dei consumi sembrava indebolirsi e si prevedeva che la crisi petrolifera avrebbe causato un certo grado di disoccupazione. In febbraio è stata elevata al 30% la partecipazione della Banca di Finlandia ai crediti concessi ai produttori all'interno e decisa l'adozione di misure per promuovere il credito all'esportazione. Si è avuto inoltre l'aumento del 50%, in due fasi successive in febbraio e in aprile, nelle quote delle banche commerciali ammesse al credito della banca centrale. Nel frattempo, veniva ridotta in media di circa il 15% l'imposizione indiretta sui prodotti petroliferi. Il bilancio preventivo per il 1974, come modificato in marzo, prevede un fabbisogno finanziario netto di MF 165 milioni, rispetto a un surplus di MF 1.700 milioni nel 1973, ed un aumento del 25% della spesa, nonché sgravi dell'imposta sul reddito — con una perdita di bilancio per MF 950 milioni — in esecuzione di un accordo circa la politica dei redditi destinato a durare due anni con decorrenza da aprile. Quest'ultimo prevede anche aumenti nelle indennità di sicurezza sociale e sussidi ai prodotti alimentari, oltre ad un ampliamento dei controlli sui prezzi. E' stato calcolato che questo accordo, tenendo anche conto degli aumenti di fatto delle retribuzioni, provocherà, fra il 1973 e il 1974, un rialzo medio del 14,5% di queste ultime.

Spagna. La forte ripresa economica iniziata verso la fine del 1971 è continuata fino all'estate scorsa, ma ha poi rallentato il suo ritmo in seguito alla piena utilizzazione delle risorse produttive. Le più forti componenti della domanda erano costituite dalle esportazioni e dagli investimenti, ma anche i consumi privati hanno progredito in modo sostenuto e l'incremento del prodotto nazionale lordo reale per l'intero anno è stato dell'8%, pressochè uguale a quello del 1972. E' stato raggiunto un livello elevato di occupazione, le importazioni sono aumentate fortemente e le intense pressioni determinate nei rapporti costi — prezzi hanno provocato un incremento dell'indice del costo della vita del 14% durante l'anno. Si è quindi provveduto a rendere più restrittiva la politica monetaria, ad accentuare i controlli sui prezzi e a fare ricorso, verso la fine dell'anno, ad una politica dei redditi.

Quanto al settore monetario, si è richiesto alle banche, in parte al fine di neutralizzare gli effetti sulla liquidità di precedenti afflussi di fondi, di osservare su base giornaliera, dal marzo 1973 in poi, il coefficiente previsto per le riserve in contante ed in aprile si è provveduto a ridurre di pesetas 5 miliardi le quote del risconto ordinario delle banche presso la Banca di Spagna. In luglio è stato elevato il saggio ufficiale di sconto dal 5 al 6%. Inoltre il governo ha iniziato l'emissione di buoni del

Tesoro a tre mesi su base flessibile e per la prima volta la Banca di Spagna ha intrapreso regolari operazioni di mercato aperto per influire sulla liquidità delle banche.

L'anno scorso l'incremento della spesa pubblica è stato minore di quello del prodotto nazionale lordo nominale ed il bilancio, escluse le transazioni finanziarie, è passato ad una posizione eccedentaria. Tuttavia, essendo aumentate le sovvenzioni del Tesoro alle istituzioni creditizie ufficiali ed invece molto diminuita, rispetto al 1972, l'emissione di titoli di stato, la posizione netta del Tesoro nei confronti della Banca di Spagna è peggiorata, dopo il forte miglioramento del 1972. Il bilancio preventivo per il 1974 contempla un aumento della spesa di proporzioni piuttosto modeste; è prevista però per la prima volta la costituzione di un fondo congiunturale da usarsi, se necessario, per sostenere l'attività economica.

In settembre si è posto un blocco, per il resto dell'anno, all'aumento dei prezzi di numerosi beni e servizi, integrandolo con misure di liberalizzazione delle restrizioni alle importazioni e divieti alle esportazioni di alcuni prodotti. Alla fine di novembre è stato annunciato un più vasto programma di misure in materia di prezzi e redditi, assoggettandosi a controllo o a direttive ufficiali i prezzi di una serie di voci il cui totale ponderato incida per due terzi sull'indice del costo della vita. Gli aumenti delle retribuzioni in base agli accordi collettivi avrebbero dovuto in genere essere limitati all'incremento del costo della vita. La distribuzione dei dividendi da parte delle società dovrà essere limitata ad un livello pari alla media del 1972-73. Infine, si è avuta l'adozione di misure per assicurare che nel primo semestre del 1974 l'aumento della spesa pubblica si mantenga molto vicino a quello previsto nel bilancio.

Press'a poco nello stesso periodo, tuttavia, le preoccupazioni che il boom delle esportazioni e degli investimenti potesse presto esaurirsi erano accentuate dallo scoppio della crisi del petrolio. Pertanto, il programma di novembre contemplava anche la possibilità di fornire, se necessario, incentivi selettivi agli investimenti e si provvide a ridurre dal 14 al 12% l'imposta sui redditi da lavoro. Inoltre ci si astenne dall'effettuare nuove emissioni di buoni del Tesoro ed in dicembre venne portato dal 7,5 al 6,75% il coefficiente delle riserve obbligatorie in contanti delle banche e ristretta la gamma di passività ad esso sottoposte.

L'adozione di una politica dei prezzi e dei redditi ha condotto ad un ulteriore allentamento delle misure monetarie all'inizio del 1974. Sebbene in gennaio venisse elevato dal 21 al 22% il coefficiente obbligatorio degli investimenti in titoli delle banche, la Banca di Spagna si è astenuta dal neutralizzare l'aumento stagionale tipico della liquidità bancaria ed ha aumentato di pesetas 21 miliardi in quattro fasi successive, fra gennaio e marzo, le quote delle banche ammesse al risconto ordinario. In marzo, tuttavia, il governo ha deciso di limitare gli aumenti del prezzo dei prodotti petroliferi, con una perdita di pesetas 30 miliardi in termini di gettito mancato. Veniva inoltre rinviata l'applicazione di aumenti dei contributi di sicurezza sociale, con un costo di pesetas 15 miliardi ed annunciato un forte aumento della spesa governativa in investimenti.

Portogallo. Dopo una certa ripresa della produzione nel 1972, l'anno scorso l'espansione è continuata ad un ritmo moderato grazie all'incremento delle esportazioni e al turismo straniero. Gli investimenti fissi sono di nuovo aumentati ed i consumi

hanno mantenuto una tendenza ascendente. Le importazioni, contrattesi all'inizio dell'anno, sono salite considerevolmente in seguito. Il ritmo dell'inflazione è accelerato e gli indici dei prezzi al consumo hanno registrato un aumento di circa il 20% durante l'anno.

La quantità di moneta e quasi moneta detenuta dal settore privato è cresciuta di circa il 28%, rispetto al 22% nel 1972. L'anno scorso, la liquidità del sistema ha risentito meno che nel 1972 degli acquisti netti di valuta da parte delle autorità, ma ciò è stato in parte controbilanciato da una maggiore accelerazione del credito concesso all'interno dalla Banca del Portogallo, soprattutto nella forma di credito agevolato alle esportazioni e agli investimenti. Sebbene all'inizio del 1973 le riserve obbligatorie delle banche commerciali fossero state leggermente rialzate, il sistema creditizio è riuscito ad aumentare del 37% — rispetto al 23% del 1972 — il totale del credito al settore privato. Gran parte dell'incremento è ancora una volta avvenuto nella forma di sconto di cambiali e, grazie alle misure selettive adottate all'inizio dell'anno per limitare il credito delle banche commerciali al consumo e alle importazioni, una più elevata percentuale è stata destinata al finanziamento delle esportazioni e dell'attività produttiva interna.

Oltre a svolgere un'azione diretta sui prezzi di vari beni e servizi, in ottobre il governo ha istituito un Consiglio Nazionale dei Prezzi al fine di negoziare accordi per limitarne l'aumento in determinati settori dell'industria. Dato che l'accelerazione della spesa governativa era più o meno compensata da un maggior gettito fiscale, i conti del Tesoro per l'anno in esame hanno presentato di nuovo un avanzo globale.

In dicembre la Banca del Portogallo ha elevato dal 4 al 5% il saggio ufficiale di sconto e al 5,5% il proprio saggio sulle anticipazioni di conto corrente. Contemporaneamente, la maggior parte dei saggi attivi e passivi degli istituti di credito sono stati aumentati e si sono adottate misure per ampliare i differenziali dei saggi d'interesse in favore dei depositi a lungo termine. Nello stesso tempo gli istituti di credito di diritto pubblico e le banche erogatrici di credito a lungo termine sono stati autorizzati ad emettere certificati di deposito negoziabili. All'inizio del 1974 il ricorso alla Banca del Portogallo da parte degli istituti di credito per ottenere anticipazioni di conto corrente eccedenti determinati limiti è stato sottoposto a un saggio di penalizzazione del 6,5%, stabilendosi che questa fonte di finanziamento potesse essere ridotta ove la si utilizzasse per fini diversi da temporanee esigenze di liquidità. Sono stati inoltre applicati criteri più selettivi nella valutazione della domanda di credito delle banche, qualsiasi fosse il tipo di finanziamento richiesto.

In maggio il nuovo governo ha indicato di voler perseguire, come obiettivo prioritario, la riduzione dell'elevato saggio d'inflazione e il miglioramento delle strutture industriali.

Jugoslavia. Le vaste misure antinflazionistiche introdotte nei due anni precedenti sono state ulteriormente rafforzate nei primi mesi del 1973. Le nuove iniziative hanno compreso non solo misure restrittive fiscali e monetarie, ma anche decurtazioni selettive dei salari, dei prezzi e degli investimenti, oltre ad una rilevante liberalizzazione delle importazioni. Tali misure hanno contribuito ad un rallentamento nella domanda interna ed in particolare negli investimenti fissi. Di conseguenza,

la produzione industriale è rallentata, c'è stato un ristagno dell'occupazione e le scorte di prodotti finiti sono aumentate rapidamente. Cionondimeno, i prezzi hanno continuato a crescere, in parte a seguito della necessità di ulteriori aggiustamenti amministrativi dei medesimi, ma anche a causa dell'aumento dei prezzi delle importazioni e della svalutazione del dinaro in linea con quella del dollaro.

Nell'estate si è avuto il completo mutamento di indirizzo nella politica economica. Le misure fiscali, amministrative e finanziarie volte a frenare gli investimenti produttivi sono state allentate e sono stati incentivati i progetti in agricoltura, energia e materie prime. I salari reali sono stati aumentati e si è reso più accessibile il credito al consumo. Nello stesso tempo si sono adottate misure per migliorare la produzione agricola e l'approvvigionamento di beni di consumo e d'investimento importati. La seconda metà dell'anno ha visto un'inversione del deprezzamento del dinaro durato fino a luglio. Nonostante questo, però, e sebbene ci fosse una situazione di domanda meno tesa all'interno, le forze inflazionistiche hanno continuato ad essere vigorose e nell'intero anno la maggior parte degli indici dei prezzi sono saliti del 20% circa, e cioè più che nel 1972.

Originariamente si era previsto che l'offerta di moneta dovesse crescere meno del prodotto sociale nominale e il limite per la concessione di prestiti bancari era stato fissato in corrispondenza a ciò. L'incremento effettivo, invece, è stato superiore a quello programmato e realizzato nel 1972, già insolitamente elevato. Nei dodici mesi, fino a novembre dello scorso anno, il credito bancario è aumentato del 20% circa, rispetto al 17,5% dell'anno precedente, e l'offerta di moneta è cresciuta nello stesso periodo quasi del 42% rispetto al 36%. Tale risultato è stato la conseguenza in parte della ripresa di una politica rivolta all'espansione, ma soprattutto di un nuovo saldo attivo nella bilancia dei pagamenti di proporzioni inaspettate, derivante principalmente dall'indebitamento all'estero a medio e lungo termine. Poiché la banca centrale si era impegnata ad un programma di prestiti per soddisfare spese prioritarie prefissate e a condizioni prestabilite, si è dimostrato difficile controllare la creazione della liquidità globale a fronte dell'avanzo sull'estero.

Nel 1973 il volume della spesa complessiva interna è salito dell'8%, contro il 5% nel 1972. Per contribuire allo sviluppo nel 1974, si ritiene necessario stimolare i consumi privati anche con una riduzione dell'imposizione indiretta e lasciare un maggior margine all'autofinanziamento delle imprese per investimenti. Per evitare un'accelerazione dell'aumento dei prezzi, il governo ha previsto un aumento consistente nelle importazioni, anche a costo di una riduzione delle riserve in valute estere.

Ungheria. Negli anni recenti, le autorità hanno avuto come obiettivo la ristrutturazione dell'economia per raggiungere un migliore equilibrio tra offerta e domanda. A tale scopo hanno cercato di esercitare un più severo controllo centralizzato dei poteri di decisione a livello aziendale. Nel 1973 questa politica ha prodotto risultati soddisfacenti. Lo sviluppo della produzione industriale ed agricola e dell'attività edilizia ha avuto una nuova accelerazione dopo un rallentamento nel 1972, sebbene gli investimenti fissi — origine principale di tensioni negli anni precedenti — siano rimasti costanti e leggermente al di sotto degli obiettivi di piano. Uno dei fini princi-

pali della politica monetaria è stato quello di assicurare una migliore utilizzazione della capacità produttiva esistente e di accelerare la vendita dei prodotti, limitando l'accumulazione delle scorte. Il credito agli investimenti è stato concesso su una scala molto più vasta, ma i risultati ancora non si sono fatti sentire. Un certo numero di grandi aziende – per la maggior parte aventi scarsi profitti – sono state completamente riorganizzate. Inoltre, le forze di lavoro industriali, dopo due anni di declino, sono aumentate dell'1,3% e vi è stato un ulteriore incremento del 5,8% nella produttività. Tutto ciò ha contribuito ad aumentare la produzione in quasi tutti i rami dell'industria. Il reddito monetario globale è salito del 10% circa, in parte a seguito delle misure adottate per eliminare le disparità nei redditi tra i vari settori e per migliorare le pensioni di sicurezza sociale. I prezzi al minuto sono aumentati in media del 3,5% e quelli dei generi alimentari del 5,2%. Tali incrementi sono serviti per adeguare i livelli dei prezzi alle strutture dei costi esistenti. I consumi personali sono cresciuti del 4,5-5% nel 1973 rispetto al 3,7% dell'anno precedente. L'aumento si è registrato soprattutto negli acquisti di beni di consumo non alimentari, probabilmente a causa della maggiore offerta di beni durevoli, connessa in parte con un incremento delle importazioni. Per il 1974 è previsto un notevole sviluppo degli investimenti, attribuendo particolare importanza al miglioramento dell'utilizzo delle risorse energetiche locali, per lo più carbone, riducendo così la dipendenza dal petrolio importato. Gli obiettivi di piano per la produzione complessiva, però, indicano un'espansione più lenta di quella realizzata nel 1973. Nel maggio 1974 sono state introdotte restrizioni, che assieme ad una più elevata imposizione fiscale tendono a limitare l'accumulazione di proprietà privata.

Cecoslovacchia. L'espansione economica è rallentata nel 1973, pur conservando un tasso di sviluppo molto positivo rispetto a quello di altri paesi industrializzati. Data la totale utilizzazione delle forze di lavoro, hanno assunto particolare importanza gli incrementi di produttività (5,5% circa nell'industria) che negli anni recenti hanno avuto una tendenza al declino anche a causa dei ritardi nel completamento dei progetti per investimenti, dello scarso livello di efficienza di alcuni nuovi impianti

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

Paesi	Reddito lordo						Reddito nazionale prodotto ¹	
	Industria		Agricoltura		Edilizia		1972	1973
	1972	1973	1972	1973	1972	1973		
aumenti annuali reali, in percento								
Bulgaria	8,3	10,6	4,8	3,0	9,3	7,0	7,0	8,7
Cecoslovacchia	6,4	6,3	3,9	4,2	9,8	6,5	5,9	5,2
Repubblica Democratica Tedesca	6,3	6,8	10,7	.	2,8	6,1	5,7	5,5
Ungheria	5,0	7,2	2,7	5,0	2,0	3,0	5,1	6,8 ²
Polonia	10,7	11,6	8,4	7,8	16,4	20,8	10,1	10,0 ²
Romania	11,7	14,7	9,2	0,2	7,5	7,3	10,0	10,8
URSS	6,5	7,4	-4,1	14,0	6,8	.	3,9	6,8

¹ Prodotto materiale netto. ² Stima.

Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1973*.

e della insufficiente utilizzazione della capacità produttiva esistente. Obiettivo principale è stato, perciò, quello di modernizzare e razionalizzare la produzione e di spostare la mano d'opera verso settori più produttivi, anche chiudendo vecchie industrie. Lo sviluppo degli investimenti lordi nel 1973 è stato dell'8,5 %, e si prevede che possa crescere alquanto nel 1974. Contemporaneamente, però, un elevato grado di priorità sarà di nuovo assegnato al settore dell'energia, che ha costituito una strozzatura per vari anni. La produzione industriale è cresciuta approssimativamente allo stesso ritmo del 1972, i beni strumentali sono aumentati più rapidamente di prima, mentre i beni di consumo hanno avuto una stasi. C'è stato un considerevole rallentamento nell'attività edilizia, mentre si è riscontrato un certo progresso nella produzione agricola. L'incremento del 6,2 % nel reddito monetario delle famiglie è stato leggermente più elevato che nel 1972. I consumi privati sono aumentati del 5,8 %, rispetto al 4,8 % dell'anno precedente. C'è stata un'offerta adeguata, a prezzi quasi costanti, di prodotti nazionali e di quelli importati, sono aumentate le scorte di alcuni beni durevoli, compreso un consistente numero di automobili invendute. Ad eccezione del più elevato saggio d'incremento programmato per le costruzioni, gli obiettivi per il 1974 sono stati fissati quasi in linea con i risultati effettivi per il 1973.

Repubblica Democratica Tedesca. L'espansione del reddito nazionale è stata pressochè simile a quella del 1972 e leggermente più elevata della media degli anni precedenti, sebbene sembri che ci sia stato un rallentamento nello sviluppo della produzione agricola globale. Il maggior aumento proporzionale è stato registrato nel settore delle costruzioni, ove la produzione è cresciuta del 6,1 % rispetto al 2,8 % del 1972, principalmente a seguito dell'incremento del 16 % nel numero delle abitazioni costruite, che contrasta con quello del 7 % nel 1972 e con le percentuali precedenti ancora più basse. La produzione industriale ha avuto per il secondo anno consecutivo una moderata accelerazione, che ha portato il saggio di espansione al di sopra della media della fine degli anni sessanta, nonostante la carenza di forze di lavoro e di capacità degli impianti, grazie all'aumento del 5,8 % nella produttività della manodopera e ad un notevole numero di ore di lavoro straordinario. Di conseguenza, l'ammodernamento e la razionalizzazione sono rimasti al centro delle preoccupazioni, mentre i programmi d'investimenti per la creazione di posti di lavoro sono stati soggetti a minuziosi esami. La formazione di investimenti fissi lordi è aumentata del 9,7 % nel 1973, contro il 2,7 % dell'anno precedente. Dato che questa accelerazione ha superato quella dell'attività edilizia, risulterebbe che gli investimenti in impianti e macchinari siano cresciuti abbastanza fortemente dando una certa priorità allo sviluppo della capacità per la produzione di beni di consumo. Poichè le strozzature nei rifornimenti di energia hanno rappresentato per lungo tempo un problema, gli investimenti in questo settore sono ancora aumentati quasi del 10 %, dopo il brusco incremento del 30 % circa nel 1972. Grazie in parte all'aumento del 15 % delle pensioni di sicurezza sociale, i consumi privati hanno continuato a crescere quasi allo stesso ritmo; le vendite complessive al minuto hanno avuto un incremento approssimativo del 6 % lo scorso anno e quelle dei prodotti non alimentari del 9 %. Il piano economico per il 1974 mira a mantenere approssimativamente gli stessi saggi di espansione raggiunti lo scorso anno; viene conferito particolare rilievo allo sviluppo delle esportazioni ed alla razionalizzazione, dando anche un'importanza maggiore alle importazioni di tecnologie e di procedimenti tecnici avanzati.

Polonia. La politica intesa a conferire maggiore flessibilità all'economia e ad aumentare i redditi reali, iniziata nel 1971, ha condotto lo scorso anno ad uno sviluppo ininterrotto e rapido. Il reddito nazionale è aumentato del 10% circa per il secondo anno consecutivo, rispetto all'8% nel 1971 e al 6% tra il 1966 e il 1970. I risultati in campo agricolo sono stati di nuovo molti positivi, la produzione industriale ha avuto un'ulteriore accelerazione e l'attività edilizia, compresa quella per abitazioni, ha raggiunto un nuovo livello senza precedenti. Questo progresso è da attribuire largamente ad un elevato saggio d'investimenti produttivi negli anni precedenti, che nel 1973 ha contribuito all'aumento della produttività del lavoro di oltre l'8% nel settore industriale e del 12% in quello edilizio. Inoltre, poichè vi erano ancora delle risorse di manodopera da utilizzare, l'occupazione è aumentata di un po' più del 3% nell'industria e del 7,9% nell'edilizia. Data la scarsità di manodopera, le autorità hanno sempre più mirato a stimolare ulteriormente gli incrementi della produttività, ancorando, ad esempio, il livello dei salari al rendimento delle imprese. Inoltre, lo scorso anno sono stati fatti sforzi per migliorare la struttura organizzativa e l'utilizzazione delle materie prime. La crisi petrolifera ha suscitato nuovi problemi, nonostante l'offerta di energia sia stata generalmente sufficiente. La formazione di investimenti fissi lordi è aumentata del 23% nel 1973, come nell'anno precedente. I redditi monetari sono cresciuti del 13%, mentre sembra che i consumi privati siano aumentati press'a poco con lo stesso ritmo del 1972, e cioè di circa il 9%. La domanda globale è stata superiore alla produzione interna provocando così un volume netto di importazioni molto più elevato. Nello stesso tempo si sono notevolmente sviluppati i depositi a risparmio privati, superando di quasi un quarto quelli del 1973. Un siffatto andamento ha rivelato una carenza nell'offerta di beni di consumo, ed in tale contesto devono essere visti i sensibili aggiustamenti verso l'alto dei prezzi di alcuni prodotti all'inizio del 1974. Il piano economico per il 1974, che prevede ancora un consistente sviluppo, dà un'importanza particolare all'incremento delle esportazioni. Le importazioni rimarranno elevate e saranno finanziate in gran parte con l'indebitamento all'estero.

Romania. Uno degli obiettivi principali nel 1973 è stata l'utilizzazione delle risorse ancora disponibili. Per incrementare le forze di lavoro i salari sono stati aumentati del 4,3% rispetto all'1,8% nel 1972, e sono state adottate misure speciali per il reclutamento di nuovi lavoratori. Per migliorare la produttività sono state introdotte alcune modifiche di carattere organizzativo (che per la maggior parte comprendevano un processo di riaccentramento) e si è conferita un'importanza maggiore al completamento dei progetti di investimenti. Inoltre, si è concentrata l'attenzione verso i settori della produzione di materie prime e dello sviluppo di fonti di energia. L'incremento della produzione industriale ha raggiunto il 14,7% nel 1973 rispetto all'11,7% dei due anni precedenti, grazie, principalmente, ad un marcato miglioramento della produttività, aumentata del 9,1% rispetto alla media del 5,3% circa nei due anni precedenti. L'occupazione, d'altra parte, è cresciuta del 5% circa, cioè in misura inferiore a quella del 1972 e del 1971. I più forti aumenti della produzione si sono registrati nelle industrie metalmeccaniche (+20,7%) e nell'industria chimica (+18,3%), mentre lo sviluppo della produzione di elettricità e di materiali per l'edilizia è continuato a saggi più moderati. Una carenza nella produzione di fertilizzanti ha contribuito a ridurre i raccolti di grano e di ortaggi, mentre l'allevamento del

bestiame è alquanto aumentato. Nonostante il limitato sviluppo della produzione agricola complessiva, il reddito agrario ha avuto un incremento dell'11,2%, superando così quello del reddito monetario globale che è cresciuto del 9,3%. Le vendite al minuto si sono ampliate del 7,8% e il reddito reale pro capite del 4,4%. Poiché il reddito nazionale è aumentato del 10,8% e gli investimenti si sono conservati praticamente stabili, vi è stata la possibilità di un notevole incremento delle esportazioni, che hanno spostato la bilancia commerciale da una posizione deficitaria ad una eccedentaria. Il piano economico per il 1974 prevede un'espansione superiore a quella registrata nel 1973.

Bulgaria. Il saggio di espansione globale è cresciuto nel 1973 dopo una stasi di tre anni. Il miglioramento è dovuto ad un più rapido aumento della produzione industriale, che nel 1972 era sceso alquanto al di sotto della media a lungo termine. La produzione di beni strumentali ha registrato aumenti molto rapidi, fra cui quello delle industrie metalmeccaniche del 16,6%; anche la produzione di beni di consumo ha mostrato un certo miglioramento in relazione agli anni precedenti. Un punto debole è stato l'approvvigionamento di energia, il cui incremento si è tenuto molto al di sotto di quello registrato nei tre anni precedenti. La produzione di materiali per l'edilizia ha incontrato ancora una volta delle strozzature, e poiché c'è stata anche carenza di manodopera edile — parzialmente a causa della partecipazione bulgara a progetti esteri — l'attività nell'industria delle costruzioni ha avuto uno sviluppo più lento. Sebbene la formazione di investimenti fissi lordi sia cresciuta meno che nel 1972, nel settore elettrico essi hanno proceduto su larga scala. Nonostante la rilevante riorganizzazione dell'agricoltura iniziata nel 1970, la produzione agricola è scesa un po' al di sotto delle aspettative. In particolare, carenze di foraggi hanno rallentato l'allevamento del bestiame. Un incremento nell'occupazione industriale ed aumenti selettivi dei salari hanno contribuito allo sviluppo considerevole del reddito complessivo, che a sua volta ha suscitato un'espansione dell'8,6% delle vendite al dettaglio, rispetto al 6,5% circa dei due anni precedenti. In un regime di prezzi al consumo abbastanza stabili, i redditi reali sono aumentati del 7,9% pro capite, e cioè quasi il doppio del 1971 e 1972. A volte c'è stata carenza nell'approvvigionamento di vari beni di consumo e prodotti agricoli. Il piano economico per il 1974 tende, ancora una volta, a realizzare una forte espansione, soprattutto nella produzione industriale..

Unione Sovietica. Il 1973 è stato un anno di rafforzamento dell'economia. Dopo un lungo periodo durante il quale l'espansione era decelerata, si da indurre all'inizio dell'anno ad una rettifica in diminuzione delle cifre del piano 1973, la produzione globale ha mostrato una nuova ripresa. L'aumento del reddito nazionale per l'intero anno è stato del 6,8%, contro il 3,9% appena nel 1972, quando la produzione totale aveva risentito di un magro raccolto. Nel 1973 l'andamento dell'agricoltura è stato molto buono, con un raccolto di cereali senza precedenti. La produzione industriale ha segnato un ritmo un po' più veloce che nel 1972, pur senza registrare i livelli passati. Ancora una volta gli aumenti maggiori sono stati registrati dall'industria chimica, automobilistica, elettronica e meccanica generale, mentre la produzione di macchinari agricoli, di petrolio e di metano è stata inferiore al previsto. Quanto alle forniture di energia, pur essendo stato possibile soddisfare in genere le esigenze

interne, non sempre si è riusciti a dare piena esecuzione ai contratti per esportazioni. Mentre la produzione di beni strumentali è aumentata dell'8,2% rispetto al 6,8% nel 1972, l'incremento del 5,9% nei beni di consumo è stato solo di poco superiore a quello dell'anno precedente. In presenza di scarsità di manodopera, la produzione industriale ha tuttavia beneficiato di un aumento della produttività del lavoro nella misura del 6%, come risultato di un processo di razionalizzazione degli investimenti. Si prevede inoltre che il vasto programma di riorganizzazione della struttura amministrativa dell'industria, iniziato nel 1973, contribuirà a svilupparne l'efficienza. Nel 1973 la formazione lorda di capitale fisso è aumentata del 3,9%, rispetto al 7,2% del 1972, ma è stata destinata in proporzione maggiore che in passato al completamento di progetti. I salari nominali sono cresciuti del 3,7%, ma essendo aumentate del 2,3% le forze di lavoro e del 5,9% il reddito dell'agricoltura, il reddito monetario totale è risultato accresciuto del 6,1%. In presenza di prezzi pressochè stabili, le vendite al minuto sono aumentate del 5,3% e il consumo reale pro capite del 5%. Questo scarto fra reddito e spesa, riflesso in un aumento del 13% dei depositi a risparmio, induce a ritenere che l'offerta di beni di consumo non sempre sia stata in linea con la domanda. Di conseguenza, il piano 1974 ha dato maggior rilievo alla produzione di beni di consumo, lasciando all'industria manifatturiera anche un certo margine di discrezionalità nell'adattare la gamma dei prodotti alle richieste del mercato. Il piano tende a realizzare un aumento del 6,3% negli investimenti totali e ad incrementare la produttività piuttosto che ad espandere la capacità produttiva. Si prevede una leggera accelerazione dello sviluppo economico globale.

Sud Africa. Verso la fine del 1972 la ripresa economica si era avviata grazie alla tendenza ascendente dei consumi privati, dell'edilizia per abitazioni e degli investimenti pubblici, ma il suo ritmo è stato ritardato fino a quasi tutto il 1973 dal ristagno degli investimenti fissi del settore industriale. Con una produzione agricola e aurifera in diminuzione, durante l'intero 1973 il prodotto nazionale lordo si è accresciuto di circa il 4%, rispetto al 3% nel 1972. Dato che le risorse produttive non erano ancora pienamente utilizzate, le misure monetarie e fiscali erano soprattutto tendenti a stimolare la ripresa; tuttavia, l'aumento del 10% dei prezzi al consumo durante l'anno, insieme all'emergere di un disavanzo sull'estero, ha posto le autorità davanti a un dilemma circa la politica da seguire.

Risentendo favorevolmente del forte aumento nel valore delle esportazioni di materie prime e della produzione di oro, per l'intero 1973 le partite correnti hanno registrato un saldo attivo di circa rand 200 milioni, ma si sono trovate in posizione di disavanzo verso la fine dell'anno, quando l'accentuarsi della ripresa economica ha stimolato il processo di ricostituzione delle scorte. Per di più, la voce movimenti di capitali sull'estero è passata da un saldo attivo di rand 400 milioni nel 1972 ad un passivo di rand 210 milioni lo scorso anno. Questo andamento è dipeso in parte dai provvedimenti britannici del giugno 1972 intesi a contenere gli investimenti di portafoglio all'estero, ma in più ampia misura dalle agevoli condizioni del credito prevalenti in Sud Africa e, nella seconda parte dell'anno, dalle prospettive speculative circa una svalutazione del rand. Ancora collegato al dollaro, il rand non ne aveva seguito la svalutazione in febbraio ed in giugno era stato rivalutato del 4,98%, nei suoi confronti.

Il bilancio preventivo per l'esercizio finanziario terminante nel marzo 1974 includeva vari sgravi fiscali, oltre a maggiori incentivi agli investimenti fissi e alle esportazioni. Quanto alla politica monetaria, alla fine del 1972 sono stati aboliti i massimali al credito bancario, in vigore da lunga data, e sostituiti da nuove riserve di cassa e di liquidità, in modo da lasciare le banche in una situazione di abbondante liquidità. Successivamente alla riduzione del saggio ufficiale di sconto dal 6 al 5,5 % nel marzo 1973, sono stati ridotti i saggi attivi e quelli quotati dalla Banca della Riserva per le transazioni in titoli governativi. Si è cercato tuttavia di moderare l'inflazione con alcuni provvedimenti fra cui la progressiva liberalizzazione delle importazioni, la rivalutazione del rand e una riduzione, annunciata in agosto, dell'imposta sulle vendite per gli elettrodomestici e i prodotti alimentari.

In effetti, il bilancio è risultato meno espansionistico di quanto si prevedesse. Dato il forte aumento del gettito fiscale, il fabbisogno finanziario dello stato per l'anno solare 1973 è stato di soli rand 246 milioni, contro rand 748 milioni nel 1972. Inoltre, la politica monetaria è stata influenzata in modo crescente da preoccupazioni di bilancia dei pagamenti. L'apparire di un disavanzo nei conti con l'estero ha ridotto in modo diretto la liquidità, ed ha altresì fatto aumentare la richiesta di credito bancario dato che i mutuatari si sono volti dalle fonti di credito estere a quelle interne. Sempre nell'intento di stimolare la ripresa economica, le autorità hanno cercato di ridurre le pressioni sulle case di sconto e hanno offerto generosa assistenza al sistema creditizio, anche se per lo più a saggi di penalizzazione spesso ben superiori al saggio ufficiale di sconto. I saggi del mercato monetario sono saliti e fra settembre e novembre gli istituti di credito hanno elevato di mezzo punto i loro saggi attivi e passivi. L'aumento del credito bancario al settore privato durante l'intero anno è stato del 36%, rispetto al 12% dell'anno precedente, mentre la quantità di moneta e quasi moneta è cresciuta del 23%, contro il 14% del 1972.

Poichè sul volgere dell'anno i deflussi di fondi tendevano ad accelerare, nel gennaio 1974 il saggio ufficiale di sconto è stato elevato al 6,5 % ed anche la maggior parte dei saggi attivi e passivi degli istituti di credito è stata aumentata di un punto. Tuttavia l'economia non si espandeva ancora in linea con il potenziale produttivo. In febbraio, per compensare in parte l'effetto di un incremento delle entrate di bilancio insolitamente elevato, il governo ha annunciato il rimborso anticipato delle sovrimposte ("prestiti d'imposta") applicate precedentemente, alcuni aumenti nelle prestazioni previdenziali ed ulteriori riduzioni delle imposte sulle vendite. Il 1° giugno il saggio ufficiale di sconto è stato portato al 7,5 % ed i saggi d'interesse per i depositi bancari sono stati aumentati di punti 1,5.

Australia. Dopo aver iniziato la ripresa intorno alla metà del 1972, l'attività economica a partire dall'inizio del 1973 ha acquistato un forte slancio. Inizialmente la ripresa era basata soprattutto sul crescente ritmo delle esportazioni, su di un boom nell'edilizia per abitazioni ed un forte aumento dei consumi privati, ma più tardi nel corso del 1973 anche gli investimenti produttivi privati, dopo un ristagno di due anni, hanno cominciato a riprendersi. In presenza di un calo nell'immigrazione e di un sensibile peggioramento delle relazioni industriali, ben presto la produzione ha cominciato a risentire gli effetti della penuria di manodopera e di materie prime e le pressioni inflazionistiche sono divenute molto forti.

Lo scorso anno la bilancia dei pagamenti ha segnato un disavanzo di \$A 320 milioni, rispetto a un'eccedenza di \$A 2.180 milioni nel 1972. L'avanzo delle partite correnti è passato da \$A 270 a 400 milioni, ma in seguito all'introduzione di misure valutarie restrittive, la voce movimenti di capitali (inclusi errori e omissioni), è passata da un afflusso netto di \$A 1.910 milioni nel 1972 ad un deflusso di \$A 720 milioni lo scorso anno. L'andamento delle partite correnti è dipeso in larga misura dalla lievitazione dei prezzi mondiali delle esportazioni delle principali materie prime dell'Australia. L'aumento nel volume delle importazioni si è accresciuto nettamente durante l'anno, distanziandosi sempre più da quello delle esportazioni. Sebbene ciò dipendesse soprattutto da una situazione di surriscaldamento dell'economia all'interno, le importazioni sono state incoraggiate anche da una riduzione del 25 % delle relative tariffe su un vasto numero di merci in luglio e dalla rivalutazione della moneta. Dopo aver registrato una rivalutazione del 7 % rispetto alle altre monete nel dicembre 1972, il dollaro australiano, pur continuando a mantenere un rapporto fisso con il dollaro SU, non ne ha seguito la svalutazione nel febbraio 1973, ed in settembre era rivalutato di un ulteriore 5 % rispetto a quest'ultimo.

I prezzi al consumo, aumentati solo del 4,7 % nel 1972, sono accelerati rapidamente e nell'ultimo trimestre dell'anno erano superiori di circa il 13 % al livello dell'anno prima. L'Australia è quasi autosufficiente dal punto di vista del petrolio ed i prezzi del greggio di produzione interna sono stati fissati in base a contratti a lunga scadenza fra il governo e le compagnie concessionarie, ma per quanto riguarda le altre materie prime, gli aumenti dei prezzi delle esportazioni hanno rapidamente influenzato quelli interni, imprimendo una forte spinta ai redditi, soprattutto quelli dell'agricoltura. Verso la fine dell'anno anche i forti aumenti salariali erano fonte di preoccupazione. Per cercare di contenere l'inflazione, il governo ha istituito un tribunale di giustificazione dei prezzi che, dati i limitati poteri costituzionali di cui disponeva, ha fatto ricorso soprattutto alla persuasione morale.

Non potendo irrigidire la politica fiscale a causa di vari impegni di spesa e d'imposizione, le autorità hanno impostato il bilancio per l'anno terminante nel giugno 1974 su un disavanzo di \$A 162 milioni orientandolo alle necessità interne. Durante l'anno solare 1973 il Tesoro ha soddisfatto il proprio fabbisogno finanziario interno di \$A 1.200 milioni soprattutto attingendo alle riserve di cassa.

Tuttavia la politica monetaria è stata regolata in modo da intensificare l'effetto restrittivo sulla liquidità derivante dal capovolgimento nella posizione dei movimenti di capitali. In particolare le riserve obbligatorie in contanti delle banche commerciali sono state elevate dal 6,6 al 7,6 % in aprile e al 9 % in agosto; si è richiesto alle banche di limitare il credito destinato alle costruzioni per abitazioni e da settembre le autorità hanno perseguito una vigorosa politica restrittiva con operazioni di mercato aperto. Sono state adottate misure per elevare i saggi d'interesse interni, e, per impedire nuovi afflussi di fondi, è stato elevato dal 25 al 33,3 % l'obbligo del deposito speciale in contanti sui prestiti di durata superiore ai due anni, contratti all'estero da residenti, mentre rimaneva ancora vietato l'indebitamento all'estero per periodi più brevi.

Nel 1973 la quantità di moneta e quasi moneta è aumentata del 21 %, circa nella stessa misura del 1972. In presenza di una domanda di credito fortemente stimolata

dalle restrizioni all'indebitamento sull'estero e dalla ripresa economica, le banche hanno aumentato di circa il 33% l'erogazione al settore privato, rispetto al 16% nel 1972. Durante l'anno i loro averi liquidi e in titoli di stato, considerati globalmente come percentuale dei depositi, si sono ridotti dal 31,8 al 24,9%. Nei primi mesi del 1974, procedendo l'attività ancora ad un elevato livello di utilizzazione della capacità produttiva, la politica monetaria è stata mantenuta su un corso molto restrittivo.

Nuova Zelanda. Dopo la precedente fase di recessione, lo scorso anno la ripresa economica ha segnato un ritmo veloce. Politiche monetarie e fiscali espansionistiche, insieme ai prezzi crescenti delle esportazioni di prodotti agricoli che hanno portato i conti con l'estero in posizione di avanzo, hanno dato un forte impulso all'aumento dei redditi e della liquidità all'interno. Ad un'accelerazione dei consumi e della domanda per abitazioni dalla fine del 1972 in poi è seguito un rafforzamento degli investimenti verso il tardo 1973. All'inizio del 1974 l'espansione si era generalizzata e la capacità produttiva cominciava ad essere sottoposta a pressioni.

Verso la fine del 1973 le importazioni hanno iniziato a superare le esportazioni, tuttavia per l'intero anno le partite correnti su una base di cassa hanno registrato un avanzo di \$NZ 152 milioni, rispetto a \$NZ 208 milioni nel 1972. Nel 1973 il conto capitali ha registrato deflussi netti per \$NZ 21 milioni, contro entrate nette per \$NZ 92 milioni nel 1972. Sono aumentati i rimborsi netti di debiti contratti all'estero dal governo, mentre gli afflussi di capitali privati sono diminuiti dato che i mutuatari si orientavano verso forme interne di credito. In luglio il dollaro neozelandese era rivalutato di circa il 3% rispetto al dollaro SU, al quale era stato precedentemente agganciato e in settembre era rivalutato di un ulteriore 10%.

Nel 1973 i prezzi al consumo sono saliti del 10,2%, rispetto al 5,5% del 1972. All'inizio dell'anno, svincolate le retribuzioni e i dividendi da precedenti limitazioni, le politiche antinflazionistiche facevano affidamento soprattutto sul controllo dei prezzi — esteso anche ad alcuni prodotti agricoli e sostenuto da sussidi — su restrizioni alle esportazioni e liberalizzazione delle importazioni. Tuttavia, oltre a ciò, i produttori di lana e di carne venivano persuasi, mediante condizioni di favore, a versare in depositi bloccati presso la Banca della Riserva una parte — per \$NZ 90 milioni — dell'aumento dei loro redditi durante l'anno. Pur avendo annunciato in giugno delle direttive circa i salari, il governo ha permesso in agosto un immediato aumento generale delle retribuzioni dell'8,5%; quindi, dopo un blocco dei prezzi della durata di 30 giorni, ha sottoposto gli aumenti nelle retribuzioni, prezzi e profitti a severe limitazioni destinate a rimanere in vigore fino al giugno 1974.

Il bilancio del governo per l'anno terminante nel marzo 1974 prevedeva un forte aumento della spesa, maggiori sussidi alle esportazioni, agli investimenti industriali e allo sviluppo regionale e la proroga inoltre di alcuni sgravi temporanei all'imposta sul reddito concessi nel 1972. Quanto alla politica monetaria, alla fine del 1972 sono stati rimossi i massimali vigenti da tempo al credito delle banche e nel giugno 1973 è stato introdotto un coefficiente variabile per gli averi obbligatori delle banche in contanti e titoli di stato, inizialmente nella misura del 42% delle passività a vista e del 17% di quelle a tempo. In agosto, accentuandosi la ripresa economica, le autorità hanno annunciato aumenti di 2 punti su questi coefficienti ed anche su quelli

imposti per gli investimenti in titoli delle società finanziarie, con decorrenza da dicembre. Per di più, in novembre si raccomandava alle banche di non aumentare il totale dei loro limiti di credito ad altri istituti finanziari o a privati, eccezion fatta per il finanziamento all'edilizia per abitazioni.

Nell'intero anno, i depositi del pubblico presso le banche commerciali sono aumentati di oltre il 30%, dopo un incremento di circa il 40% nel 1972. Grazie ad una riduzione degli investimenti, lo scorso anno le banche commerciali hanno potuto espandere di circa il 55% il loro credito, contro un aumento di appena il 7% nel 1972. Solo una piccola parte di questo è andata all'industria manifatturiera. Nel febbraio 1974, al fine di rendere possibile maggiori finanziamenti all'industria e di attenuare le tensioni sul mercato ipotecario, le autorità hanno annunciato una riduzione dei coefficienti obbligatori sugli investimenti in titoli di stato delle società finanziarie e delle casse di risparmio.

III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Commercio mondiale.

Nel 1973 il commercio internazionale ha continuato con molto slancio a progredire; il suo volume ha raggiunto l'importo di \$508 miliardi, ossia ha superato del 35% il livello del 1972. L'incremento è stato di tre volte e mezzo superiore all'espansione media registrata negli ultimi vent'anni e doppio rispetto a quello conseguito nel 1972. Il volume degli scambi è cresciuto dell'11,5%, è stato, cioè, di 2,5 punti più alto che nell'anno precedente, mentre la media dei valori unitari delle merci scambiate, rispecchiando in parte l'ulteriore svalutazione del dollaro, ha subito un balzo del 21%, contro il 7,5% nel 1972.

In termini di volume i paesi sviluppati hanno segnato il progresso più rapido nel commercio lo scorso anno, avendo essi registrato un aumento del 14%, contro il 9% nel 1972. Per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo si è notata una forte decelerazione; tanto le esportazioni che le importazioni sono cresciute dell'1,5%, contro il 14 e 5,5% rispettivamente l'anno prima.

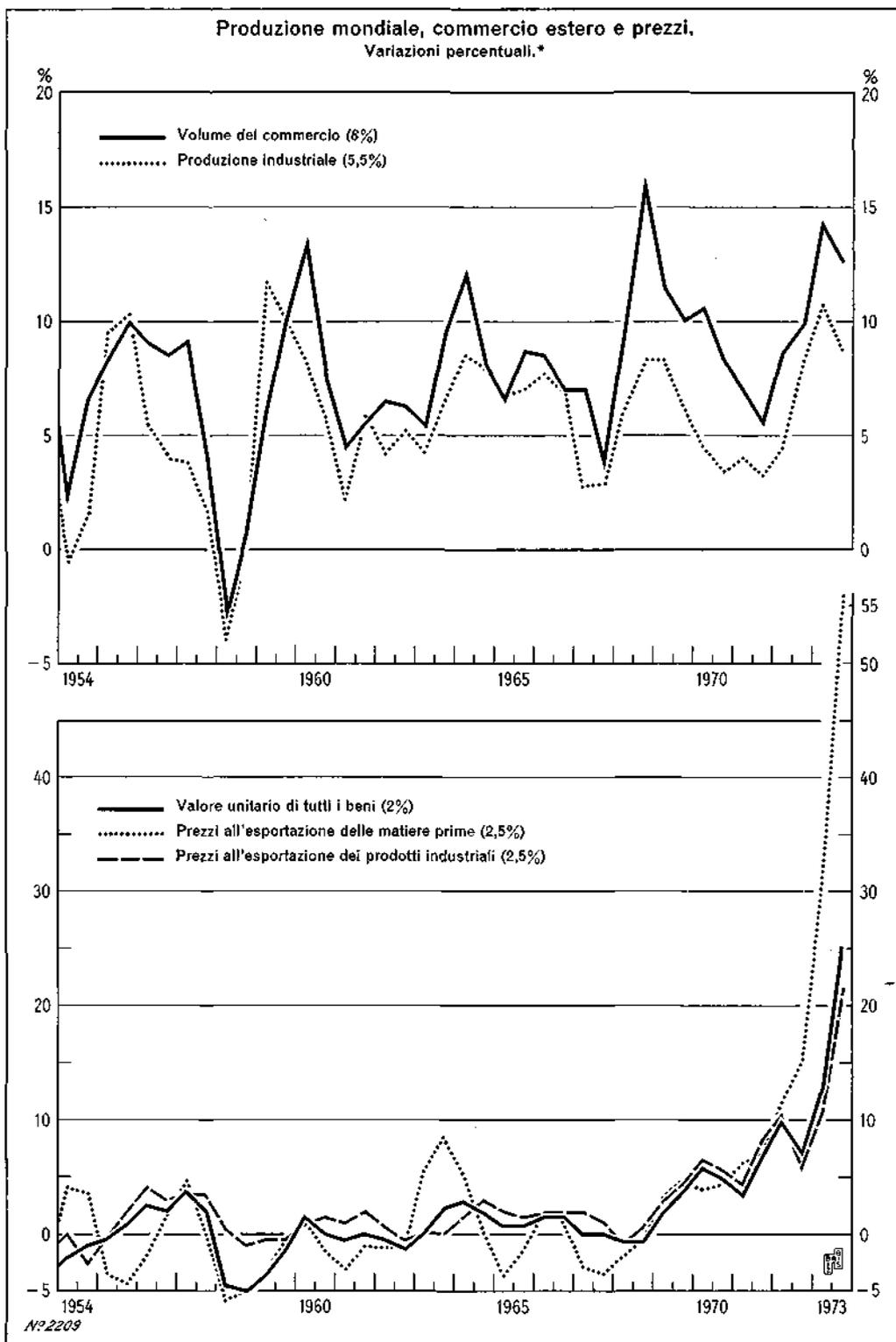
Commercio mondiale.¹

Aree	Esportazioni (f.o.b.)		Importazioni (c.i.f.)		Saggi d'incremento delle			
					esportazioni		Importazioni	
	1972	1973	1972	1973	1972	1973	1972	1973
miliardi di dollari SU				percentuali				
Aree sviluppate								
Europa								
Paesi CEE ²	153,1	209,8	152,4	213,8	+ 20	+ 37	+ 18	+ 40%
Altri paesi	34,2	47,0	44,4	61,5	+ 22	+ 37½	+ 17	+ 38%
Totale	187,3	256,8	196,8	275,3	+ 20	+ 37	+ 18	+ 40
Stati Uniti	49,0	70,2	58,9	73,2	+ 12½	+ 43½	+ 22	+ 24½
Canada	20,3	25,2	20,2	24,9	+ 15	+ 24½	+ 21½	+ 23½
Giappone	28,6	37,0	23,5	38,3	+ 19	+ 29%	+ 19	+ 63%
Altri paesi³	11,6	17,0	12,0	17,6	+ 24	+ 47	- 1%	+ 46%
Totale⁴	297,3	407,0	311,3	429,0	+ 18½	+ 37	+ 18	+ 38
<i>(Indice volume</i>								
<i>1971 = 100)</i>	<i>(108,5)</i>	<i>(123,7)</i>	<i>(109,7)</i>	<i>(124,6)</i>	<i>(+ 8½)</i>	<i>(+ 14)</i>	<i>(+ 9½)</i>	<i>(+ 13½)</i>
Altre aree	73,0	90,0	70,9	89,5	+ 19	+ 23½	+ 12	+ 26
<i>(Indice volume</i>								
<i>1971 = 100)</i>	<i>(114,0)</i>	<i>(115,7)</i>	<i>(105,7)</i>	<i>(107,4)</i>	<i>(+ 14)</i>	<i>(+ 1½)</i>	<i>(+ 5½)</i>	<i>(+ 1½)</i>
Totale complessivo	370,3	497,0	382,2	518,5	+ 18½	+ 34	+ 17	+ 35½
<i>(Indice volume</i>								
<i>1971 = 100)</i>	<i>(110,2)</i>	<i>(123,0)</i>	<i>(108,5)</i>	<i>(121,2)</i>	<i>(+ 10)</i>	<i>(+ 11½)</i>	<i>(+ 8½)</i>	<i>(+ 11½)</i>

¹ Rappresenta il 90% circa del commercio mondiale, in quanto le importazioni e le esportazioni delle economie pianificate sono comprese soltanto nella misura in cui esse si riflettono negli scambi con il resto del mondo.
² Nove paesi. ³ Australia, Israele, Nuova Zelanda, Sud Africa. ⁴ Il totale può non coincidere con la somma delle singole voci.

Negli scambi dei paesi industriali si sono verificati importanti spostamenti. Mentre le vendite dei paesi della CEE ampliata si sono dilatate del 37%, le loro importazioni sono aumentate di oltre il 40%, per cui il modesto saldo attivo conseguito nel 1972 è stato sostituito da un saldo passivo di \$4 miliardi nel 1973. La forte accelerazione negli acquisti si è ripartita abbastanza uniformemente fra tutti i paesi, mentre le esportazioni della Germania e dei Paesi Bassi sono state particolarmente sostenute. Le vendite dei paesi CEE al Giappone hanno compiuto un imponente balzo all'insù: di oltre il 70%; le esportazioni interne all'area sono cresciute di più del 35% e quelle verso l'America del Nord di oltre il 20%. Dato che sia le importazioni sia le esportazioni hanno subito guadagni di quasi il 40%, il disavanzo di \$10 miliardi, conseguito nel 1972 da altri paesi dell'Europa occidentale, è cresciuto di oltre \$4 miliardi. Con l'eccezione della Svezia, il cui avanzo commerciale è più che raddoppiato, toccando il livello di \$1,7 miliardi, tutti i paesi del gruppo innanzi menzionato hanno presentato un accrescimento dei loro saldi passivi. Le esportazioni dell'America del Nord hanno continuato a consolidarsi, crescendo lo scorso anno di quasi due quinti, mentre le importazioni hanno registrato un incremento di circa un quarto. L'eccedenza commerciale negli scambi del Canada si è perciò andata espandendo; il disavanzo degli Stati Uniti si è invece ridotto sensibilmente: da \$9,9 miliardi nel 1972 a \$3 miliardi nel 1973. Le vendite dell'America del Nord al Giappone sono salite di oltre il 70% ed è stata registrata una forte espansione nelle esportazioni di prodotti agricoli alle economie pianificate. La bilancia commerciale del Giappone ha subito una variazione di \$6,4 miliardi, passando da un avanzo nel 1972 ad un disavanzo lo scorso anno. Le esportazioni si sono ampliate del 30%, ma le importazioni sono aumentate di due volte tanto. Le spedizioni all'Europa si sono accresciute di un terzo, mentre quelle verso l'America del Nord hanno presentato un progresso inferiore al 5%. Sia le importazioni che le esportazioni di altri paesi sviluppati, presi nell'insieme, sono aumentate di più della metà. La forza dell'impulso espansivo al quale si è assistito in Australia, Sud Africa, Nuova Zelanda e Israele spiega in ampia misura l'accelerazione che si è verificata nelle importazioni, mentre le esportazioni hanno tratto beneficio dall'incremento dei prezzi dei prodotti base e, nel caso del Sud Africa, dell'oro.

Come si può rilevare dal grafico alla pagina accanto, negli ultimi vent'anni è esistito uno stretto rapporto fra variazioni nel volume del commercio mondiale e della produzione industriale. Ove si consideri il volume del commercio mondiale in una prospettiva di più lungo periodo, l'incremento da esso registrato lo scorso anno non è per nulla eccezionale, quantunque dal 1968 la media del saggio di espansione sia stata assai più elevata che negli anni 1954-67. Il fatto sorprendente nel 1973 è la lievitazione dei prezzi delle merci rispetto ad anni recenti e ancora maggiormente agli anni dal 1953. Nel periodo 1953-67 i valori unitari delle merci a mercato internazionale hanno presentato, in media, un'ascesa annua di soltanto lo 0,1%. Questo andamento è stato seguito, fra il 1968 e il 1972, da un aumento del 4%, mentre nel 1973 esso è stato del 21%. A questo proposito ha rivestito particolare importanza il boom nei prezzi dei prodotti base. Dopo la guerra di Corea e sino alla fine del 1971 non è esistita una divergenza degna di nota fra l'andamento dei prezzi all'esportazione dei prodotti base e quello dei manufatti; fra gli ultimi trimestri del 1971 e 1973 i prezzi all'esportazione dei prodotti base sono quasi raddoppiati, mentre quelli dei manu-



* Medie semestrali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. I prezzi sono espressi in dollari SU. Le cifre fra parentesi rappresentano la media dei saggi di espansione per il periodo 1953-73.

fatti sono cresciuti soltanto di circa un quarto. Come è stato esposto nel Capitolo I, questi incrementi hanno rispecchiato non soltanto l'intensità della domanda mondiale, in seguito alla limitatezza dell'offerta, ma anche gli effetti degli accaparramenti e delle ondate speculative dovuti alla rapida espansione monetaria, alle previsioni profondamente radicate di movimenti inflazionistici nonché ai diffusi allineamenti valutari ed alle incertezze inerenti.

Il grafico pone pure in rilievo il fatto che l'elasticità del volume del commercio mondiale in rapporto alla produzione industriale è ben superiore all'unità. In media, nel periodo 1953-73, ogni variazione di un punto nella produzione industriale è stata accompagnata da una corrispondente variazione di una volta e mezzo nel volume degli scambi.

Gli sconvolgimenti dello scorso anno nei prezzi e nei cambi hanno chiaramente influito sulle bilance commerciali dei principali paesi industriali. Un tempo, consistenti variazioni nelle ragioni di scambio rispecchiavano generalmente effettivi mutamenti nei tassi di cambio, ma nel 1973 questa correlazione è apparsa spesso secondaria rispetto all'importanza assunta dai prodotti base rispetto ai manufatti nel complesso delle importazioni ed esportazioni dei singoli paesi. Così, per esempio, il Canada, la cui moneta ha subito una effettiva svalutazione dell'1,5%, ha tuttavia beneficiato di un miglioramento dell'8% nelle sue ragioni di scambio a causa della notevole aliquota di prodotti base che compongono le sue esportazioni. (Queste cifre e quelle successive riportate in questa sezione si basano su dati di fine 1973 rispetto a fine 1972, come può essere rilevato dai grafici.) Il deprezzamento effettivo del dollaro SU è ammontato al 6%, ma il deterioramento delle ragioni di scambio

Commercio estero: Variazioni nelle medie dei valori unitari* e nelle ragioni di scambio.

Paesi	Valore unitario delle esportazioni			Valore unitario delle importazioni			Ragioni di scambio		
	1972	1973		1972	1973		1972	1973	
		anno	4° trimestre		anno	4° trimestre		anno	4° trimestre
	variazioni in percento rispetto all'anno prima o al periodo corrispondente dell'anno prima								
Belgio	- 2½	+ 11½	+ 17	+ ½	+ 16½	+ 22½	- 3	- 4½	- 4½
Canada	+ 3	+ 17	+ 24	+ 3	+ 10½	+ 14½	0	+ 6	+ 8
Franca	+ 1	+ 10	+ 14½	+ 1	+ 8	+ 14	0	+ 1	+ ½
Germania	+ 1	+ 1½	+ 4½	- 2	+ 5	+ 9	+ 3	- 3	- 4
Giappone	- 2	+ 8½	+ 15½	- 7½	+ 12½	+ 22	+ 6	- 3½	- 5
Italia	+ 1	+ 14½	+ 23½	+ 1½	+ 27	+ 43	- ½	- 10	- 14
Paesi Bassi	+ 1	+ 7	+ 10½	- 1	+ 7½	+ 12	+ 2	- 1½	- 1½
Regno Unito	+ 5	+ 12½	+ 17	+ 4	+ 28½	+ 39½	+ 1	- 12½	- 16
Stati Uniti	+ 3	+ 17	+ 24	+ 7½	+ 18½	+ 27½	- 4	- 1½	- 2½
Svezia	+ 4	+ 10	+ 16½	+ 1½	+ 13	+ 19½	+ 2	- 2	- 2
Svizzera	+ 2	+ 2½	+ 2½	+ ½	+ 5½	+ 12½	+ 1	- 3	- 9

* In termini di valuta nazionale.

degli Stati Uniti è stato soltanto del 2,5%. D'altra parte, il peggioramento delle ragioni di scambio del Giappone ha toccato il 5%, nonostante che la sua moneta si sia effettivamente apprezzata del 2,5%. Giappone, Svizzera, Regno Unito e Italia sono stati di fatto i paesi maggiormente colpiti dall'aumento dei prezzi dei prodotti di base. Negli ultimi due paesi citati, inoltre, il peggioramento delle ragioni di scambio, nella misura di circa il 15%, è in parte da ascrivere all'effettiva svalutazione della rispettiva moneta.

L'espansione del 23% nel volume delle esportazioni conseguita lo scorso anno dagli Stati Uniti e la decelerazione nelle esportazioni del Giappone costituiscono praticamente gli unici esempi a sostegno delle teorie in base alle quali le variazioni nel volume degli scambi dipendono soprattutto dall'elasticità dei prezzi. Dopo gli Stati Uniti i maggiori incrementi nel volume delle esportazioni sono stati registrati da Germania e Svizzera, cioè i paesi in cui, con l'eccezione del Giappone, i cambi hanno conseguito negli ultimi anni i più alti apprezzamenti effettivi (rispettivamente del 16,5 e 12%). Il volume delle importazioni dei primi due paesi ha inoltre subito i minori saggi di espansione. D'altra parte il volume delle esportazioni di Regno Unito e Italia è cresciuto in misura non soddisfacente, nonostante le consistenti svalutazioni delle rispettive monete. Queste diverse esperienze tendono a confermare che sviluppi ciclici, condizioni dell'offerta e, in linea più generale, fattori monetari relativi, sono spesso più importanti dei movimenti nei tassi di cambio.

A causa del boom nei prezzi delle merci, gli indici globali relativi ai valori unitari delle esportazioni non rappresentano più indicatori utili delle variazioni della capacità di concorrenza di fondo dei singoli paesi industriali. A questo scopo è meglio

Esportazioni e importazioni:
Variazioni nel loro volume e nei cambi effettivi.

Paesi	Volume delle esportazioni			Volume delle importazioni			Cambi effettivi		
	1972	1973		1972	1973		Dicembre 1971	Dicembre 1972	Dicembre 1973
		anno	4° trimestre		anno	4° trimestre			
Variazioni in percento rispetto all'anno prima o al periodo corrispondente dell'anno prima									
Belgio	+ 17%	+ 10	+ 4%	+ 8	+ 7%	+ 4%	+ 2	+ 1	- 2%
Canada	+ 10	6	+ ½	+ 16%	14	+ 12	0	0	- 1%
Francia	+ 13%	+ 11	+ 5%	+ 13%	14	+ 8	- 5	+ 4%	+ 1
Germania	+ 8%	+ 18	+ 13	+ 9	+ 7%	+ 4	+ 5%	0	+ 11
Giappone	+ 7	+ 5	+ 2	+ 13	+ 28	+ 26%	+ 8%	+ 5	+ 2%
Italia	+ 14%	+ 4	+ 5	+ 12	+ 13%	+ 6%	- 3	- 1%	- 16
Paesi Bassi	+ 11	+ 14	+ 9	+ 5	+ 14	+ 5	+ 2	- ½	+ 3%
Regno Unito	+ 2	+ 14	+ 4%	+ 11	+ 16	+ 11	0	- 10	- 11%
Stati Uniti	+ 9%	+ 23	+ 23	+ 13%	+ 5	- ½	- 6	- 2	- 6
Svezia	+ 5%	+ 16	+ 9	+ 4	+ 7%	+ 10	- 1	+ 2%	- 4%
Svizzera	+ 9	+ 12	+ 12	+ 8%	+ 7	+ 4	+ 3%	+ 1%	+ 7
Totale	+ 9%	+ 13%	+ 9%	+ 11	+ 12	+ 8	+ ½	- ½	- 1

osservare direttamente l'andamento dei valori unitari delle esportazioni di manufatti, nonché quello dei costi unitari di lavoro. I movimenti in questi indici forniscono qualche esempio sorprendente della misura in cui negli anni recenti si sono verificati aggiustamenti dei prezzi relativi, e danno anche un'idea dell'ampiezza dello squilibrio esistente in precedenza. Per esempio, i costi tedeschi per unità di lavoro, espressi in dollari SU, negli ultimi quattro anni sono cresciuti con un saggio annuo che, in media, è ammontato al 18,5%, ossia ogni anno essi sono stati superiori di circa 16 punti a quelli degli Stati Uniti, ciò che indicherebbe un aggiustamento globale, in termini di capacità concorrenziale relativa, di ben oltre il 60%.

Pagamenti internazionali.

Una delle conseguenze dei movimenti registrati nei tassi di cambio negli ultimi tre anni, e particolarmente nel 1973, è data dal deterioramento nella qualità di fondo dei dati relativi alle bilance dei pagamenti. Nelle statistiche presentate più avanti si è tentato, ove possibile, di eliminare variazioni nelle valutazioni, in modo da esporre una situazione delle transazioni effettive sulla quale poter fare maggiore affidamento. I confronti fra le tendenze dei pagamenti internazionali vengono analizzati in termini di dollari SU, mentre la conseguente rassegna degli sviluppi nei singoli paesi è generalmente basata su dati in valuta nazionale.

Nel 1973 le bilance dei pagamenti delle principali aree industriali hanno presentato importanti variazioni, che si sono peraltro compensate in misura. La bilancia dei pagamenti complessiva dei paesi dell'Europa occidentale ha registrato un saldo attivo di \$16 miliardi, contro \$9,4 miliardi l'anno prima. Il saldo attivo quasi raddoppiato dei paesi CEE (che ha toccato il livello di \$10,4 miliardi) ha rispecchiato soprattutto l'ulteriore rafforzamento nella posizione dei pagamenti della Germania, mentre gli altri paesi CEE hanno presentato variazioni assai più modeste e, in ampia misura, compensative. L'incremento nel saldo attivo globale dei paesi dell'Europa occidentale è stato accompagnato da una riduzione nel saldo passivo degli Stati Uniti che, al livello di \$4,7 miliardi, è stato di \$8,9 miliardi inferiore a quello del 1972. In contropartita a queste variazioni si è verificato un imponente spostamento di segno opposto, da un saldo attivo di \$4,6 miliardi ad un saldo passivo di \$10,2 miliardi, nella bilancia dei pagamenti del Giappone ed una riduzione di \$3,3 miliardi nel saldo attivo globale dei paesi sviluppati dell'emisfero meridionale (Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa) che si è avvicinato ad una posizione di equilibrio. In complesso, quindi, il saldo attivo globale delle aree sviluppate è andato decrescendo a \$0,9 miliardi, contro \$3,3 miliardi nel 1972.

Se il Giappone ha subito la variazione più drastica nel saldo globale, gli Stati Uniti hanno registrato il più importante spostamento nelle partite correnti, dato che il loro disavanzo del 1972 per \$8,4 miliardi è stato sostituito da un'eccedenza di \$3 miliardi. Il deficit di parte corrente del Canada si è dimezzato lo scorso anno ed ha raggiunto il livello di \$0,3 miliardi, mentre l'avanzo dei paesi sviluppati dell'emisfero meridionale è cresciuto di \$0,5 miliardi, raggiungendo il livello di \$1,1 miliardi. Movimenti in direzione opposta sono stati registrati in Giappone, le cui partite correnti sono state quasi in equilibrio dopo l'avanzo di \$6,6 miliardi registrato nel

Aree sviluppate: Bilance dei pagamenti.

Saldi e periodi	Paesi CEE ¹	Altri paesi dell'Europa del nord e centrale ²	Altri paesi dell'Europa del sud ³	Totale paesi Europa occidentale	Stati Uniti	Canada	Giappone	Paesi dell'emisfero meridionale ⁴	Totale generale
	miliardi di dollari SU								
Saldo commerciale⁵									
1972	+ 8,5	- 2,1	- 5,4	+ 1,0	- 6,9	+ 1,6	+ 9,0	+ 3,2	+ 7,9
1973	+ 7,2	- 2,5	- 8,4	- 3,7	+ 0,7	+ 2,1	+ 3,7	+ 4,7	+ 7,5
Variazione	- 1,3	- 0,4	- 3,0	- 4,7	+ 7,6	+ 0,5	- 5,3	+ 1,5	- 0,4
Servizi e trasferimenti									
1972	- 2,9	+ 2,2	+ 6,6	+ 5,9	- 1,5	- 2,2	- 2,4	- 2,6	- 2,8
1973	- 6,4	+ 2,8	+ 9,2	+ 5,6	+ 2,3	- 2,4	- 3,8	- 3,6	- 1,9
Variazione	- 3,5	+ 0,6	+ 2,6	- 0,3	+ 3,8	- 0,2	- 1,4	- 1,0	+ 0,9
Partite correnti									
1972	+ 5,6	+ 0,1	+ 1,2	+ 6,9	- 8,4	- 0,6	+ 6,6	+ 0,6	+ 5,1
1973	+ 0,8	+ 0,3	+ 0,8	+ 1,9	+ 3,0	- 0,3	- 0,1	+ 1,1	+ 5,6
Variazione	- 4,8	+ 0,2	- 0,4	- 5,0	+ 11,4	+ 0,3	- 6,7	+ 0,5	+ 0,5
Saldo conto capitale									
1972	- 0,1	+ 1,0	+ 1,6	+ 2,5	- 5,2	+ 0,2	- 2,0	+ 2,7	- 1,8
1973	+ 9,6	+ 2,2	+ 2,3	+ 14,1	- 7,7	+ 0,1	- 10,1	- 1,1	- 4,7
Variazione	+ 9,7	+ 1,2	+ 0,7	+ 11,6	- 2,5	- 0,1	- 8,1	- 3,8	- 2,9
Saldo complessivo⁶									
1972	+ 5,5	+ 1,1	+ 2,8	+ 9,4	- 13,6	- 0,4	+ 4,6	+ 3,3	+ 3,3
1973	+ 10,4	+ 2,5	+ 3,1	+ 16,0	- 4,7	- 0,2	- 10,2	-	+ 0,9
Variazione	+ 4,9	+ 1,4	+ 0,3	+ 6,6	+ 8,9	+ 0,2	- 14,8	- 3,3	- 2,4

¹ Nove paesi. ² Austria, Finlandia, Islanda, Norvegia, Svezia, Svizzera. ³ Grecia, Portogallo, Spagna, Turchia, Jugoslavia. ⁴ Australia, Nuova Zelanda, Sud Africa. ⁵ Calcolato su base f.o.b., in parte stime. ⁶ Pari a variazioni nelle partite monetarie (attività ufficiali nette e posizioni nette a breve delle banche); ovunque possibile sono stati esclusi guadagni o perdite di valutazione delle scorte.

1972, nonchè nei paesi dell'Europa occidentale, il cui avanzo si è ridotto di \$5 miliardi, passando a \$1,9 miliardi. Quest'ultima variazione è dovuta soprattutto ai paesi CEE: i più ampi avanzi di Germania e Paesi Bassi hanno contribuito in modesta misura a compensare le contrazioni registrate da altri paesi, soprattutto Italia e Regno Unito, che insieme hanno provocato una variazione di oltre \$8 miliardi. In seguito a tutti questi movimenti, l'avanzo globale delle partite correnti delle aree sviluppate ha presentato scarse variazioni, aumentando di \$0,5 miliardi al totale di \$5,6 miliardi.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, lo scorso anno l'afflusso netto di fondi nei paesi dell'Europa occidentale ha subito un balzo di \$11,6 miliardi, raggiungendo l'importo di \$14,1 miliardi. La variazione è da attribuire, in ampia misura, a sviluppi verificatisi nei paesi CEE; la variazione maggiore è stata registrata dall'Italia (uno spostamento di \$5,4 miliardi da una situazione passiva ad una attiva); una notevole aliquota di esso è da imputare all'imponente aumento nell'indebitamento ufficiale compensativo in eurodollari. Questo tipo di indebitamento ha pure svolto una parte importante nel rendere lo scorso anno il Regno Unito un paese importatore netto di capitali. Le entrate nette di fondi in Germania hanno continuato a gonfiarsi, raggiungendo il livello di \$6,8 miliardi, ossia \$2,8 miliardi più che nel 1972. Le accresciute entrate nette di capitali registrate dai paesi dell'Europa occidentale sono

Turismo e rimesse dei lavoratori: Saldi.

Paesi	Turismo (al netto)			Rimesse dei lavoratori (al netto)			Totale		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	1971	1972	1973
miliardi di dollari SU									
Austria	+ 0,9	+ 1,2	+ 1,4	0	0	0	+ 0,9	+ 1,2	+ 1,4
Francia	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,2	- 0,9	- 1,1	- 1,4	- 0,6	- 0,8	- 1,2
Germania	- 2,0	- 2,7	- 4,3	- 2,2	- 2,8	- 3,7	- 4,2	- 5,5	- 8,0
Grecia	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,1
Italia	+ 1,3	+ 1,5	+ 1,8	+ 1,3	+ 1,4	+ 1,5	+ 2,6	+ 2,9	+ 3,3
Portogallo	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,1	+ 0,9	+ 1,1	+ 1,4
Spagna	+ 1,9	+ 2,3	+ 2,9	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,9	+ 2,4	+ 2,9	+ 3,8
Svizzera	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,9	- 0,4	- 0,5	- 0,6	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3
Turchia	0	0	+ 0,1	+ 0,5	+ 0,8	+ 1,2	+ 0,5	+ 0,8	+ 1,3
Jugoslavia	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,3	+ 0,8	+ 1,1	+ 1,6

state accompagnate da spostamenti negativi nei saldi dei conti capitali di tutte le altre aree. I deflussi netti dal Giappone sono passati da \$8,1 a 10,1 miliardi. Nel conto complessivo dei capitali dei tre paesi dell'emisfero meridionale si è verificata un'inversione da entrate nette per \$2,7 miliardi ad esborsi netti per \$1,1 miliardi, soprattutto a causa di uno spostamento nel conto capitali dell'Australia. Infine, il saldo degli Stati Uniti ha presentato un incremento di \$2,5 miliardi nei deflussi netti, raggiungendo il livello di \$7,7 miliardi. Riassumendo, per tutte le aree sviluppate i deflussi di capitali sono ammontati a \$4,7 miliardi, contro \$1,8 miliardi nel 1972.

Un'importante caratteristica dei pagamenti internazionali negli anni recenti è offerta dalla crescente importanza dei saldi in conto turismo e conto rimesse dei lavoratori, soprattutto nel caso di alcuni paesi europei. Ad un'estremità si trova la Germania, con consistenti e crescenti disavanzi in entrambi i conti. Lo scorso anno l'esborso netto per turismo effettuato dalla Germania è ammontato a \$4,3 miliardi e quello per rimesse dei lavoratori a \$3,7 miliardi; il grosso delle rimesse è venuto dai lavoratori dei paesi mediterranei; la maggiore aliquota - \$1 miliardo - è andata alla Turchia. Per questi due conti insieme, l'esborso netto è stato di \$8 miliardi. Anche la Francia ha complessivamente una posizione debitoria (\$1,2 miliardi lo scorso anno), costituita dal saldo fra entrate nette in conto turismo e spese nette per rimesse; di queste la maggiore aliquota affluisce al Portogallo. La Svizzera presenta in complesso una posizione creditoria; lo scorso anno le entrate nette da turismo sono ammontate a \$0,9 miliardi, mentre le rimesse hanno segnato \$0,6 miliardi. L'Austria beneficia di un consistente avanzo derivante quasi interamente dal turismo. Fra i paesi dell'Europa meridionale, l'Italia soleva incassare il più elevato importo di entrate nette, ma lo scorso anno è stata superata dalla Spagna, il cui avanzo è stato di \$3,8 miliardi contro \$3,3 miliardi dell'Italia. Le entrate nette da turismo che lo scorso anno hanno fruttato \$2,9 miliardi alla Spagna, sono state pari al totale complessivo di quelle di tutti gli altri paesi dell'Europa meridionale inclusi nella tabella. Per

quanto riguarda le rimesse dei lavoratori, le entrate nette dell'Italia hanno raggiunto \$1,5 miliardi, seguita dalla Jugoslavia con \$1,3 miliardi; questo importo è quasi due volte quello percepito nel 1971. Le entrate della Turchia sono ammontate a \$1,2 miliardi, cioè a due volte e mezzo l'ammontare del 1971. Il Portogallo ha guadagnato \$1,1 miliardi, seguito da Spagna e Grecia con avanzi rispettivamente di \$0,9 e 0,7 miliardi.

Sviluppi nei singoli paesi.

Stati Uniti. Nel 1973 la ripresa della bilancia dei pagamenti è stata guidata dall'aggiustamento, lungamente atteso, delle partite correnti, il quale è andato rafforzandosi con il procedere dell'anno. Il disavanzo di \$3,6 miliardi nelle transazioni correnti, registrato nella seconda metà del 1972, si è ridotto a \$1 miliardo nel primo semestre del 1973, per trasformarsi poi in un avanzo di \$4 miliardi nel secondo. Per l'anno nel suo complesso l'avanzo è ammontato a \$3 miliardi, il che costituisce un capovolgimento di \$11,4 miliardi rispetto al deficit del 1972.

La notevole svalutazione effettiva del dollaro ha indubbiamente svolto una parte importante in questo rapido mutamento. Ciò non di meno, anche altri fattori hanno esercitato una forte influenza. La scarsità mondiale di prodotti agricoli ha provocato un'espansione delle esportazioni SU di prodotti agricoli, mentre i controlli sui prezzi all'interno del paese hanno spinto i produttori a vendere le loro merci sui mercati esteri.

Due terzi del miglioramento della bilancia delle partite correnti sono dovuti alle transazioni su merci. L'anno scorso esse hanno registrato un avanzo di \$0,7 miliardi, contro un deficit di \$6,9 miliardi nel 1972. Le esportazioni sono cresciute di quasi la metà, mentre le importazioni sono aumentate di un quarto. In termini di volume il miglioramento appare ancora più netto, dato che le vendite sono aumentate del 23% e gli acquisti del 5% soltanto. Le spedizioni di prodotti agricoli hanno subito un incremento di circa \$8,4 miliardi in termini di valore, ossia del 90%, ed hanno partecipato con quasi il 40% all'aumento generale delle esportazioni, il quale è stato di \$21,5 miliardi. Fra gli altri beni, l'espansione più rapida (oltre il 40%) si è verificata nelle esportazioni di prodotti industriali e materie prime. Le spedizioni di beni strumentali e manufatti per il consumo sono cresciute soltanto di circa un quarto.

Per quanto riguarda le importazioni, l'espansione maggiore è stata registrata nei prodotti industriali e nelle materie prime; il loro incremento è stato di oltre il 30%, contribuendo a circa metà dell'aumento globale delle importazioni. Gli acquisti all'estero di prodotti petroliferi sono saliti del 75%, toccando il totale di \$7,5 miliardi. L'incremento delle importazioni di manufatti ha cortisposto, grosso modo, allo sviluppo delle componenti interne della domanda; i beni strumentali sono cresciuti del 35%, mentre quelli per i consumi hanno subito un incremento del 14%. Dati non completi sulla bilancia commerciale americana rispetto alle principali aree del mondo mettono in evidenza che il miglioramento si è verificato soprattutto negli scambi con il Giappone ed i sei iniziali paesi CEE, nonché con i paesi dell'Europa

orientale, in ampia misura in seguito ad un forte balzo all'insù delle esportazioni di cereali e grano.

Anche il saldo di altre transazioni correnti ha presentato un notevole miglioramento, passando da un deficit di \$1,4 miliardi ad un avanzo di \$2,4 miliardi. Metà di questo mutamento è da ascrivere ad un incremento nei redditi netti da investimenti SU i cui proventi sono saliti di \$4,6 miliardi, per il 50% derivati da operazioni petrolifere. Sebbene anche gli esborsi siano cresciuti, soprattutto in seguito a maggiori passività e più elevati saggi d'interesse, il loro aumento ha raggiunto il livello di soli \$2,8 miliardi, lasciando un attivo netto di \$1,8 miliardi. E' stato pure registrato un notevole miglioramento nelle transazioni di natura militare, che hanno subito un disavanzo di \$2,2 miliardi, inferiore cioè di \$1,4 miliardi a quello del 1972. Ciò è derivato soprattutto da maggiori forniture di aerei ad Australia, Germania e

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1972	Anno	1973				1974 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari							
Merchi (f.o.b.)							
Esportazioni	48.770	70.255	15.230	16.675	16.140	20.210	22.380
Importazioni	55.685	69.565	16.175	17.010	17.530	18.850	22.090
Saldo	- 6.915	+ 690	- 945	- 335	+ 610	+ 1.360	+ 290
Altre partite correnti							
Spese militari	- 3.560	- 2.170	- 825	- 730	- 540	- 75	.
Turismo e trasporti	- 2.850	- 2.310	- 605	- 705	- 475	- 525	.
Interessi e dividendi	+ 7.885	+ 9.725	+ 2.330	+ 2.135	+ 2.335	+ 2.925	.
Altri servizi	+ 850	+ 970	+ 230	+ 240	+ 220	+ 280	.
Rimesse	- 1.570	- 1.915	- 395	- 390	- 405	- 725	.
Donazioni ufficiali	- 2.175	- 1.950	- 345	- 655	- 500	- 450	.
Totale	- 1.440	+ 2.350	+ 390	- 105	+ 635	+ 1.430	.
Bilancia corrente	- 8.355	+ 3.040	- 555	- 440	+ 1.245	+ 2.790	.
Capitali a lungo termine							
Governo SU	- 1.340	- 1.470	- 335	+ 75	- 365	- 845	.
Investimenti diretti	- 3.245	- 2.785	- 1.750	- 410	+ 275	- 900	.
Titoli	+ 3.720	+ 3.300	+ 1.795	+ 370	+ 985	+ 150	.
Altri flussi	- 625	- 870	- 40	- 260	+ 410	- 980	.
Totale	- 1.490	- 1.825	- 330	- 225	+ 1.305	- 2.575	.
Saldo di base	- 9.845	+ 1.215	- 885	- 665	+ 2.550	+ 215	.
Capitali a breve non bancari	- 635	- 1.090	- 655	- 85	- 190	- 160	.
Errori ed omissioni	- 3.110	- 4.795	- 3.895	+ 475	- 1.100	- 275	.
Saldo globale ²	-13.590	- 4.670	- 5.435	- 275	+ 1.260	- 220	+ 1.035
di cui:							
Transazioni inerenti alle riserve ufficiali ²	-11.050	- 5.290	-10.475	+ 355	+ 2.130	+ 2.700	+ 865
Capitale a breve delle banche	- 2.540	+ 620	+ 5.040	- 630	- 870	- 2.920	+ 170

¹ Rettificata per variazioni stagionali. ² Per facilitare il confronto, sono stati esclusi l'assegnazione di DSP per \$710 milioni effettuata nel 1972 e gli aggiustamenti di valutazione della posizione ufficiale netta.

Iran, nonché dagli speciali trasferimenti di equipaggiamenti militari a Israele nel quarto trimestre dell'anno. Un altro fattore favorevole è dato dalla riduzione di \$0,5 miliardi nel disavanzo del conto turismo e trasporti.

In complesso, gli esborsi netti in conto capitali a lungo termine hanno presentato un modesto aumento rispetto al 1972. Le variazioni più importanti si sono verificate nelle operazioni concernenti gli investimenti diretti: i deflussi sono cresciuti di \$1,5 miliardi; il peggioramento ha avuto luogo quasi interamente nella prima metà dell'anno, e ciò indica che previsioni di variazioni nei cambi ne sono state l'origine. Le entrate di capitali hanno tuttavia subito un balzo da \$0,2 miliardi nel 1972 a \$2,1 miliardi. Questo andamento sembra rispecchiare il sensibile miglioramento che negli ultimi anni si è verificato nei costi unitari del lavoro SU nei confronti dei principali paesi concorrenti. Il progresso del saldo degli investimenti diretti è stato tuttavia compensato da una riduzione nell'attivo netto delle transazioni su titoli, dovuti sia ad un'accelerazione di acquisti americani sia ad un rallentamento degli acquisti esteri. I saldi combinati delle partite correnti e del conto capitali a lungo termine hanno presentato un avanzo di \$1,2 miliardi, contro un deficit di \$9,8 miliardi nel 1972. Dalla guerra è la prima volta che la bilancia di base ha presentato un avanzo.

Nel 1973, i movimenti di capitali a breve (escluse le operazioni bancarie, ma compresi errori e omissioni) hanno avuto per risultato esborsi netti per \$5,9 miliardi; ciò significa che hanno superato di \$2,1 miliardi il livello del 1972, ma sono stati inferiori di \$8,1 miliardi a quello del 1971. Quasi l'intero deflusso ha avuto luogo nel primo trimestre del 1973; anche la fuga dal dollaro, verificatasi all'inizio dell'anno, ha avuto luogo attraverso il sistema bancario soprattutto in febbraio prima della svalutazione e all'inizio di marzo in previsione dell'allineamento della moneta, sicchè, mentre il saldo globale ha subito un disavanzo di \$5,4 miliardi nel primo trimestre del 1973, il saldo delle transazioni in conto riserve ufficiali ne ha registrato uno di \$10,5 miliardi. Durante il resto dell'anno i movimenti dei capitali a breve hanno avuto per risultato un'uscita netta di \$1,3 miliardi, ma questo importo è stato più che compensato da riflussi netti di fondi a breve attraverso le banche per un importo di \$4,4 miliardi; il grosso di questi fondi è affluito nel paese nell'ultimo trimestre dell'anno, ritenendosi probabilmente che gli Stati Uniti sarebbero stati colpiti meno severamente dall'incremento dei prezzi del petrolio che non altri importanti paesi industriali. In conseguenza di questi andamenti divergenti, la bilancia dei pagamenti globale (dalla quale sono esclusi i movimenti a breve delle banche) ha presentato entrate nette per \$0,8 miliardi nel periodo da aprile a dicembre, costituito da un avanzo di \$2,1 miliardi nella bilancia di base e da un deficit di \$1,3 miliardi in conto capitali a breve. Aggiungendo l'importo di \$4,4 miliardi di fondi netti affluiti alle banche, il saldo delle transazioni inerenti alle riserve ufficiali ha presentato entrate nette per \$5,2 miliardi. Per l'anno nel suo insieme, gli afflussi e deflussi di fondi bancari a breve si sono quasi bilanciati, sicchè i disavanzi delle transazioni globali e di quelle inerenti alle riserve ufficiali sono stati assai simili: rispettivamente, di \$4,7 e 5,3 miliardi. Gli importi corrispondenti per il 1972 erano stati di \$13,6 e 11,1 miliardi, la differenza di \$2,5 miliardi rispecchiando afflussi netti di fondi a breve attraverso il sistema bancario.

Nel primo trimestre del 1974 i regolamenti ufficiali si sono sensibilmente ridotti toccando il livello di \$0,9 miliardi dopo essere ammontati a \$2,7 miliardi nell'ultimo

trimestre del 1973. In base a statistiche incomplete il peggioramento è dovuto in parte ad una contrazione dell'avanzo commerciale — soprattutto causato dai prezzi più alti pagati per il petrolio — ma principalmente ad una variazione nei flussi dei fondi bancari a breve, i quali, da cospicue entrate nette per \$3,1 miliardi sono passati a modeste uscite, a seguito dell'abolizione, avvenuta a fine gennaio, dei controlli SU sui movimenti di capitali esteri, nonché dell'attenuazione delle restrizioni introdotte in diversi altri paesi sugli afflussi di capitali. Difatti, il saldo complessivo ha presentato un miglioramento rispetto ai tre mesi precedenti, poichè il disavanzo di \$0,2 miliardi è stato sostituito da un avanzo di \$1 miliardo. Le entrate nette dalle partite visibili sono diminuite a \$0,3 miliardi, da \$1,4 miliardi registrati nell'ottobre-dicembre dello scorso anno. In termini di volume, tanto le esportazioni che le importazioni sono aumentate soltanto del 2,5 %, ma in termini di valore le esportazioni hanno subito un incremento di \$2,2 miliardi (ossia dell'11 %), mentre le importazioni sono salite di non meno di \$3,2 miliardi (17 %). Gli acquisti di petrolio greggio e di prodotti raffinati si sono contratti di quasi un quinto in termini di volume, ma in termini di valore sono cresciuti di circa \$1,9 miliardi, coprendo così per quasi il 60 % l'espansione globale delle importazioni.

Canada. Nonostante il ritmo accelerato dell'attività economica e la crescente tensione nella capacità produttiva, nel 1973 il disavanzo delle partite correnti si è quasi dimezzato. Questo andamento è il risultato di un aumento di \$0,5 miliardi nell'avanzo commerciale, che ha raggiunto il livello di \$2,1 miliardi. Durante tutto l'anno la domanda estera di prodotti canadesi è stata assai sostenuta ed il volume delle esportazioni sarebbe stato più ampio se dal lato degli approvvigionamenti non vi fossero state limitazioni. Ad ogni modo, le esportazioni di merci sono cresciute del 26 % in valore e dell'8 % in volume. L'espansione è stata particolarmente sensibile (oltre un terzo) per i prodotti agricoli e della pesca, nonché per metalli e minerali. Le importazioni hanno registrato un incremento del 25 % in valore; in termini di volume l'aumento è stato del 14 % inferiore a quello del 1972 e ciò nonostante che il progresso economico sia andato accelerandosi. Il generale miglioramento negli introiti netti dagli scambi di merci si è verificato nonostante una riduzione di \$0,5 miliardi nell'avanzo verso gli Stati Uniti, provocata da una netta inversione nel commercio delle automobili. Ma il miglioramento negli scambi con altri paesi ha toccato \$1 miliardo ed è in ampia misura dovuto alle esportazioni verso il Giappone, le quali sono quasi raddoppiate.

L'accresciuto avanzo delle transazioni visibili è stato in parte compensato da un incremento di \$0,3 miliardi negli esborsi netti per servizi, il cui livello ha toccato \$2,8 miliardi. Oltre due terzi del peggioramento sono da ascrivere all'espansione dei pagamenti per interessi e dividendi. L'avanzo derivante dai trasferimenti netti è cresciuto in misura modesta, in seguito soprattutto a maggiori rimesse dei lavoratori e ad eredità.

Nel 1973 i movimenti di capitali sono stati caratterizzati da forti riduzioni nell'afflusso netto di fondi a lungo termine e nelle uscite di capitali a breve (compresi errori ed omissioni) che si sono praticamente compensati. L'avanzo del conto capitali a lungo termine si è ridotto di \$1,1 miliardi, scendendo al livello di \$0,7 miliardi. Gli elementi che hanno provocato questa variazione sono le transazioni su

Canada: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1970	1971	1972	1973		
				Anno	1° semestre	2° semestre
milioni di dollari SU						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	16.215	17.785	20.375	25.405	12.305	13.100
Importazioni	13.290	15.380	18.750	23.275	11.345	11.930
Saldo	+ 2.935	+ 2.405	+ 1.625	+ 2.130	+ 980	+ 1.170
Servizi e trasferimenti	- 1.855	- 2.105	- 2.250	- 2.465	- 1.450	- 1.015
Bilancia corrente	+ 1.080	+ 300	- 625	- 335	- 490	+ 155
Conto capitali a lungo termine	+ 705	+ 480	+ 1.780	+ 665	+ 475	+ 190
Bilancia di base	+ 1.785	+ 780	+ 1.155	+ 330	- 15	+ 345
Conto capitali a breve termine ed errori e omissioni	- 200	- 1.400	- 1.575	- 510	- 330	- 180
Saldo complessivo*	+ 1.585	- 620	- 420	- 180	- 345	+ 165

* Per facilitare il confronto nel 1970, 1971 e 1972 sono state escluse le assegnazioni di DSP rispettivamente e di \$ SU 124, 118 e 117 milioni, nonché gli aggiustamenti di valutazione della posizione netta ufficiale.

titoli e gli investimenti diretti; i relativi proventi netti sono diminuiti rispettivamente di \$1 e 0,2 miliardi. L'afflusso per investimenti diretti è stato all'incirca uguale a quello del 1972, ma si è verificato un forte incremento nel deflusso, dovuto soprattutto ad una grossa transazione speciale nel quarto trimestre, la quale ha comportato l'acquisto di una forte partecipazione in una compagnia SU, che si occupa dello sviluppo di risorse minerali nel Canada, da parte della Canada Development Corporation. I minori afflussi netti per transazioni su titoli sono probabilmente da imputare fra l'altro ad una riduzione relativa nei differenziali dei saggi d'interesse rispetto agli Stati Uniti e, nel secondo semestre dell'anno, nei confronti dell'Europa; si è notata una sensibile contrazione nel ricorso ai mercati dei capitali internazionali da parte di province e municipalità, la quale può essere stata in parte una reazione alle operazioni effettuate nel 1972 per procurarsi attività finanziarie.

Le uscite nette di capitali a breve sono ammontate a \$0,5 miliardi. La contrazione di \$1,1 miliardi dal 1972 è stata in primo luogo dovuta al notevole differenziale nel saggio di copertura che è persistito durante la maggior parte dell'anno in favore dei saggi a breve canadesi rispetto a quelli degli Stati Uniti. Inoltre, nel quarto trimestre, allorché i mercati dei cambi mondiale avevano incominciato a sentire gli effetti della crisi petrolifera, in Canada si è avuto un afflusso di fondi non controllati.

Nel primo trimestre del 1974 esportazioni ed importazioni hanno superato, su base rettificata per variazioni stagionali, rispettivamente di oltre il 7 e il 12% il livello raggiunto negli ultimi tre mesi dell'anno precedente. L'avanzo commerciale è pertanto rapidamente sceso a \$0,1 miliardo, rispetto al livello di \$0,4 miliardi nell'ottobre-dicembre 1973. La contrazione si è interamente verificata negli scambi con paesi all'infuori degli Stati Uniti ed ha rispecchiato in ampia misura i maggiori pagamenti per gli acquisti di petrolio.

Giappone. L'effetto combinato di fattori congiunturali, del riallineamento del tasso di cambio e di misure correttive e selettive ha determinato un mutamento di massicce proporzioni nella bilancia dei pagamenti del Giappone: infatti, da un avanzo di \$4,6 miliardi nel 1972, il saldo globale è piombato in un deficit di \$10,2 miliardi. Perfino la bilancia delle partite correnti ha registrato un sia pur modesto disavanzo, a fronte del saldo attivo senza precedenti di \$6,6 miliardi del 1972, e le uscite nette di capitali a lungo termine sono ammontate a \$9,8 miliardi, e cioè a più del doppio rispetto all'anno prima. Infine, il saldo delle transazioni non identificate è divenuto passivo per \$2,6 miliardi.

L'avanzo commerciale è caduto da \$9 miliardi nel 1972 a \$3,7 miliardi nel 1973. Le esportazioni sono salite di \$8,2 miliardi, e cioè quasi del 30% in termini di valore ma solamente del 5% in volume; e ciò a causa sia dell'apprezzamento dello yen che della tensione della domanda interna, che hanno fatto deviare la destinazione delle merci dall'estero verso l'interno. I medesimi fattori hanno agito in senso inverso nel caso delle importazioni, specialmente nel secondo semestre del 1973, quando gli importatori si sono assicurati sui mercati internazionali forniture di materie prime in previsione sia di una loro rarefazione sia dell'indebolimento dello yen. Di conseguenza, il volume delle importazioni è salito di oltre il 25%. E poichè le importazioni giapponesi comprendono soprattutto generi alimentari, prodotti base e oli minerali, i più alti prezzi di tali beni hanno provocato un incremento di circa un terzo nel valore unitario delle importazioni medesime. Pertanto, il loro aumento globale si è ragguagliato a \$13,5 miliardi, e cioè al 70%. La flessione di \$5,3 miliardi dell'avanzo commerciale si è accompagnata a più elevate uscite nette, per \$1,5 miliardi, in conto partite invisibili, soprattutto a causa delle maggiori spese per trasporti e viaggi.

Il deficit delle transazioni di capitali a lungo termine è stato determinato da due principali motivi: i crediti sull'estero netti concessi per \$3,4 miliardi da banche

Giappone: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1970	1971	1972	1973	1973	1974
					gennaio-aprile	
milioni di dollari						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	18.970	23.565	28.030	36.265	10.205	14.280
Importazioni	15.005	15.780	19.060	32.575	6.730	16.510
Saldo	+ 3.965	+ 7.785	+ 8.970	+ 3.690	+ 1.475	- 2.230
Servizi e trasferimenti	- 1.995	- 1.990	- 2.345	- 3.825	- 825	- 1.870
Bilancia corrente	+ 1.970	+ 5.795	+ 6.625	- 135	+ 650	- 4.100
Conto capitali a lungo termine	- 1.590	- 1.080	- 4.490	- 9.750	- 2.960	- 1.780
Bilancia di base	+ 380	+ 4.715	- 2.135	- 9.885	- 2.310	- 5.880
Conto capitali a breve termine più errori ed omissioni	+ 895	+ 2.960	+ 2.495	- 355	+ 185	+ 920
Saldo globale*	+ 1.375	+ 7.675	+ 4.630	-10.240	- 2.125	- 4.960

* Per comodità di raffronto sono escluse le assegnazioni di DSP effettuate nel 1970, 1971 e 1972 per, rispettivamente, \$122, 128 e 160 milioni, in quanto sono rettifiche di valutazione della posizione ufficiale netta.

giapponesi e gli investimenti diretti netti effettuati all'estero per \$1,9 miliardi. I rispettivi aumenti nel 1972 erano stati di \$1,5 e 1,4 miliardi. Un sensibile disavanzo hanno altresì registrato le operazioni in titoli, in quanto nel secondo semestre dell'anno gli stranieri hanno liquidato parte dei loro precedenti investimenti in vista delle incerte prospettive dello yen. Rispetto al 1972 il peggioramento di tale voce si è ragguagliato a \$1,8 miliardi.

I movimenti registrati di capitali a breve hanno dato luogo ad entrate per \$2,4 miliardi, e cioè \$0,4 miliardi in più del 1972. Ciò specialmente in conseguenza dell'elevarsi dei proventi in crediti commerciali in connessione con il dilatarsi dei conti per importazioni. Per contro, si è verificata un'uscita netta nella voce errori ed omissioni (soprattutto a causa della liquidazione di previ sfasamenti nei termini di pagamento) per un ammontare di \$2,8 miliardi, rispetto ad entrate nette nel 1972 di \$0,5 miliardi.

In considerazione del rapido peggioramento della bilancia dei pagamenti, al volgere del 1973-74 le autorità hanno preso una serie di misure (esaminate in dettaglio nel seguente capitolo della Relazione) principalmente intese a favorire l'afflusso di fondi, scoraggiandone nel contempo il deflusso. Tali provvedimenti hanno ottenuto un certo successo e le uscite globali nette di mezzi finanziari sono bruscamente declinate nel primo quadrimestre del 1974 sino a \$0,9 miliardi. Il miglioramento va soprattutto ascritto al rallentamento delle esportazioni giapponesi di capitali a lungo termine. Per contro, si è registrato un sensibile deflusso derivante dalle vendite nette di titoli giapponesi da parte di non residenti. I movimenti di capitali a breve (compresi errori ed omissioni) hanno dato luogo ad entrate nette a partire dall'inizio dell'anno, talchè per l'intero periodo gennaio-aprile esse si sono ragguagliate a \$0,9 miliardi. In qualche misura ciò è dovuto al più elevato indebitamento con l'estero contratto dalle società in connessione con la liquidazione, richiesta dalle autorità, dei depositi in divise estere.

Il contrarsi delle uscite nette di capitali si è, peraltro, accompagnato ad un forte ampliamento del deficit delle partite correnti, il quale, rispecchiando il peggioramento delle bilance sia commerciale che delle partite invisibili, ha raggiunto nel primo quadrimestre del 1974 il livello di \$4,1 miliardi. A causa, in gran parte, degli aumentati prezzi del petrolio, le importazioni sono state superiori del 90% rispetto ad un anno prima e le esportazioni sono cresciute del 40%. La bilancia commerciale è pertanto passata dall'avanzo di \$1,5 miliardi registrato nel periodo gennaio-aprile del 1973 ad un disavanzo di \$2,2 miliardi nel corrispondente periodo del corrente anno. Il deficit delle partite invisibili è ulteriormente aumentato sino a raggiungere \$1,9 miliardi, con un incremento cioè di oltre \$1 miliardo rispetto al primo quadrimestre del 1973. Il saldo globale è quindi risultato passivo per \$5 miliardi, importo che è pari circa alla metà del deficit registrato per l'intero 1973.

Regno Unito. Nel 1973 le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno continuato a peggiorare sensibilmente. Dopo che l'avanzo di £1.070 milioni, registrato nel 1971, si fu praticamente dileguato nel 1972, le transazioni correnti effettuate lo scorso anno accumularono un deficit senza precedenti di £1.470 milioni; l'intera contrazione è da attribuire agli scambi di merci, dato che l'avanzo delle par-

tite invisibili è cresciuto effettivamente di £ 160 milioni, raggiungendo il livello di £ 905 milioni.

L'ampliamento del disavanzo commerciale può essere ascritto ad un certo numero di fattori concomitanti. In primo luogo, il peggioramento del 12% nelle ragioni di scambio derivante dal deprezzamento della sterlina in un momento di fortissimo incremento dei prezzi delle merci a mercati internazionale ha colpito severamente il Regno Unito; secondariamente, dopo una riduzione nel 1972, vi è stata una sensibile espansione nell'accumulazione delle scorte costituite in ampia misura da importazioni; infine, nel secondo semestre dell'anno, in molti settori la produzione ha toccato i limiti di capacità. Questo andamento ha mantenuto la domanda d'importazioni molto vivace, come indica il fatto che la sua elasticità in rapporto al variare dei redditi è balzata da quasi 2 nei primi sei mesi dell'anno a 5 nel secondo semestre. Anche le esportazioni hanno sofferto; dopo essere cresciute rapidamente in volume nei primi nove mesi dell'anno, esse si sono ridotte nel quarto trimestre, in un momento, cioè, in cui la domanda estera, sebbene in fase di decelerazione, stava ancora esercitando una forte attrazione e la migliorata competitività delle merci britanniche avrebbe dovuto consentire ad esse di accrescere la loro partecipazione ai mercati mondiali.

Nel 1973 il valore delle esportazioni ha superato di un quarto quello dell'anno precedente; l'espansione più rapida, quasi il 40%, si è verificata nei confronti dei paesi CEE di recente associati al Regno Unito. In termini di valore le importazioni sono cresciute di oltre il 40%, fra cui soprattutto rapide quelle di manufatti e materie prime.

L'avanzo delle partite invisibili ha registrato un incremento nel 1973 specialmente in seguito all'aumento di £ 285 milioni nelle entrate nette da interessi, profitti e dividendi. Il modesto avanzo in conto trasporti e turismo ha presentato scarse variazioni. Il saldo netto attivo di altri servizi privati è ammontato a quasi £ 1.000 milioni, ossia a £ 120 milioni più che nel 1972, nonostante una caduta nelle entrate nette da assicurazioni, dovuta all'aumentata concorrenza e ad esborsi più elevati. I miglioramenti sono stati in parte compensati da un incremento di £ 210 milioni (a £ 770 milioni) nel disavanzo del conto servizi e trasferimenti governativi. Quasi metà di questo incremento è da attribuire ai pagamenti netti effettuati ai paesi CEE.

Nel 1973 i trasferimenti di capitali eseguiti in base alle clausole di garanzia degli Accordi sulla sterlina sono ammontati a £ 60 milioni.

Il peggioramento delle partite correnti è stato più che controbilanciato dal mutamento nei flussi di capitali, che nel 1972 hanno presentato entrate nette per £ 1.840 milioni, contro uscite nette per £ 875 milioni nel 1972. Un contributo importante a questo notevole spostamento è dato dal ricorso del settore pubblico RU ai prestiti esteri in base al sistema governativo di copertura del cambio, ripristinato nel marzo 1973; il credito ricevuto è ammontato in complesso a £ 1.000 milioni. Un altro importante fattore è costituito dall'incremento di £ 655 milioni nei fondi affluiti per investimenti esteri, soprattutto al settore privato. Circa il 40% dell'aumento è da imputare ad investimenti diretti esteri in settori diversi da quelli del petrolio e delle assicurazioni), che possono aver rispecchiato la migliorata posizione competi-

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1971	1972	1973	1972		1973	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
milioni di sterline							
Merchi (f.o.b.)							
Esportazioni	8.795	9.135	11.435	4.470	4.665	5.425	6.010
Importazioni	8.510	9.810	13.810	4.655	5.155	6.175	7.635
Saldo	+ 285	- 675	- 2.375	- 185	- 490	- 750	- 1.625
Servizi e trasferimenti	+ 785	+ 745	+ 905	+ 370	+ 375	+ 365	+ 540
Bilancia corrente . .	+ 1.070	+ 70	- 1.470	+ 185	- 115	- 385	- 1.085
Bilancia corrente non rettificata. . .	+ 1.070	+ 70	- 1.470	+ 155	- 85	- 550	- 920
Trasferimenti di capitali	-	-	- 60	-	-	- 55	- 5
Movimenti di capitali							
Flussi strutturali di capitali:							
A lungo termine ufficiali	- 270	- 255	- 255	- 90	- 175	- 85	- 170
Investimenti esteri nel Regno Unito	+ 1.185	+ 840	+ 1.495	+ 395	+ 445	+ 695	+ 800
Investimenti privati RU all'estero	- 875	- 1.450	- 1.250	- 700	- 750	- 620	- 630
Indebitamento netto in valute estere di banche RU per il finanziamento di investimenti privati RU all'estero	+ 280	+ 720	+ 470	+ 350	+ 370	+ 240	+ 230
Credito commerciale a lungo termine	- 280	- 165	- 155	- 95	- 70	- 75	- 80
Totale	+ 40	- 310	+ 305	- 130	- 180	+ 155	+ 150
Altri movimenti di capitali:							
Indebitamento del settore pubblico RU in base al sistema di copertura di cambio .	-	-	+ 1.000	-	-	+ 325	+ 675
Capitali a breve identificati	+ 250	+ 10	+ 60	- 5	+ 15	+ 80	- 20
Partita bilanciante . . .	+ 300	- 575	+ 475	- 305	- 270	+ 300	+ 175
Totale	+ 550	- 565	+ 1.535	- 310	- 255	+ 705	+ 830
Totale dei movimenti di capitali.	+ 590	- 875	+ 1.840	- 440	- 435	+ 860	+ 980
Saldo complessivo ² .	+ 1.660	- 805	+ 310	- 285	- 520	+ 255	+ 55

¹I dati relativi alla bilancia corrente sono rettificati su base stagionale. ²Per facilitare il confronto, nel 1971 e 1972 sono state escluse le assegnazioni di DSP rispettivamente di £125 e 124 milioni.

tiva del Regno Unito. Anche gli investimenti nel settore del petrolio hanno presentato una forte espansione. Si è verificato, d'altra parte, un modesto incremento negli investimenti privati britannici all'estero, dopo che è stato consentito l'indebitamento in valute all'estero per finanziare questi tipi di investimento.

Una notevole variazione ha avuto luogo anche nei movimenti dei capitali a breve (soprattutto transazioni non identificate), dato che ai deflussi netti per £ 565 milioni nel 1972 si sono sostituiti afflussi netti per £ 535 milioni lo scorso anno; gran parte di essi si sono verificati nel primo trimestre. Siccome i differenziali nei saggi d'interesse di copertura non sono stati favorevoli per la sterlina durante tutto l'anno, in seguito all'elevato costo della copertura a termine, le entrate di fondi devono attribuirsi in ampia misura a transazioni senza copertura e alla forte espansione della spesa per importazioni.

Nei primi quattro mesi del 1974 la bilancia commerciale è peggiorata. Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente l'aumento delle esportazioni è ammontato al 30%, ma quello delle importazioni ha toccato il livello del 60%. Rettificato per variazioni stagionali il disavanzo procedeva su una base annua di £ 5.000 milioni, di cui £ 3.000 milioni costituiscono il deficit per il petrolio. Si è notato infatti un lieve miglioramento nella bilancia (escluso il petrolio), nonostante l'effetto prodotto dalla settimana lavorativa di tre giorni, in quanto gli esborsi netti sono scesi da una base annuale di circa £ 2.500 milioni negli ultimi quattro mesi del 1973 a £ 1.900 milioni nel gennaio-aprile 1974. L'avanzo delle partite invisibili è risultato di £ 1.000 milioni, rapportato ad anno, cioè è stato lievemente superiore a quello registrato nei primi quattro mesi del 1973, per cui il disavanzo delle partite correnti, su base annua, è stato di £ 4.000 milioni.

Germania. Anche nel 1973 l'andamento del commercio estero non si è apparentemente orientato nel senso desiderato dai successivi apprezzamenti del DM. Difatti, l'avanzo delle partite visibili è balzato a DM 40,3 miliardi, contro DM 26,5 miliardi nel 1972. Per cui, nonostante un'espansione di DM 4,7 miliardi negli esborsi netti per servizi e trasferimenti, le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato un'eccedenza senza precedenti: DM 12,4 miliardi, ossia circa quattro volte quella dell'anno prima. Gli afflussi netti di capitali a lungo termine si sono ridotti sensibilmente, ma il disavanzo delle transazioni identificate a breve è stato sostituito da un avanzo, provocando uno spostamento di DM 11,8 miliardi. La bilancia dei pagamenti si è pertanto chiusa con un avanzo di DM 31,6 miliardi contro DM 16,1 miliardi nel 1972.

Quasi metà di tale avanzo globale è stato registrato nel primo trimestre dell'anno. Le transazioni correnti vi hanno contribuito soltanto con poco più di un decimo. Il grosso delle operazioni è dato dalle entrate di capitali a breve, compresa la voce "Errori ed omissioni". Nel resto dell'anno la situazione si è capovolta, nel senso che circa due terzi dell'avanzo globale sono derivati da transazioni correnti.

Mentre nel 1972 l'incremento del saldo attivo commerciale si era concentrato su transazioni effettuate con pochi paesi, soprattutto gli Stati Uniti, nel 1973 il miglioramento ha avuto una base più ampia. L'eccedenza con i paesi associati della CEE è cresciuta di DM 7,8 miliardi, toccando il livello di DM 8,6 miliardi; i guadagni maggiori sono stati registrati nei confronti di Francia (DM 3 miliardi) e Italia (DM 2,3 miliardi). Ulteriori aumenti (rispettivamente di DM 0,9 e 0,7 miliardi) si sono avuti negli avanzi verso Svizzera e Austria, che, nello scorso anno, toccarono il totale complessivo di DM 11,4 miliardi, cioè hanno costituito oltre un terzo dell'avanzo della bilancia commerciale tedesca. Un'altra notevole espansione (DM 1,9 miliardi)

è stata conseguita nell'avanzo commerciale rispetto ai paesi con economie pianificate, il quale negli ultimi due anni si è quadruplicato, raggiungendo il livello di DM 4,2 miliardi.

Ove si esamini la composizione merceologica del commercio è interessante notare che le esportazioni di beni capitali sono cresciute soltanto di un sesto, mentre quelle di prodotti agricoli e di generi alimentari lavorati, nonché di materie prime e beni strumentali, sono aumentate, rispettivamente, di oltre un quarto ed un terzo.

Lo scorso anno, i disavanzi del conto servizi e dei pagamenti per trasferimenti hanno continuato a crescere, toccando rispettivamente il livello di DM 11,8 e 16,1 miliardi contro DM 9,2 e 14 miliardi nel 1972. L'aumento degli esborsi netti nel conto servizi è da attribuire al turismo, che ha registrato un deficit di DM 11,5 miliardi, ossia DM 2,9 miliardi di più che nel 1972. Per la prima volta in oltre dieci anni, le entrate sono lievemente scese, mentre le spese si sono accelerate. Questo andamento conferma la generale impressione che le spese in conto turismo presentano una maggiore elasticità di breve periodo che i prezzi delle merci. Il progresso di DM 2 miliardi nei trasferimenti netti è stato essenzialmente dovuto a più abbondanti rimesse da parte dei lavoratori stranieri (DM 1 miliardo), nonché a maggiori contributi netti alla CEE (DM 0,7 miliardi).

Nel 1973 le entrate nette da operazioni su capitali a lungo termine sono ammontate a DM 8,1 miliardi, cioè a DM 6,8 miliardi meno che nel 1972, ma a DM 1,8 miliardi più che nel 1971. Tali afflussi sono stati contenuti mediante misure amministrative introdotte nel 1972 ed inasprite in febbraio e giugno 1973. Le relative disposizioni avevano soprattutto lo scopo di limitare movimenti speculativi tramite operazioni su titoli. Le entrate nette attraverso questo canale, concentratesi soprattutto nei primi tre trimestri, si sono ridotte a DM 2,9 miliardi, contro DM 14,8 miliardi nel 1972. Lo scorso anno la fonte maggiore di afflussi registrati è costituita pertanto da prestiti diretti e anticipazioni che, al livello di DM 7,7 miliardi, hanno superato di DM 5,7 miliardi quello del 1972. Questo andamento è senza dubbio dovuto ad una combinazione di fondi disponibili, rendimenti netti e prospettive di mutamenti nei tassi di cambio. Gli stessi fattori, ma con predominanza delle considerazioni valutarie, stanno alla base dei consistentissimi afflussi di capitali a breve (compresi errori ed omissioni) registrati nei primi tre trimestri del 1973, soprattutto gennaio-marzo. Il canale principale di tali afflussi è stato il credito commerciale, con transazioni non identificate nella voce "Errori ed omissioni".

Dopo i consistenti ma decrescenti avanzi trimestrali registrati nel 1973, nei primi tre mesi di quest'anno il saldo complessivo è stato praticamente in equilibrio. Questo andamento è interamente dovuto ad un massiccio spostamento nel saldo del conto capitali. L'andamento degli afflussi di natura speculativa verificatisi nel 1973 si è in una certa misura capovolto all'inizio del 1974, quando sono stati liquidati gli sfasamenti nei termini di pagamento. Le uscite di capitali a breve (compresi errori ed omissioni) sono ammontate a DM 6,2 miliardi; si è inoltre avuto un deficit di DM 0,7 miliardi in conto capitali a lungo termine; questi movimenti si sono verificati nonostante l'attenuazione dei controlli sulle importazioni di capitali e la misura adottata dagli Stati Uniti con la quale, a fine gennaio, sono stati liberalizzati i deflussi di fondi.

Germania: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1970	1971	1972	1973	1973	1974
					Primo trimestre	
milioni di marchi tedeschi						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	124.850	136.555	149.535	178.995	41.600	55.205
Importazioni	103.630	113.260	122.995	138.680	33.685	41.005
Saldo	+21.220	+23.295	+26.540	+40.315	+ 7.915	+14.200
Servizi e trasferimenti	-17.635	-20.180	-23.190	-27.910	- 6.115	- 7.360
Bilancia corrente	+ 3.585	+ 3.115	+ 3.350	+12.405	+ 1.800	+ 6.840
Conto capitali a lungo termine	- 935	+ 6.295	+14.840	+ 8.090	+ 2.720	- 700
Bilancia di base	+ 2.650	+ 9.410	+18.190	+20.495	+ 4.520	+ 6.140
Conto capitali a breve	+ 8.025	+ 3.055	- 3.235	+ 9.540	+ 5.305	+ 270
Errori ed omissioni	+ 3.310	+ 2.720	+ 1.155	+ 2.540	+ 4.465	- 6.425
Saldo complessivo*	+13.985	+15.185	+16.110	+31.575	+14.290	- 15

* Per facilitare il confronto nel 1970, 1971 e 1972 sono state escluse le assegnazioni di DSP rispettivamente per DM 738, 627 e 620, milioni, nonché gli aggiustamenti di valutazione della posizione netta ufficiale.

Le partite correnti, d'altra parte, hanno continuato ad accumulare una crescente eccedenza, che ha toccato il livello di DM 6,8 miliardi. Il fattore principale è ancora una volta consistito nelle operazioni commerciali, essendo le esportazioni cresciute d'un terzo rispetto all'anno precedente, contro oltre il 20% nel caso delle importazioni nonostante le conseguenze dell'aumento dei prezzi del petrolio. Le importazioni da Italia e Regno Unito sono state ostacolate dalla limitazione delle forniture dovute soprattutto a scioperi. L'eccedenza commerciale è salita a DM 14,2 miliardi ossia a DM 6,3 miliardi più che nel periodo corrispondente del 1973 e, su base rettificata per variazioni stagionali, ha superato di oltre la metà quella conseguita nel trimestre precedente. Il deficit nelle partite invisibili, d'altra parte, ha continuato ad ampliarsi, toccando l'importo di DM 7,4 miliardi, cioè è stato di circa DM 2,1 miliardi superiore a quello del primo trimestre del 1973. I favorevoli risultati commerciali hanno ben presto provocato afflussi netti in conto capitale, esercitando una nuova pressione all'insù sul marco a partire dall'aprile.

Francia. Lo scorso anno la bilancia dei pagamenti si è chiusa con un disavanzo di fr. fr. 3,6 miliardi, contro avanzi di fr. fr. 1,2 e 10,3 miliardi rispettivamente nel 1972 e 1971; le partite correnti hanno registrato un modesto saldo passivo e gli esborsi netti delle transazioni in conto capitali a lungo termine sono cresciuti sensibilmente.

La variazione verificatasi nelle partite correnti è per intero dovuta alla contrazione delle entrate nette da servizi, che sono passate da fr. fr. 2,8 miliardi nel 1972 a fr. fr. 0,9 miliardi. In particolare, l'avanzo netto derivante dal turismo si è quasi dimezzato a fr. fr. 1 miliardo, mentre il deficit del conto trasporti e noli ha toccato l'importo di fr. fr. 2,1 miliardi, che rappresenta un aumento del 50%. E' possibile che la riduzione delle entrate da turismo sia da imputare in parte all'apprezzamento del franco rispetto alle monete di altri paesi concorrenti in questo settore. L'ampliamento

dei costi per trasporti e servizi accessori è stato il risultato sia di un imponente incremento delle tariffe sia di un'espansione del volume delle merci scambiate. Il commercio ha continuato a svilupparsi in modo assai soddisfacente, presentando un avanzo di fr.fr. 6,5 miliardi, all'incirca come nel 1972. Importazioni ed esportazioni sono aumentate di circa il 20%; oltre metà di questo incremento si è verificata nel volume. Le vendite e gli acquisti all'estero di prodotti agricoli, di prodotti base e di semilavorati hanno registrato un progresso relativamente rapido. Per quanto riguarda la distribuzione geografica del commercio, la tendenza alla diversificazione che costituisce un obiettivo della politica economica, ha avuto per conseguenza una lieve contrazione nell'aliquota del commercio con gli altri paesi CEE.

Lo scorso anno una caratteristica dominante fu costituita dall'uscita di capitali netti a lungo termine, che ha toccato fr.fr. 9,5 miliardi, quasi triplicando il suo livello. Questo andamento è stato provocato da quattro fattori concomitanti: movimenti effettivi e prevedibili nei cambi, relativi livelli dei saggi d'interesse, una politica di rigorosa limitazione nell'indebitamento a lungo termine sull'euromercato da parte delle imprese e, soprattutto, conversioni di titoli giunti a scadenza intraprese dalle banche. Le operazioni di queste ultime hanno difatti avuto per conseguenza il deflusso netto di fr.fr. 7,1 miliardi, cioè quasi il doppio del 1972 ed hanno rispecchiato la concessione di crediti a lungo termine all'estero, finanziati da indebitamento a breve

Francia: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1971	1972	1973	1972		1973	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
milioni di franchi francesi							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	114.460	131.885	159.985	65.100	66.785	78.510	81.475
Importazioni	108.325	125.365	153.445	62.860	62.505	74.985	78.460
Saldo	+ 6.135	+ 6.520	+ 6.540	+ 2.240	+ 4.280	+ 3.525	+ 3.015
Servizi e trasferimenti							
Servizi	+ 3.690	+ 2.790	+ 930	+ 1.600	+ 1.190	+ 785	+ 145
Trasferimenti	- 6.905	- 7.855	- 7.645	- 3.225	- 4.630	- 3.655	- 3.990
Totale	- 3.215	- 5.065	- 6.715	- 1.625	- 3.440	- 2.870	- 3.845
Bilancia corrente . .	+ 2.920	+ 1.455	- 175	+ 615	+ 840	+ 655	- 830
Conto capitali a lungo termine							
Ufficiali	- 975	- 235	- 1.130	- 835	+ 600	- 755	- 375
Privati non bancari . . .	+ 1.065	+ 540	- 1.350	+ 1.140	- 600	+ 345	- 1.695
Banche	- 75	- 3.660	- 7.065	- 1.980	- 1.680	- 2.185	- 4.880
Totale	+ 15	- 3.355	- 9.545	- 1.675	- 1.680	- 2.595	- 6.950
Bilancia di base . .	+ 2.935	- 1.900	- 9.720	- 1.060	- 840	- 1.940	- 7.780
Conto capitali a breve ed Errori ed omissioni	+ 7.405	+ 3.105	+ 6.145	+ 1.170	+ 1.935	+ 4.225	+ 1.920
Saldo complessivo* .	+ 10.340	+ 1.205	- 3.575	+ 110	+ 1.095	+ 2.285	- 5.860

* Per facilitare il confronto, nel 1971 e 1972 sono state escluse le assegnazioni di DSP, rispettivamente per fr.fr. 891 e 883 milioni.

nell'euromercato. La variazione nel saldo delle transazioni del settore privato (escluse le banche), che ha registrato un disavanzo di fr.fr. 1,4 miliardi contro un'eccedenza di fr.fr. 0,5 miliardi nel 1972, può essere attribuita soprattutto ad operazioni su titoli di residenti e specialmente di non residenti. I residenti hanno accelerato i loro acquisti, specialmente nel terzo trimestre. Le acquisizioni di titoli francesi da parte di non residenti sono invece sensibilmente diminuite. I conti indicano anche un'imponente espansione negli esborsi netti per transazioni ufficiali di capitali a lungo termine. Ma questo fatto è interamente dovuto all'ammortamento, effettuato nel 1972, di fr.fr. 1,1 miliardi di debiti di alcuni paesi africani.

Nell'intero anno le entrate nette di capitali a breve (compresi errori ed omissioni) sono ammontate a fr.fr. 6,1 miliardi. L'avanzo si è verificato soprattutto nei primi nove mesi dell'anno, nonostante le rigorose misure adottate in marzo per contenere tali afflussi. A partire dal 15 settembre la situazione è mutata in seguito alla rivalutazione del fiorino olandese, la quale è stata accompagnata da speculazioni in favore del franco belga e del marco tedesco a spese del franco francese. Le misure restrittive introdotte precedentemente nell'anno furono allora sospese.

Nel primo trimestre del 1974 le esportazioni, su base rettificata per variazioni stagionali, hanno superato del 20% il loro livello di ottobre-dicembre 1973 e le importazioni sono cresciute di oltre il 30%. Il saldo commerciale ha perciò registrato un disavanzo di fr.fr. 3,3 miliardi contro un'eccedenza di fr.fr. 0,9 miliardi nei tre mesi precedenti.

Italia. Nonostante il grave deteriorarsi di fondo della bilancia dei pagamenti, il disavanzo globale dell'Italia è caduto da lire 745 miliardi nel 1972 a lire 175 miliardi nel 1973. Tale diminuzione si spiega con l'incremento assai notevole dei debiti compensativi contratti all'estero dal settore pubblico, i quali, su base netta, sono saliti a lire 2.570 miliardi da lire 350 miliardi nell'anno precedente. Questo indebitamento si è verificato a fronte di un capovolgimento di lire 2.575 miliardi nella bilancia delle partite correnti, da attiva divenuta passiva, compensato in qualche misura dalla minor uscita di capitali privati.

Il deterioramento delle partite correnti si è concentrato negli scambi commerciali. Sulla base dei dati della bilancia dei pagamenti il modesto avanzo del 1972 è stato sostituito da un disavanzo di lire 2.275 miliardi. Per effetto del dilatarsi della domanda interna le importazioni sono aumentate di oltre il 40%, mentre le esportazioni sono cresciute del 20%: quest'ultimo aumento si è concentrato in gran parte nel periodo luglio-dicembre in conseguenza degli scioperi svoltisi nella prima parte dell'anno. Nel 1972 importazioni ed esportazioni erano invece entrambe salite del 15% circa. In termini di volume l'espansione delle importazioni (13%) è stata leggermente più elevata che nel 1972, mentre l'incremento delle esportazioni, pari al 4% circa, si è ragguagliato a meno di un terzo di quello dell'anno precedente. Il deterioramento dei termini di scambio risultante dall'effetto combinato del boom dei prezzi delle materie prime e del deprezzamento della lira è stato quindi pari al 10%.

Secondo quanto risulta dalle statistiche doganali il peggioramento del conto merci ha colpito tutti i settori di rilievo: il deficit strutturale dei prodotti base e delle fonti di energia è salito di lire 1.085 miliardi sino a lire 3.610 miliardi, il saldo attivo

dei prodotti finiti e semilavorati diversi dai generi alimentari si è ridotto di lire 820 miliardi sino a lire 2.645 miliardi e gli esborsi netti per i prodotti alimentari si sono dilatati di lire 935 miliardi sino a raggiungere lire 2.290 miliardi. Tali cifre indicano chiaramente la necessità di ridurre lo squilibrio commerciale, specialmente in vista delle conseguenze derivanti dai più alti prezzi delle forniture di energia. Attesa la concreta possibilità di un ulteriore aggravarsi del tradizionale disavanzo per prodotti base ed energetici, una certa compensazione dovrà scaturire da un capovolgimento, dall'interno verso l'estero, della destinazione finale dei prodotti finiti e da una riduzione del deficit alimentare, conseguibile incentivando la produzione nazionale di beni sostitutivi di quelli stranieri.

Italia: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1971	1972	1973	1972		1973	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
miliardi di lire							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	9.275	10.755	12.870	5.220	5.535	5.560	7.310
Importazioni	9.205	10.725	15.145	5.055	5.670	6.635	8.510
Saldo	+ 70	+ 30	- 2.275	+ 165	- 135	- 1.075	- 1.200
Servizi e trasferimenti	+ 910	+ 1.140	+ 870	+ 590	+ 550	+ 220	+ 650
Bilancia corrente . .	+ 980	+ 1.170	- 1.405	+ 755	+ 415	- 855	- 550
Movimenti di capitali identificati							
Indebitamento compensativo del settore pubblico	- 140	+ 350	+ 2.570	- 260	+ 610	+ 555	+ 2.015
Altri movimenti	- 235	- 1.920	- 980	- 670	- 1.250	- 670	- 310
Totale	- 375	- 1.570	+ 1.590	- 930	- 640	- 115	+ 1.705
Errori ed omissioni . .	- 115	- 345	- 360	- 150	- 195	+ 55	- 415
Saldo conto capitali.	- 490	- 1.915	+ 1.230	- 1.080	- 835	- 60	+ 1.290
Saldo complessivo*.	+ 490	- 745	- 175	- 325	- 420	- 915	+ 740

* Per facilitare il confronto, sono escluse le assegnazioni di DSP effettuate nel 1971 e 1972 per rispettivamente lire 67 e 66 miliardi, nonché gli aggiustamenti di valutazione della posizione monetaria netta globale sull'estero.

La situazione ora descritta ha costituito il presupposto per l'introduzione, nel maggio 1974, di un deposito obbligatorio pari al 50% del valore delle importazioni di prodotti alimentari e beni di consumo. A tale epoca, il deficit commerciale aveva raggiunto proporzioni allarmanti: le prime risultanze doganali suggeriscono che nel primo quadrimestre dell'anno corrente esso ha superato la cifra di lire 2.500 miliardi, metà circa della quale dovuta agli acquisti di petrolio, rispetto a lire 900 miliardi nel gennaio-aprile del 1973.

Il mantenimento del divieto di accreditamento a favore di non residenti delle banconote italiane provenienti dall'estero ha dato luogo lo scorso anno ad una riduzione, dopo il ristagno del 1972, degli introiti di valuta estera aventi per causale ufficiale il turismo e le rimesse dei lavoratori. Per compensare questa distorsione, la

bilancia dei pagamenti, calcolata sulla base delle operazioni effettuate, riporta ora le stime degli importi effettivi dei proventi delle partite invisibili e delle uscite di capitali. Tali stime, estese anche ad anni precedenti per scopi di confronto, mostrano che gli avanzi da turismo e da rimesse dei lavoratori si sono ragguagliati nel 1973 a, rispettivamente, lire 1.050 e 860 miliardi, con un certo aumento quindi rispetto al 1972. Ciò nonostante, l'avanzo globale delle partite invisibili è ammontato nel 1973 a sole lire 870 miliardi, con una flessione di lire 270 miliardi rispetto all'anno precedente. Si è infatti verificata una forte espansione delle uscite nette in conto proventi da investimento, trasporti e trasferimenti ufficiali, questi ultimi principalmente sotto forma di maggiori contributi al Fondo Europeo di Orientamento e Garanzia Agricola.

In aggiunta al summenzionato indebitamento compensativo degli enti pubblici, le uscite autonome nette (al lordo di errori ed omissioni) si sono ridotte lo scorso anno di lire 925 miliardi, ragguagliandosi a lire 1.340 miliardi, soprattutto in conseguenza di un migliorato saldo dei crediti commerciali. Il saldo di tutte le transazioni in conto capitali è quindi passato da un deflusso netto di lire 1.915 miliardi nel 1972 ad un'entrata netta di lire 1.230 miliardi nel 1973.

In conseguenza degli ulteriori cospicui debiti compensativi contratti nei primi cinque mesi del 1974, tal genere di esposizione ammonta attualmente e globalmente a circa lire 5.500 miliardi, il che rappresenta per gli anni a venire un gravoso fardello di impegni.

Unione economica Belgio-Lussemburgo. L'andamento della bilancia dei pagamenti è stato dominato lo scorso anno da flessioni assai sensibili intervenute nei movimenti netti di capitali verso l'estero. Pertanto, nonostante la diminuzione dei proventi netti delle partite correnti, la bilancia globale ha registrato un avanzo di fr.belgi 37,5 miliardi, con un aumento di fr.belgi 17 miliardi rispetto al 1972.

Il saldo attivo delle partite correnti si è ridotto di fr.belgi 8,3 miliardi, portandosi a fr.belgi 42,9 miliardi, sostanzialmente in conseguenza del passaggio da attivo a passivo del saldo delle transazioni invisibili. I dati relativi alla bilancia dei pagamenti, calcolati in parte sulla base dei conti di cassa, hanno segnato una flessione di fr.belgi 0,7 miliardi nei proventi netti commerciali che si sono ragguagliati a fr.belgi 45,7 miliardi. I dati doganali su base f. o. b. rettificata, hanno manifestato analoga tendenza, con una diminuzione peraltro di fr.belgi 4,4 miliardi del saldo attivo che è sceso a fr.belgi 55,5 miliardi. Le importazioni sono aumentate del 25% in termini di valore grazie allo slancio della domanda interna, mentre le esportazioni sono salite di oltre il 20%, nonostante l'effetto degli scioperi e delle strozzature produttive del secondo semestre. Le ragioni di scambio sono peggiorate di circa il 4%. Nel quadro del commercio con gli altri paesi CEE, le esportazioni nette verso i paesi a moneta debole sono considerevolmente aumentate, al contrario di quanto avvenuto nei confronti di quelli a valuta forte. La bilancia delle partite invisibili si è volta ad un deficit di fr.belgi 2,8 miliardi; tale sensibile capovolgimento va principalmente attribuito al forte incremento degli esborsi netti in conto transazioni governative.

Le uscite nette di capitali (inclusi errori ed omissioni) sono diminuite da fr. belgi 30,7 miliardi nel 1972 a fr. belgi 5,4 miliardi, in ciò rispecchiando, sembra, princi-

Unione Economica Belgio-Lussemburgo: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1970	1971	1972	1973	1973	1974
					1° trimestre	
miliardi di franchi belgi						
Merci²						
Esportazioni	485,5	527,9	586,5	730,3	166,7	239,2
Importazioni	446,9	486,7	540,1	684,6	155,1	230,4
Saldo	+ 38,6	+ 41,2	+ 46,4	+ 45,7	+ 11,6	+ 8,8
Servizi e trasferimenti	- 2,9	+ 0,1	+ 4,8	- 2,8	+ 3,0	+ 2,5
Bilancia corrente	+ 35,7	+ 41,3	+ 51,2	+ 42,9	+ 14,6	+ 11,3
Movimenti di capitali identificati						
Settore pubblico	- 2,8	- 12,7	- 12,9	- 7,3	- 1,6	- 2,2
Investimenti diretti	+ 8,1	+ 13,0	+ 11,2	+ 19,0	+ 5,3	+ 7,4
Titoli	- 14,4	- 18,5	- 31,9	- 24,3	- 10,3	- 5,2
Altri movimenti	- 10,2	+ 0,9	+ 3,4	- 2,8	- 7,3	- 2,7
Totale	- 19,3	- 17,3	- 30,2	- 15,4	- 13,9	- 2,7
Errori ed omissioni	- 1,2	- 0,6	- 0,5	+ 10,0	+ 4,0	- 4,4
Saldo conto capitali	- 20,5	- 17,9	- 30,7	- 5,4	- 9,9	- 7,1
Saldo complessivo³	+ 15,2	+ 23,4	+ 20,5	+ 37,5	+ 4,7	+ 4,2

¹ Dati in parte sulla base dei movimenti di cassa. ² Esportazioni ed importazioni in parte c.i.f. ³ Per facilitare il confronto sono state escluse le assegnazioni di DSP per fr.belgi 3,5 miliardi effettuate in ciascuno degli anni 1970, 1971 e 1972.

palmente la crescente fiducia nel franco belga. Gli esborsi netti si sono concentrati nel primo semestre, quando sono ammontati a fr.belgi 18,9 miliardi; nel secondo semestre, la situazione si è invertita ed i proventi netti hanno segnato fr.belgi 13,5 miliardi. Le transazioni identificate di capitali privati hanno dato luogo ad uscite nette di fr. belgi 8,1 miliardi, rispetto alla punta di fr.belgi 17,3 miliardi nel 1972. Questa flessione è stata soprattutto determinata dall'aumento di fr.belgi 7,8 miliardi delle entrate nette in conto investimenti diretti e dalla diminuzione di fr.belgi 7,6 miliardi delle uscite nette in conto operazioni su titoli. Gli investimenti diretti esteri sono fortemente cresciuti dopo la flessione del 1972, mentre gli investimenti belgi all'estero hanno registrato solo un lieve incremento. Inoltre, i non residenti hanno accelerato i loro acquisti di titoli belgi, mentre, cosa ancora più significativa, i residenti UEBL hanno manifestato minor interesse per i titoli esteri. Ancora, gli esborsi netti delle autorità pubbliche si sono ridotti di fr.belgi 5,6, passando a 7,3 miliardi. Il che è stato più che bilanciato dal Tesoro, che all'inizio del 1973 ha ultimato l'ammortamento del debito a breve stilato in valuta estera e oro.

Gli altri flussi di capitale, principalmente operazioni non identificate di natura speculativa, hanno dato luogo ad un'entrata netta di fr.belgi 7,2 miliardi rispetto a fr.belgi 2,9 miliardi nell'anno precedente. Cospicue entrate erano state registrate all'inizio del 1973, prima ed immediatamente dopo la svalutazione del dollaro. Esse hanno ceduto il posto ad uscite nette ma, dall'estate in avanti, sono riprese acquistando forza specialmente verso la fine dell'anno.

Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, nel primo trimestre del 1974 l'avanzo commerciale ha registrato una modesta flessione, come pure le entrate nette in conto partite invisibili. L'avanzo delle partite correnti è stato peraltro ancora considerevole, tenendo conto dell'aumento dei prezzi del petrolio, ragguagliandosi a fr.belgi 11,3 miliardi, pari a fr.belgi 3,3 miliardi in meno rispetto al primo trimestre del 1973. Le uscite nette di capitali, soprattutto operazioni non identificate, sono ammontate a fr.belgi 7,1 miliardi, sicchè l'avanzo globale è stato di fr.belgi 4,2 miliardi.

Paesi Bassi. Dopo tre anni di aumenti l'avanzo globale è caduto nel 1973 a fiorini 1,1 miliardi. La variazione va ascritta alle uscite nette di capitali, cresciute di fiorini 2,4 miliardi (inclusi i movimenti non identificati) a causa dei rendimenti più favorevoli conseguibili all'estero. I proventi netti delle partite correnti sono saliti di fiorini 1,3 miliardi, portandosi a fiorini 5 miliardi.

Nonostante un lieve deteriorarsi delle ragioni di scambio, l'avanzo del conto merci si è dilatato di fiorini 0,7 a 2 miliardi, contribuendo perciò per tre quinti alla crescita del saldo attivo delle partite correnti. Le esportazioni sono aumentate del 20% circa e quelle verso i paesi importatori non tradizionali - in massima parte paesi in via di sviluppo - sono risultate particolarmente sostenute. Le importazioni, dopo la fiacca espansione del precedente biennio, sono altresì salite di circa il 20%, specialmente in corrispondenza alla ripresa della produzione industriale e della ricostituzione delle scorte.

I proventi netti dalle partite invisibili sono ulteriormente cresciuti lo scorso anno sino a raggiungere fiorini 3 miliardi. Ciò va ampiamente attribuito al considerevole aumento delle entrate nette per redditi da investimento - ed in particolare

Paesi Bassi: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1971	1972	1973	1972		1973	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
milioni di fiorini							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	44.215	50.225	61.500	24.315	25.910	30.090	31.410
Importazioni	46.380	48.950	59.500	24.145	24.805	28.910	30.590
Saldo	- 2.165	+ 1.275	+ 2.000	+ 170	+ 1.105	+ 1.180	+ 820
Servizi e trasferimenti.	+ 1.570	+ 2.425	+ 2.955	+ 915	+ 1.510	+ 1.690	+ 1.265
Bilancia corrente . .	- 595	+ 3.700	+ 4.955	+ 1.085	+ 2.615	+ 2.870	+ 2.085
Conto capitali a lungo termine	+ 1.400	- 2.595	- 4.515	- 900	- 1.695	- 2.025	- 2.490
Bilancia di base . .	+ 805	+ 1.105	+ 440	+ 185	+ 920	+ 845	- 405
Conto capitali a breve termine ed Errori e omissioni	+ 1.210	+ 1.105	+ 630	+ 815	+ 290	+ 390	+ 250
Saldo complessivo* .	+ 2.015	+ 2.210	+ 1.070	+ 1.000	+ 1.210	+ 1.225	- 155

* Per facilitare il confronto, sono escluse le assegnazioni di DSP effettuate per fiorini 271 e 269 milioni rispettivamente nel 1971 e 1972.

dai fondi impiegati sui mercati monetari esteri — mentre, per converso, il deficit turistico si è dilatato ed i proventi netti da trasporti e assicurazioni su merci sono diminuiti.

I movimenti di capitale a lungo termine hanno dato luogo ad un deflusso netto di fiorini 4,5 miliardi, con un aumento di fiorini 1,9 miliardi rispetto al 1972. I tre quarti di tale aumento vanno ascritti alle operazioni su titoli. Un incremento negli acquisti di azioni da parte di residenti è stato accompagnato da un capovolgimento nel comportamento dei non residenti, i quali hanno dato luogo a vendite nette di azioni olandesi, sicchè il deflusso netto su tale conto si è ragguagliato a fiorini 2,3 miliardi, rispetto a fiorini 1 miliardo nel 1972. Inoltre, gli acquisti di obbligazioni estere da parte di residenti si sono accelerati e si è anche verificato un modesto rientro netto di obbligazioni olandesi, che ha fatto seguito alla brusca contrazione delle vendite a non residenti avvenute nel 1972 in conseguenza del "circuito chiuso obbligazionario" introdotto nel settembre 1971. Tale sistema è stato di fatto abolito in febbraio 1974 in corrispondenza con analoghi provvedimenti adottati da taluni altri paesi. Le uscite nette in conto prestiti e crediti a lungo termine hanno registrato un incremento di fiorini 0,6 miliardi dovuto a rimborsi netti di debiti esteri. Gli investimenti diretti, per contro, sono passati ad un avanzo netto con una variazione di fiorini 0,4 miliardi, e ciò in quanto gli investimenti esteri sono aumentati dopo la flessione del 1972 mentre quelli olandesi all'estero si sono stabilizzati.

Le operazioni su capitali a breve, e principalmente i movimenti non registrati relativi allo sfasamento dei termini di pagamento, hanno registrato un avanzo di fiorini 0,6 miliardi; questo è risultato quasi dimezzato rispetto al 1972, a causa dei più elevati saggi d'interesse correnti all'estero e di alcune pressioni speculative sul fiorino che, in primavera e nel tardo autunno, hanno fatto seguito all'embargo petrolifero.

Danimarca. Contrariamente al 1972, durante lo scorso anno il deficit delle partite correnti si è sensibilmente ampliato, mentre la precedente forte contrazione delle entrate nette di capitali ha ceduto il posto ad un cospicuo e rinnovato incremento, sicchè l'avanzo globale è aumentato di cor.dan. 0,9 miliardi sino a raggiungere cor.dan. 2 miliardi.

Nonostante la crescita delle esportazioni di merci in termini di valore si sia ragguagliata al 22 %, rispetto al 13 % del 1972, il disavanzo commerciale si è più che raddoppiato, passando a cor.dan. 7,1 miliardi, in conseguenza della lievitazione subita dalle importazioni le quali, dopo essere aumentate solamente del 3 % l'anno precedente, sono salite del 33 %. Circa un terzo della dilatazione delle esportazioni ha riguardato il volume delle medesime, laddove nel caso delle importazioni la proporzione è stata di tre quinti. Si è verificato un lieve miglioramento nei termini di scambio, grazie alla relativa importanza che i prodotti agricoli rivestono per le esportazioni danesi. Il forte incremento di valore delle importazioni e quello relativamente minore delle esportazioni hanno principalmente rispecchiato il livello assai elevato dell'attività economica interna e le massicce pressioni della domanda; inoltre, le importazioni hanno subito l'influenza di un alto saggio di accumulazione delle scorte, le quali erano invece andate diminuendo nel corso del 1972. Un ulteriore impulso

alle importazioni è derivato nella seconda parte dell'anno dall'abolizione, nella primavera del 1973, della sovrimposta temporanea sulle medesime. Per quanto concerne le esportazioni gli effetti provocati, nella stessa epoca, dai conflitti di lavoro sulla produzione industriale sono stati avvertiti per un considerevole periodo di tempo e le industrie esportatrici hanno incontrato difficoltà nel fare fronte alla domanda. Con l'ingresso nella Comunità economica europea, gli scambi con l'estero della Danimarca si sono andati sempre più concentrando verso gli altri paesi europei partecipanti; il valore totale delle esportazioni verso tale area è cresciuto lo scorso anno del 30% circa, mentre quello dei prodotti agricoli è aumentato, da solo, di circa il 40%.

I proventi netti dei noli sono di poco saliti rispetto al livello dell'anno precedente e quelli del turismo sono diminuiti di cor.dan. 0,3 miliardi: l'incremento di cor.dan. 1,7 miliardi nell'avanzo delle partite invisibili va pertanto in gran parte ascritto al pagamento netto di cor.dan. 2 miliardi ricevuto dalla CEE nel quadro degli accordi a sostegno dell'agricoltura.

L'entrata globale netta di capitali è salita nel 1973 a cor.dan. 5 miliardi, e cioè è stata superiore di cor.dan. 3,4 miliardi all'anno precedente. L'indebitamento verso l'estero del settore pubblico è continuato a declinare durante lo scorso anno, segnando una diminuzione di cor.dan. 1 miliardo rispetto al 1972, ma le importazioni nette di capitali privati (inclusi errori ed omissioni) si sono dilatate, da una situazione di quasi equilibrio, a cor.dan. 4,5 miliardi: il che è in gran parte dovuto alle misure di restrizione monetaria, le quali hanno impedito alla domanda di credito di essere interamente soddisfatta mediante indebitamento all'interno.

Nel primo trimestre del 1974 il disavanzo delle partite invisibili si è notevolmente accresciuto, raggiugnandosi a cor.dan. 4,5 miliardi, ossia ha raggiunto circa due volte l'importo registrato nel periodo corrispondente dell'anno precedente. Le esportazioni si sono ampliate di circa il 30%, mentre le importazioni hanno presentato un incremento di quasi la metà; come era da attendersi, le importazioni di prodotti petroliferi sono cresciute con il ritmo più rapido, ma anche quelle di beni di

Altri paesi CEE: Bilance dei pagamenti.

Paesi e anni	Merci (f.o.b.)			Servizi e trasferimenti	Saldo corrente	Movimenti netti di capitali ¹	Saldo globale ²
	Esportazioni	Importazioni	Saldo				
Danimarca (milioni di corone)							
1971	26.995	32.310	- 5.315	+ 2.145	- 3.170	+ 4.000	+ 830
1972	30.440	33.440	- 3.000	+ 2.535	- 465	+ 1.615	+ 1.150
1973	37.210	44.355	- 7.145	+ 4.200	- 2.945	+ 4.980	+ 2.035
Irlanda (milioni di sterline)							
1971	525	740 ³	- 215	+ 130	- 85	⁴	⁴
1972	635	825 ³	- 190	+ 125	- 65	+ 25	- 40
1973 ⁴	855	1.125 ³	- 270	+ 175	- 95	+ 125	+ 30

¹ Inclusi errori e omissioni. ² Escluse le assegnazioni di DSP. ³ Importazioni su base c.i.f. ⁴ Non disponibili a causa dello sciopero delle banche irlandesi.

consumo hanno subito una fortissima espansione. Rispecchiando una riduzione nelle entrate nette derivanti dalla marina mercantile, il disavanzo delle partite correnti è salito a cor.dan. 3,2 miliardi, superando così di circa cor.dan. 0,2 miliardi quello relativo all'intero 1973.

Irlanda. In presenza di una domanda interna ed estera mantenutasi esuberante durante il corso dell'intero anno, le esportazioni ed importazioni di merci si sono sviluppate di circa un terzo, quindi molto più rapidamente dei saggi registrati nel 1972 ed approssimativamente pari a tre volte i saggi di incremento medio di lungo periodo. Il deficit commerciale si è dilatato da £ 190 milioni nel 1972 a £ 270 milioni nel 1973, ma non a causa di variazioni nelle ragioni di scambio. I prezzi sia delle esportazioni che delle importazioni sono saliti del 20% circa, il che ha consentito di mantenere il miglioramento dell'8,5% registrato dalle ragioni di scambio nel 1972. Come in tale anno, le esportazioni industriali hanno manifestato un miglioramento decisamente più ampio di quelle di prodotti agricoli. L'incremento delle importazioni, per contro, si è distribuito in modo del tutto uniforme. Il peggioramento di £ 80 milioni nelle partite commerciali visibili è stato in ampia misura compensato dal miglioramento di £ 50 milioni dell'eccedenza delle partite invisibili da ascrivere per intero ai primi trasferimenti CEE, ammontanti a £ 30 milioni, nonché ad una parziale ripresa del turismo.

Le entrate globali nette di capitali sono cresciute lo scorso anno principalmente in connessione con il finanziamento di nuovi programmi industriali: esse si sono ragguagliate a £ 125 milioni, rispetto a £ 25 milioni del 1972. La bilancia globale ha pertanto registrato un saldo attivo di £ 30 milioni dopo averne registrato uno di £ 40 milioni nel 1972.

Nei primi quattro mesi del 1974 le esportazioni sono state dell'80% superiori che nel gennaio-aprile 1973, ma l'espansione delle importazioni è stata quasi due volte quella delle esportazioni. Il disavanzo commerciale ha raggiunto l'importo di \$ 190 milioni, contro \$ 105 milioni nel periodo corrispondente dell'anno prima.

Altri paesi europei.

Austria. Il saldo attivo globale di scellini 2,5 miliardi registrato nel 1972 ha ceduto il posto lo scorso anno ad un deficit di scellini 4,7 miliardi. Il capovolgimento va principalmente ascritto ad un'inversione delle operazioni su capitali a lungo termine, che ha dato luogo ad un disavanzo di scellini 3,8 miliardi, rispetto ad un avanzo di scellini 1,9 miliardi nel 1972. Le cifre indicano inoltre che il disavanzo delle partite correnti è salito di scellini 3 miliardi sino a raggiungere lo scorso anno scellini 6,9 miliardi. In ogni caso, poichè si ritiene che gli errori e le omissioni rappresentino principalmente transazioni correnti non registrate, le stime ufficiali per lo scorso anno indicano per le partite correnti un deficit di soli scellini 2 miliardi circa rispetto ad una situazione di quasi equilibrio nel 1972.

In presenza di una forte domanda interna ed estera, esportazioni ed importazioni sono cresciute in base a saggi fra loro simili del 14% circa in termini di valore e del 10% in termini di volume. In valori assoluti comunque, i rispettivi incrementi

si sono ragguagliati a scellini 12,2 e 16,6 miliardi: il che ha determinato l'ampliamento, per scellini 4,4 miliardi, del deficit commerciale di scellini 31,9 miliardi registrato nel 1972. Le entrate nette da turismo sono aumentate lo scorso anno di soli scellini 0,8 miliardi, rispetto a scellini 4 miliardi del 1972. In termini reali, come si rileva dalle presenze giornaliere degli stranieri, si è effettivamente verificata una modesta flessione.

Il passaggio ad una situazione di disavanzo dei movimenti di capitali a lungo termine è stato determinato, da un lato, dal livello relativamente basso dei saggi d'interesse austriaci - i quali hanno indotto i residenti ad aumentare in misura cospicua i loro investimenti in titoli esteri - e, dall'altro, dalla flessione manifestatasi negli acquisti da parte di stranieri di beni immobili e titoli austriaci. Le transazioni identificate di capitali a breve hanno mostrato una tendenza opposta, passando da un modesto deflusso netto del 1972 a un'entrata di scellini 0,7 miliardi nel 1973.

In parte a causa delle riduzioni tariffarie introdotte tra l'Austria e i paesi CEE all'inizio dell'anno, sia le esportazioni che le importazioni si sono impennate nel primo trimestre del 1974, dopo il sostanziale ristagno degli ultimi mesi del 1973. Le esportazioni sono state superiori del 45% e le importazioni del 30% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, sicchè il deficit commerciale si è ragguagliato a scellini 10,6 miliardi e cioè a circa lo stesso ammontare del primo trimestre del 1973.

Austria e Svizzera: Bilance dei pagamenti.

Paesi ed anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Partite correnti	Movimenti identificati di capitali	Errori ed omissioni	Saldo complessivo
	Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo					
Austria (milioni di scellini)								
1971	79.080	105.780	-26.700	+24.450	- 2.250	+ 15	+ 5.165	+ 2.930*
1972	89.850	121.765	-31.915	+28.025	- 3.890	+ 1.825	+ 4.570	+ 2.505*
1973	102.065	138.335	-36.270	+29.340	- 6.930	- 3.055	+ 5.320	- 4.665*
Svizzera (milioni di franchi)								
1971	23.620	29.640	- 6.020	+ 6.360	+ 340	- 8.615	+17.480	+ 9.205
1972	26.190	32.370	- 6.180	+ 7.020	+ 840	-10.990	+10.055	- 95
1963	29.950	36.590	- 6.640	+ 7.640	+ 1.000	- 8.725	+ 9.765	+ 2.040

* Per agevolare il confronto sono stati esclusi le assegnazioni di DSP per scellini 487 e 708 milioni nel 1971 e 1972 rispettivamente, nonché gli aggiustamenti di valutazione della posizione ufficiale netta.

Svizzera. In presenza di una domanda interna che, dopo un periodo di sostenuto boom cominciava a dar segni di cedimento, il volume delle esportazioni si è sviluppato più rapidamente di quello delle importazioni, e ciò nonostante l'effettivo e considerevole apprezzamento del franco svizzero. Quindi il deficit delle operazioni su merci è aumentato solamente di fr. sv. 0,5 miliardi; la maggior parte del peggioramento si è verificata nel quarto trimestre in seguito all'incremento dei prezzi del petrolio. Esso è stato più che annullato dal miglioramento delle partite invisibili -

soprattutto dei proventi netti dagli investimenti ma anche dal turismo — sicchè l'avanzo delle partite correnti è stimato nel 1973 a fr. sv. 1 miliardo, con un incremento di fr. sv. 0,2 miliardi rispetto al 1972. Caratteristica saliente della bilancia dei pagamenti è stato peraltro il capovolgimento intervenuto nel conto capitali (compresi errori ed omissioni), passato da un deficit di fr. sv. 0,9 miliardi nel 1972 ad un avanzo di fr. sv. 1 miliardo nel 1973. La bilancia globale ha registrato pertanto un attivo di fr. sv. 2 miliardi rispetto ad una situazione di quasi equilibrio del 1972.

Le misure restrittive adottate dall'estate del 1972 per tamponare l'afflusso di fondi speculativi in Svizzera, e per effettuare il riciclaggio di capitali verso l'estero, non hanno evitato una loro considerevole entrata netta nel primo semestre del 1973. Tali afflussi si succedevano in evidente previsione di mutamenti nei tassi di cambio, che si sono concentrati nei periodi di irrequietezza valutaria ed in particolare verso la fine di gennaio e alla metà di febbraio. Nel secondo semestre la situazione è per altro mutata ed il conto capitali è tornato in deficit. Le entrate nette di fr. sv. 1 miliardo relative all'intero anno presuppongono afflussi lordi di almeno fr. sv. 9,7 miliardi, poichè le uscite registrate sono ammontate a fr. sv. 8,7 miliardi rispetto a fr. sv. 11 miliardi nel 1972. Questa flessione si è manifestata in conseguenza soprattutto della caduta intervenuta nei collocamenti all'estero dei fondi di investimento.

Nel primo quadrimestre del 1974, per effetto di importazioni ed esportazioni crescenti al saggio annuo del 25 % circa, il deficit commerciale ha raggiunto fr. sv. 3,1 miliardi rispetto a fr. sv. 2,4 miliardi del corrispondente periodo del 1973.

Finlandia. Il mutamento della bilancia dei pagamenti globale della Finlandia, da un attivo di MF 0,5 miliardi nel 1972 ad un passivo di MF 0,8 miliardi nel 1973, è stato principalmente determinato dal quasi raddoppio delle uscite nette in conto transazioni commerciali.

L'aumento di MF 1 miliardo nel deficit commerciale ha rispecchiato, da un lato, condizioni di eccessiva domanda interna e di cospicua accumulazione di scorte e, dall'altro, limitazioni di capacità produttiva dell'industria del legno, nonchè carenza di manodopera specializzata nell'industria metalmeccanica, che hanno ostacolato le esportazioni. Pertanto, durante lo scorso anno, il ritmo di espansione delle importazioni è accelerato dall'11 al 26 % in termini di valore; di tale incremento, la metà circa ha riguardato il volume delle medesime. La crescita delle esportazioni ha toccato il 20 % circa in valore, ma è scesa dal 15 al 3 % in volume. Le ragioni di scambio sono migliorate del 6 % circa, rispecchiando in ispecie il forte aumento dei prezzi all'esportazione dei prodotti del legno e dei metalli.

Al fine di contenere l'incremento delle importazioni di beni di consumo, le quali sono cresciute lo scorso anno di quasi il 30 %, a giugno 1973 è stato introdotto un sistema di pagamento a contanti. Successivamente, a titolo temporaneo, si è adottato un sistema di importazioni su licenza per una vasta gamma di beni di consumo durevoli per prevenire ulteriori accumulazioni di scorte a carattere speculativo.

La flessione delle entrate nette di capitali a lungo termine, da MF 1,3 a 0,4 miliardi, va ascritta ad una diminuzione di MF 1,3 miliardi nell'indebitamento estero,

solo in parte compensata da una variazione netta di MF 0,4 miliardi nelle entrate relative ai crediti a lungo termine all'esportazione. Il minore indebitamento verso l'estero è la conseguenza delle condizioni relativamente agevoli del mercato finanziario interno. Nel secondo semestre un ulteriore fattore restrittivo è stato lo speciale deposito obbligatorio presso la banca centrale, introdotto nel giugno, sulla importazione di capitali a medio e lungo termine.

Le entrate globali di capitali, comunque, hanno mantenuto il medesimo livello del 1972 in quanto il saldo delle transazioni a breve (al lordo di errori ed omissioni) è passato da un esborso netto di MF 0,3 miliardi ad un introito netto di MF 0,5 miliardi. Questo capovolgimento si è fatto particolarmente sensibile verso la fine del 1973, quando l'indebitamento a breve verso l'estero ha in qualche misura sostituito i prestiti esteri a lungo termine.

Durante i primi quattro mesi del 1974 il disavanzo commerciale è ammontato a MF 1,4 miliardi, cioè a MF 0,5 miliardi più che nello stesso periodo dell'anno prima, in quanto sia le esportazioni che le importazioni sono cresciute di circa il 50%. Le importazioni di combustibili sono passate da MF 0,4 a 1,1 miliardi.

Islanda. Nel 1973, importazioni ed esportazioni sono entrambe cresciute del 50% circa in termini di valore ed il deficit commerciale è aumentato di \$ 10 milioni. Le esportazioni hanno particolarmente beneficiato della lievitazione dei prezzi internazionali dei prodotti ittici e dell'alluminio. L'ampio aumento delle importazioni va ascritto invece sia alla rapidissima espansione della domanda interna che a speciali acquisti di battelli da pesca. Si è peraltro verificato un forte incremento dei proventi netti da trasferimenti, specialmente da altri paesi nordici in conto aiuti al reinsediamento degli abitanti di Vestmannaeyjar colpiti dalle eruzioni vulcaniche del gennaio 1973. Ciò ha più che compensato il peggioramento della bilancia commerciale, talché il deficit delle partite correnti si è ridotto nell'anno di \$ 5 milioni, raggiungendo \$ 15 milioni. Gli afflussi netti di capitali, pari a \$ 25 milioni, sono stati pressochè pari a quelli del 1972; essi hanno soprattutto assunto il carattere di prestiti a lungo termine in gran parte ricevuti dal settore pubblico. Il saldo attivo globale è pertanto salito da \$ 5 a 10 milioni.

Norvegia. Il deficit delle partite correnti è notevolmente salito lo scorso anno, dopo la considerevole flessione del 1972. L'incremento è stato determinato dalla rapida espansione delle importazioni connessa con lo sfruttamento dei giacimenti di petrolio e gas naturale nel mare del Nord. Infatti, ove si escludano le transazioni del settore petrolifero, le partite correnti registrano nel 1973 un avanzo di cor.norv. 0,8 miliardi, rispetto ad uno di cor.norv. 0,6 miliardi nel 1972.

Esportazioni ed importazioni, incluso le navi, sono entrambe aumentate di circa il 25% in termini di percento, ma i rispettivi incrementi di valore sono stati di cor.norv. 5,5 e 8,1 miliardi, sicché il deficit commerciale è salito di cor.norv. 2,6 miliardi, sino a cor.norv. 10 miliardi. Le importazioni nette di navi si sono ragguagliate a cor.norv. 0,7 miliardi, rispetto ad esportazioni nette per cor.norv. 0,1 miliardi nel 1972. Anche escludendo gli acquisti di navi e quelli connessi alle attività petrolifere - che hanno registrato la più rapida espansione - l'elasticità delle importa-

Paesi nordici: Bilance dei pagamenti.

Paesi e anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Bilancia corrente	Movimenti netti di capitali ¹	Saldo globale ²
	Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo				
Finlandia (milioni di MF)							
1971	9.845	11.760	- 1.915	+ 495	- 1.420	+ 2.140	+ 720
1972	12.010	13.085	- 1.075	+ 595	- 490	+ 985	+ 505
1973	14.525	16.565	- 2.040	+ 355	- 1.685	+ 900	- 785
Islanda (milioni di dollari SU)							
1971	150	200 ³	- 50	+ 5	- 45	+ 60	+ 15
1972	190	215 ³	- 25	+ 5	- 20	+ 25	+ 5
1973	290	325 ³	- 35	+ 20	- 15	+ 25	+ 10
Norvegia (milioni di corone)							
1971	18.180	29.115	-10.935	+ 7.255	- 3.680	+ 4.585	+ 905
1972	21.795	29.230	- 7.435	+ 7.020	- 415	+ 1.200	+ 785
1973	27.280	37.280	-10.000	+ 8.020	- 1.980	+ 3.735	+ 1.755
Svezia (milioni di corone)							
1971	38.240	36.190	+ 2.050	- 960	+ 1.090	+ 130	+ 1.220
1972	41.700	38.620	+ 3.080	- 1.800	+ 1.280	+ 1.470	+ 2.750
1973	52.860	46.305	+ 6.555	- 1.610	+ 4.945	+ 695	+ 5.640

¹ Compresi errori ed omissioni. ² Escluse le assegnazioni di DSP. ³ Importazioni f. o. b.

zioni rispetto al reddito, pari nel 1972 a 0,2, ha raggiunto quota 3 lo scorso anno. Ciò costituisce la conseguenza in parte di una veloce accelerazione della domanda nel secondo semestre e in parte del crescente fabbisogno di materie prime importate da parte delle industrie esportatrici norvegesi. L'incremento delle esportazioni si è distribuito in modo sostanzialmente uniforme, mentre il loro volume e le variazioni di prezzo si sono distribuiti in misura diseguale. Comunque, una significativa aliquota delle vendite norvegesi all'estero consiste di prodotti base ed alimentari, i quali hanno beneficiato dell'aumento dei prezzi internazionali. I rapporti di scambio sono migliorati del 3%, grazie soprattutto ad un corrispondente eguale apprezzamento della corona norvegese.

I proventi netti dalle partite invisibili sono ammontati a cor.norv. 8 miliardi, rispetto a cor.norv. 7 miliardi nel 1972. I guadagni netti in valuta estera dei noli sono saliti di cor.norv. 1,8 miliardi mentre, per contro, è salito di circa cor.norv. 0,4 miliardi il deficit dei pagamenti per interessi e trasferimenti - a causa degli aumentati debiti a lungo termine del settore privato verso l'estero - e per maggiori trasferimenti governativi.

Le entrate nette di capitali a lungo termine sono fortemente cresciute a seguito dell'accensione di prestiti per finanziare il settore cantieristico e lo sfruttamento

dei giacimenti petroliferi; esse si sono ragguagliate a cor.norv. 4,8 miliardi, rispetto a cor.norv. 1,9 miliardi nel 1972, e come risultato l'avanzo di base è salito a cor.norv. 2,9 miliardi rispetto a cor.norv. 1,5 miliardi nell'anno precedente. Per converso, si è avuto un aumento nelle uscite nette di capitali a breve (al lordo di errori ed omissioni), ammontate a cor.norv. 1,1 miliardi, sicchè l'avanzo globale è giunto a cor.norv. 1,8 miliardi e cioè a cor.norv. 1 miliardo in più che nel 1972.

Nel primo quadrimestre del 1974 il disavanzo commerciale ha continuato a crescere sino a cor.norv. 4,3 miliardi rispetto a cor.norv. 2,5 miliardi del corrispondente periodo del 1973; le importazioni sono state superiori di quasi una metà e le esportazioni di circa un terzo.

Svezia. Il fattore determinante dell'ampio saldo attivo registrato lo scorso anno dalla bilancia globale dei pagamenti va ricercato nel rafforzamento della bilancia commerciale, le cui entrate nette, pari a cor.sv. 6,6 miliardi, sono state superiori di più che il doppio rispetto a quelle del 1972. Ciò è dovuto all'espansione assai rapida delle esportazioni, aumentata del 16% in volume e del 27% in valore, a saggi cioè tre volte superiori a quelli dell'anno precedente. L'esistenza di capacità produttiva inutilizzata per gran parte del 1973, la moderata espansione della domanda interna e la decisione di consentire una contrazione delle scorte hanno permesso che le esportazioni nette si ragguagliassero a due terzi della crescita registrata l'anno scorso dal prodotto nazionale lordo globale.

L'aumento delle vendite all'estero è stato particolarmente forte in volume nel primo semestre ed in valore unitario nel secondo. In termini di valore, le esportazioni di naviglio e di prodotti del legno hanno registrato i più sensibili incrementi salendo di circa il 50%. Le importazioni sono cresciute del 21% in valore e del 7,5% in volume. Nel caso dei beni di consumo lo sviluppo è stato frenato dal lento ritmo di accrescimento della domanda e dal ridursi delle scorte accumulate nel 1972. Come per le esportazioni, il settore in più rapida espansione è stato quello delle navi, le cui importazioni sono cresciute in valore di quasi il 50%.

Nonostante l'aumento dei pagamenti netti per trasferimenti, il deficit delle partite invisibili si è ridotto di cor.sv. 0,2 miliardi grazie all'ulteriore incremento dei proventi netti da noli e alla riduzione delle uscite nette in conto turismo. L'avanzo corrente si è pertanto ragguagliato a cor.sv. 4,9 miliardi, rispetto a cor.sv. 1,3 miliardi nel 1972.

Il saldo delle transazioni identificate di capitali si è mantenuto lo scorso anno in prossimità del pareggio, facendo seguito ad introiti netti per cor.sv. 1,2 miliardi nel 1972. Le entrate nette di capitali a lungo termine sono cadute del 50% sino a cor.sv. 0,4 miliardi, mentre i movimenti a breve sono divenuti passivi per cor.sv. 0,8 miliardi. Questo andamento sembra rispecchiare la situazione di credito agevole esistente in Svezia lo scorso anno, in concomitanza con le sensibili restrizioni regnanti sui principali mercati esteri ed internazionali.

Il saldo attivo globale, dopo le rettifiche di valutazione, si è ragguagliato a cor.sv. 5,6 miliardi con un aumento di cor.sv. 2,9 miliardi rispetto al 1972.

Portogallo. L'aumento di escudos 0,8 miliardi nel saldo attivo globale è stato principalmente originato da una flessione nelle uscite identificate di capitali a breve, solo parzialmente compensata dal capovolgimento, da attiva a passiva, della voce errori ed omissioni.

L'avanzo delle partite correnti, pari ad escudos 13,3 miliardi, è stato quasi uguale a quello del 1972, in quanto l'ampliamento del deficit commerciale è stato bilanciato dal maggior avanzo delle partite invisibili. Le esportazioni sono salite di escudos 10,5 miliardi, ma le importazioni lo sono di escudos 12,1 miliardi. La crescita delle esportazioni si è distribuita su una vasta gamma di prodotti; i macchinari e le attrezzature per i trasporti hanno registrato i più rapidi incrementi (quasi il 50%), seguiti dai prodotti del legno (oltre il 30%). Per quanto concerne le importazioni, gli aumenti più significativi si sono manifestati nei settori dei prodotti agricoli, tessili e chimici, tutti con aumenti superiori al 30%. Le importazioni di macchinari e di attrezzature per i trasporti, per contro, sono salite solamente del 15% circa. La crescita del deficit commerciale va ascritta più che integralmente alle operazioni con i paesi non compresi nell'area dell'escudo, dal momento che il saldo attivo con le province d'oltremare si è quasi raddoppiato sino a raggiungere escudos 4,1 miliardi.

Portogallo e Spagna: Bilance dei pagamenti.

Paesi e anni	Merci (f.o.b.)			Servizi e trasferimenti	Saldo corrente	Movimenti netti di capitali ¹	Saldo globale ²
	Esportazioni	Importazioni	Saldo				
Portogallo³ (miliardi di scudi)							
1971	28,2	46,3	- 18,1	+ 23,1	+ 5,0	+ 2,7	+ 7,7
1972	36,9	53,1	- 16,2	+ 29,4	+ 13,2	- 5,6	+ 7,6
1973	47,4	65,2	- 17,8	+ 31,1	+ 13,3	- 4,9	+ 8,4
Spagna (miliardi di pesetas)							
1971	208,5	320,4	- 111,9	+ 171,8	+ 59,9	+ 28,2	+ 98,1
1972	245,8	391,1	- 145,3	+ 188,1	+ 42,8	+ 53,5	+ 96,3
1973	313,5	519,2	- 205,7	+ 238,0	+ 32,3	+ 58,2	+ 90,5

¹ Compresi errori e omissioni. ² Escluse le assegnazioni di DSP. ³ Portogallo (territorio metropolitano soltanto) rispetto al resto del mondo; le transazioni con l'area dell'escudo sono calcolate sulla base di cassa.

I proventi netti da trasferimenti privati, soprattutto costituiti da rimesse degli emigrati, sono aumentati di escudos 3,3 miliardi. Per contro, le transazioni ufficiali con le province hanno dato luogo ad un incremento netto di escudos 2 miliardi nelle uscite nette. In complesso, i proventi netti dalle partite invisibili hanno registrato un aumento di escudos 1,7 miliardi. Poichè il deficit del conto capitali a lungo termine, si è modificato solo lievemente durante l'anno, l'avanzo di base, pari a escudos 9,8 miliardi, è stato pressochè uguale a quello del 1972.

Spagna. La rapida e continua espansione della domanda interna ha determinato una riduzione di pesetas 10,5 miliardi nell'avanzo delle partite correnti che, lo scorso anno, è ammontato a pesetas 32,3 miliardi. Si è infatti verificato un sensibile deteriora-

mento della bilancia commerciale, parzialmente compensato peraltro dalla forte crescita dei proventi netti dalle transazioni invisibili.

Il deficit commerciale è salito nel 1973 da pesetas 60,4 a 205,7 miliardi. Le importazioni sono aumentate di un terzo, accelerando vivacemente nel secondo semestre quando l'economia ha dato segni di surriscaldamento; il loro incremento si è distribuito assai ampiamente. In termini percentuali anche le esportazioni sono salite ad un ritmo più sostenuto, crescendo di oltre il 25%. I più significativi guadagni percentuali sono stati quelli delle attrezzature per i trasporti (navi escluse), nonché del ferro e acciaio. Le esportazioni di navi e di calzature, che nel 1972 erano salite, rispettivamente, di quasi il 50%, lo scorso anno sono leggermente diminuite.

I proventi netti per servizi si sono ragguagliati a pesetas 156 miliardi, rispetto a pesetas 132 miliardi nel 1972. L'aumento va interamente ascritto al turismo: sebbene il numero dei turisti stranieri sia cresciuto meno che nel 1972 vi è stato in incremento nella spesa pro-capite. Un analogo fenomeno ha determinato l'incremento di pesetas 26,1 miliardi nell'avanzo netto sul conto trasferimenti. Infatti, nonostante la riduzione netta del numero degli emigrati, le rimesse sono cresciute di pesetas 14,3 miliardi. Ciò è dovuto sia agli aumenti salariali concessi nei paesi ospitanti che all'apprezzamento delle monete di questi ultimi nei confronti della peseta (si può ricordare che oltre quattro quinti degli emigrati spagnoli lavorano in Francia, Germania e Svizzera).

Le entrate nette di capitali a lungo termine hanno fruttato pesetas 44,5 miliardi, e cioè 14,7 miliardi in meno che nel 1972. In entrambi gli anni, ma specialmente nel 1973, il grosso del saldo attivo è stato costituito da investimenti diretti ed immobiliari. La flessione delle entrate nette di capitali a lungo termine è stata più che bilanciata da un aumento di pesetas 19,4 miliardi del conto capitali a breve (compreso errori ed omissioni), a seguito del quale esso è diventato attivo. Il saldo globale si è pertanto chiuso con un avanzo di pesetas 90,5 miliardi, rispetto ad uno di pesetas 96,3 miliardi nel 1972.

Nel primo trimestre del 1974 il commercio con l'estero della Spagna si è chiuso con un deficit di pesetas 95 miliardi, quasi doppio di quello registrato nel corrispondente periodo dell'anno precedente: le esportazioni sono state superiori del 20%, ma le importazioni hanno segnato un aumento pari quasi al 50%.

Grecia. Il saldo attivo globale del 1972, pari a \$0,5 miliardi, ha ceduto il posto lo scorso anno ad un sostanziale pareggio. I dati statistici relativi alla bilancia dei pagamenti, calcolati sulla base dei conti di cassa, dimostrano che ciò è stato il risultato di un ampliamento di \$1,2 miliardi nel deficit commerciale, solo parzialmente bilanciato da maggiori proventi netti dalle partite invisibili (+\$0,4 miliardi) e dalle transazioni in capitali (+\$0,3 miliardi).

Il vivace sviluppo della domanda interna durante la maggior parte del 1973, facendo seguito ad un lungo periodo di sostenuta espansione, ha fatto sì che l'economia raggiungesse i limiti della sua capacità in numerosi settori. Questo fenomeno, e la forte accelerazione dell'inflazione interna ed internazionale — che ha indotto una più elevata propensione alla spesa ed una considerevole accumulazione di scorte — spiega come lo scorso anno si sia registrata una crescita di quasi il 70% nei pagamenti

di merci importate, crescita determinata in gran parte dal maggior volume delle stesse. I dati disponibili relativi agli esborsi indicano che le importazioni di generi alimentari sono balzate da \$0,5 a 0,8 miliardi, rispecchiando la liberalizzazione delle medesime e il ristagno della produzione agricola interna. Analogo balzo hanno compiuto le importazioni di beni strumentali, passate da \$0,6 a 1,1 miliardi. Le esportazioni di merci sono salite del 50% circa: in particolare, quelle di cotone grezzo e tessuti sono quasi raddoppiate. L'espansione è stata soprattutto sensibile nel secondo semestre, quando l'impatto delle misure restrittive sulla domanda interna ha cominciato a farsi sentire e le risorse hanno potuto essere rivolte alla produzione per i mercati esteri.

Circa metà dell'incremento dei proventi netti in conto partite invisibili è stato originato da un aumento di \$0,2 miliardi nelle rimesse degli emigrati, pari per il 1973 a \$0,7 miliardi. L'altra metà è scaturita in proporzione pressochè eguale dai più ampi saldi attivi dei trasporti e del turismo.

Le entrate nette di capitali sono ammontate a \$1,2 miliardi, rispetto a \$0,9 miliardi nel 1972. L'aumento rispecchia principalmente il ricorso all'indebitamento estero da parte del settore pubblico e delle pubbliche imprese.

Paesi mediterranei: Bilance dei pagamenti.

Paesi	Anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Saldo corrente	Movimenti netti di capitali ¹	Saldo globale ²
		Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo				
milioni di dollari SU								
Grecia ³	1971	625	1.945	- 1.320	+ 980	- 340	+ 525	+ 185
	1972	835	2.440	- 1.605	+ 1.200	- 405	+ 905	+ 500
	1973	1.230	4.045	- 2.815	+ 1.625	- 1.190	+ 1.180	- 10
Turchia	1971	675	1.170	- 495	+ 385	- 110	+ 435	+ 325 ⁴
	1972	885	1.565	- 680	+ 670	- 10	+ 555	+ 545 ⁴
	1973	1.320	2.100	- 780	+ 1.280	+ 500	+ 190	+ 690 ⁴
Jugoslavia	1971	1.815	3.250	- 1.435	+ 1.080	- 355	+ 130	- 225
	1972	2.240	3.230	- 990	+ 1.410	+ 420	- 10	+ 410
	1973	2.825	4.400	- 1.575	+ 2.010	+ 435	+ 325	+ 760

¹ Compresi errori e omissioni. ² Escluse le assegnazioni di DSP. ³ La bilancia dei pagamenti è calcolata sulla base dei conti di cassa. ⁴ Pari alle variazioni nelle riserve ufficiali.

Turchia. In conseguenza dell'aumento quasi doppio delle entrate in conto partite invisibili, specialmente delle rimesse degli emigrati, la bilancia delle partite correnti che nel 1972 aveva registrato un modesto disavanzo, è divenuta attiva per \$500 milioni. Tale avanzo è stato peraltro accompagnato da una riduzione di \$365 milioni nell'afflusso di capitali netti per un totale di \$190 milioni. Il saldo attivo (calcolato in base alla variazione nelle riserve ufficiali) è pertanto ammontato a \$690 milioni, ossia a \$145 milioni più che nel 1972.

Il disavanzo commerciale è ammontato a \$780 milioni, rispetto a \$680 milioni del 1972, sebbene in termini percentuali le esportazioni siano cresciute della metà e le importazioni di un terzo. Le vendite all'estero di prodotti industriali hanno registrato la più rapida espansione (di circa due terzi), mentre quelle di prodotti agricoli

sono state in qualche misura ostacolate dalle restrizioni imposte nel settembre 1973 per frenare l'inflazione dei prezzi interni. Precedentemente, nel marzo 1973, le importazioni erano state sottoposte a temporanee misure restrittive. Per quanto concerne la bilancia delle partite invisibili, le rimesse degli emigrati, pari a \$1.180 milioni, hanno superato di \$440 milioni il livello del 1972. Anche i proventi netti dal turismo hanno continuato ad aumentare, pur segnando in totale solamente \$80 milioni.

Nel primo trimestre del 1974, esportazioni ed importazioni hanno superato di oltre il 50% quelle del corrispondente periodo del 1973. Il più elevato deficit commerciale ha comunque continuato ad essere compensato dalla vivace espansione delle rimesse dall'estero.

Jugoslavia. L'avanzo della bilancia delle partite correnti è salito in misura modesta nel 1973, raggiungendo \$435 milioni. Questo aumento ha rispecchiato quello assai sensibile dei proventi netti dalle partite invisibili, il quale ha più che compensato la dilatazione del deficit commerciale. A seguito di cospicui prestiti a lungo termine soltanto in parte compensati da uscite di fondi a breve è stato pure registrato un afflusso netto di capitali per un ammontare di \$325 milioni: nel 1972 si era invece registrato un modesto deflusso netto. La bilancia globale ha pertanto manifestato un avanzo di \$760 milioni, rispetto a \$410 milioni nel 1972.

Le importazioni sono cresciute di \$1.165 milioni, ovvero di oltre un terzo, in conseguenza della politica di liberalizzazione delle stesse e della maggiore disponibilità di valute estere, e ciò sebbene la domanda interna sia stata alquanto fiacca ed il dinaro si sia andato considerevolmente deprezzando dal 1971. Tutti i principali settori sono stati interessati in modo uniforme. Un incremento particolarmente ampio si è riscontrato nelle importazioni dai paesi in via di sviluppo e dall'URSS. L'aumento delle esportazioni si è ragguagliato a \$585 milioni, e cioè al 25% circa. Le voci maggiormente dinamiche sono state quelle delle materie prime e dei prodotti semilavorati, nell'ambito delle quali i maggiori incrementi hanno riguardato le transazioni con i paesi in via di sviluppo, l'Italia e gli Stati Uniti. Grazie all'importanza che i prodotti agricoli e le materie prime rivestono nel quadro delle esportazioni jugoslave, nel 1973 le ragioni di scambio si sono mantenute bene, in quanto i prezzi delle importazioni sono saliti del 15% circa e quelli delle esportazioni di poco più. In complesso, il deficit commerciale si è ragguagliato lo scorso anno a \$1.575 milioni rispetto a \$990 milioni dell'anno precedente.

Nel primo trimestre del 1974 esportazioni ed importazioni sono entrambe andate crescendo a saggi estremamente elevati, di quasi due terzi superiori ai livelli del corrispondente periodo del 1973; in termini di valore i rispettivi incrementi sono stati di \$360 e 690 milioni. Il deficit commerciale, che nel primo trimestre del 1973 e del 1972 era rispettivamente ammontato a \$400 e 210 milioni, è salito a \$730 milioni.

Il saldo attivo delle partite invisibili si è ragguagliato nel 1973 a \$2.010 milioni, con un aumento di \$600 milioni rispetto al 1972. Oltre due terzi dell'incremento va attribuito alla crescita delle rimesse dei lavoratori che sono ammontati a \$1.310 milioni. I proventi netti dal turismo sono saliti di \$130 milioni, grazie soprattutto al maggior numero di turisti stranieri.

Paesi dell'Europa orientale. Nel 1973 le importazioni, in termini di valore, sono cresciute di ben oltre il 15% nella maggioranza dei paesi aderenti al Comecon. Sol tanto l'Unione Sovietica ha registrato un'espansione delle importazioni alquanto inferiore a quella del 1972, anno in cui lo scarso raccolto aveva accresciuto in misura imponente gli acquisti di grano all'estero. In molti paesi l'aumento percentuale delle esportazioni è stato approssimativamente uguale a quello del 1972, mentre nell'Unione Sovietica e in Romania le vendite all'estero sono salite molto più rapidamente. A seguito di tali variazioni i saldi commerciali sono peggiorati in Bulgaria, Cecoslovacchia, Repubblica democratica tedesca e Polonia, ma sono migliorati nell'Unione Sovietica, in Romania e Ungheria.

Europa orientale: Scambi di merci.

Paesi	Esportazioni		Importazioni		Saldo commerciale	
	1972	1973	1972	1973	1972	1973
	percentuali delle variazioni annuali in valore delle monete nazionali*				milioni di unità monetarie nazionali	
Bulgaria	11,1	12,7	11,8	13,9	65	40
Cecoslovacchia	8,3	12,9	7,1	15,8	1.676	997
Polonia	17,1	17,2	21,4	31,1	- 1.480	- 4.464
Repubblica Democratica Tedesca	12,2	9,4	9,7	19,6	1.080	- 1.159
Romania	14,0	29,2	14,7	20,4	- 92	1.155
Ungheria	21,2	18,1	- 2,9	9,4	1.490	4.740
URSS	2,5	24,5	18,4	16,5	- 569	350

* Per la Polonia, la Repubblica Democratica Tedesca e l'Ungheria, in unità di conto riferite al commercio estero.

Gli scambi fra le economie pianificate all'interno dell'area si sono dilatati meno che nel 1972. All'interno del totale, le esportazioni dell'Unione Sovietica ai paesi Comecon sembrano essersi riprese, mentre le sue importazioni pare abbiano subito un rallentamento. Ciò non di meno l'Unione Sovietica è forse rimasta il principale paese importatore netto nel commercio interarea; Repubblica democratica tedesca, Ungheria e Cecoslovacchia sono stati invece ancora una volta i più importanti paesi esportatori netti. Le imprese miste di paesi del Comecon create per lo sviluppo delle fonti di materie prime ed energia dell'Unione Sovietica possono in parte spiegare questi saldi commerciali netti.

La Banca internazionale per gli investimenti, un istituto che fa affidamento soprattutto sulle risorse dei governi dei paesi del Comecon, ha svolto una funzione di crescente importanza nel finanziare in tutta l'area i progetti misti d'investimento. Dopo tre anni di attività la consistenza dei crediti concessi è salita a circa rubli 0,6 miliardi, più di metà dei quali sono stati accordati lo scorso anno. Le attività della Banca internazionale per la cooperazione economica, la quale provvede soprattutto ad agevolare i regolamenti fra paesi membri, si sono pure ampliate rapidamente. Nel 1973, il volume di regolamenti effettuati attraverso la predetta Banca è ammontato a rubli 47,5 miliardi, ed i "crediti di regolamento" della Banca per coprire variazioni nei pagamenti a breve, nonché i suoi "crediti a termine" (fino a tre anni) hanno raggiunto il livello di rubli 3,8 miliardi.

Lo scorso anno le transazioni dei paesi dell'Europa orientale con il resto del mondo, specialmente con i paesi industriali ad economia di mercato, sono cresciute più rapidamente che gli scambi fra di essi. I saggi d'espansione tanto per le esportazioni che per le importazioni con altri paesi hanno superato, in genere, il 20% e nella maggior parte dei casi le importazioni sono cresciute più delle esportazioni. Gli acquisti dai paesi industrializzati sono aumentati con maggiore rapidità, soprattutto quelli di beni capitali e di consumo ad elevato contenuto tecnico. Le importazioni di generi alimentari, sebbene ancora consistenti, sono state relativamente meno importanti che nel 1972, quando una notevole scarsità di tali generi all'interno dei paesi aveva dovuto essere coperta con acquisti all'estero. Tutti i paesi hanno di nuovo registrato disavanzi commerciali rispetto ai paesi industriali ad economia di mercato, di solito più ampi di quelli dell'anno prima.

La bilancia commerciale di tutto il gruppo di paesi Comecon, dopo essere passata da un avanzo di circa \$ 1 miliardo nel 1971 ad un disavanzo di oltre \$ 350 milioni nel 1972, lo scorso anno è rimasta deficitaria. Dati statistici incompleti suggeriscono che le importazioni nette dell'area dal resto del mondo siano salite a oltre \$ 1 miliardo. La variazione, che si è verificata nonostante il passaggio da parte dell'Unione Sovietica ad un avanzo complessivo, ha rispecchiato, in ampia misura, la crescente dipendenza da risorse esterne per far progredire l'espansione interna dei paesi. Tuttavia, anche gli incrementi dei prezzi registrati all'estero hanno costituito un fattore. Il persistente disavanzo nei confronti dei paesi industriali ad economia di mercato ha notevolmente superato il deficit rispetto al resto del mondo: nel 1972 le importazioni nette dai paesi industrializzati sono ammontate a più di \$ 2 miliardi e già nel gennaio-settembre 1973 avevano superato questo importo. Ciò implica che i paesi dell'Europa orientale sono diventati importanti paesi esportatori netti verso paesi non industriali. Nel 1972 questi avanzi risultano aver registrato oltre \$ 1,5 miliardi e più ancora nel 1973, comportando probabilmente la concessione di cospicui crediti.

Per far fronte ai disavanzi conseguiti nei confronti dei paesi industriali ad economia di mercato, una parte del fabbisogno finanziario è stato ottenuto attraverso accordi di cooperazione, di cui nel 1973 è stato fatto più grande uso che nel passato. Più importante ancora è il fatto che i paesi Comecon hanno ricorso in più ampia misura a mercati finanziari dei paesi del mondo occidentale e ad istituti finanziari di esportazioni, nonché a governi di paesi ad economia di mercato. Lo scorso anno il credito netto da loro attinto al mercato delle eurodivise, da solo, può essere stimato di \$ 1,7 miliardi, contro \$ 0,7 miliardi nel 1972. Siccome in alcuni paesi gli oneri inerenti ai debiti contratti sono divenuti sempre più gravosi, i governi hanno cercato di collegare una maggiore aliquota del finanziamento dei progetti ad accordi per l'acquisto dei beni da produrre.

IV. ORO, RISERVE E CAMBI.

Oro: produzione, mercati e riserve.

La produzione mondiale di oro (esclusa quella dell'Unione Sovietica, degli altri paesi dell'Est europeo, della Cina e della Corea del Nord) si è ridotta passando da tonnellate 1.175 nel 1972 a tonnellate 1.095 nel 1973. Si è quindi avuta una flessione per il terzo anno consecutivo con una riduzione del 15% rispetto alla punta massima segnata nel 1970.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1969	1970	1971	1972	1973
	tonnellate metriche								
Sud Africa	323,9	436,9	371,0	371,4	973,0	1.000,4	976,3	908,7	852,3
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	79,2	74,9	70,3	64,7	59,9
Stati Uniti	64,0	151,4	49,0	60,9	53,9	54,2	46,5	44,4	36,7
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	21,9	21,7	22,5	22,7
Filippine	5,1	34,9	—	14,9	17,8	18,7	19,8	18,7	18,2
Australia	13,3	51,1	25,6	33,4	21,7	19,4	20,9	23,4	18,0
Rodesia	17,4	25,7	16,9	15,6	14,9	15,6	15,6	15,6	15,6
Giappone	9,3	12,6	1,3	7,1	7,7	8,0	7,9	7,4	7,8
Colombia	4,3	19,7	13,6	13,6	6,8	6,3	5,9	5,9	6,5
Messico	20,4	27,4	13,1	15,0	5,6	6,2	4,7	4,5	4,7
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,5	5,5	5,4	4,3	3,6
Totale	529,0	970,6	607,5	692,2	1.208,1	1.231,1	1.195,0	1.120,1	1.046,0
Altri paesi	41,5	194,4	59,0	62,0	52,9	56,8	55,1	52,8	48,0
Produzione mondiale (stima)*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.261,0	1.287,9	1.250,1	1.172,9	1.094,0

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

Alla riduzione totale di 80 tonnellate lo scorso anno, ha contribuito per 57 tonnellate il Sud Africa, la cui produzione è diminuita da 909 a 852 tonnellate. Sebbene nel 1973 la quantità di minerale lavorato abbia superato del 4% quella dell'anno precedente, quest'incremento è stato più che compensato da una ulteriore riduzione del 10% nel contenuto aureo medio del minerale in seguito all'aumento del prezzo dell'oro. Fra il 1972 e il 1973 il prezzo medio per oncia d'oro ottenuto dall'industria aurifera sudafricana ha raggiunto rand 65,16 con un aumento di rand 25,32, mentre i costi sono saliti da rand 7,09, toccando rand 28,63. Di conseguenza i profitti per oncia sono praticamente raddoppiati, passando da rand 18,23 a 36,53. L'aumento di circa un terzo nei costi medi è in relazione anch'esso al più elevato prezzo dell'oro e, a prescindere dal minor contenuto aureo del minerale, esso è derivato da forti aumenti salariali.

Nel Sud Africa l'effetto negativo del più elevato prezzo del metallo sul contenuto medio di oro del minerale estratto è accentuato dalla politica governativa tendente ad assicurare che le riserve di minerale del paese siano sfruttate al massimo

e dalla tassazione progressiva dei profitti delle miniere. Il più elevato prezzo dell'oro avrà il duplice effetto di incoraggiare lo sfruttamento di nuove miniere e di favorire un aumento della capacità produttiva di quelle esistenti cosicchè, nel lungo periodo, l'incremento della quantità estratta potrà compensare la flessione nel contenuto medio di oro del minerale. Ove però si tenga conto dell'ampiezza del recente aumento del prezzo dell'oro e del tempo occorrente per mettere in funzione le nuove miniere, è lecito prevedere che il calo nella produzione d'oro sudafricano continuerà ancora per qualche tempo. Infatti, la produzione del primo quadrimestre 1974 si è mantenuta inferiore del 10% al livello di un anno prima.

Nel 1973 altri tre paesi produttori d'oro - Stati Uniti, Canada e Australia - hanno registrato riduzioni nella produzione, di tonnellate 8, 5 e 5 rispettivamente. Negli altri paesi del mondo occidentale, il livello della produzione è rimasto pressochè invariato.

Analogamente a quanto è avvenuto nel 1972, il calo nella produzione di oro dei paesi occidentali è stato più che compensato dalle quantità immesse sul mercato dai paesi comunisti. Le vendite dell'Unione Sovietica durante il 1973 possono calcolarsi in 330 tonnellate, di gran lunga la cifra più elevata dal 1965. Quindi il totale del nuovo oro disponibile lo scorso anno può stimarsi a tonnellate 1.425, con un incremento del 4% rispetto al 1972. Molto maggiore invece - tonnellate 185, pari al 14% - è stato l'incremento dell'oro effettivamente offerto sul mercato, e ciò in seguito ad una contrazione delle riserve ufficiali d'oro dei paesi occidentali stimata a tonnellate 40 per il 1973, dopo un incremento di tonnellate 95 l'anno precedente. L'anno scorso il Sud Africa ha aumentato le proprie riserve auree di appena tonnellate 35, contro 195 del 1972 e sembra che questo incremento sia stato più che compensato dalle vendite sul mercato di oro provenienti dalle riserve da parte di altri paesi.

Fonti e usi dell'oro (stime).

Voci	1969	1970	1971	1972	1973
	tonnellate metriche				
Produzione	1.260	1.290	1.250	1.175	1.095
Vendite da parte dei paesi comunisti (stime)	5	50	90	200	330
Totale	1.265	1.340	1.340	1.375	1.425
<i>Variazioni nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale</i>	110	290	-130	95	-40
Vendite sul mercato libero*	1.155	1.050	1.470	1.280	1.465

* Cifre ottenute come residuo.

L'aumento dell'offerta sul mercato non ha potuto soddisfare quello, molto maggiore, della domanda di oro per fini d'investimento senza che i prezzi toccassero nuove punte massime (da \$65 a \$113 l'oncia nel corso dell'anno). Sembra comunque che l'aumento dei prezzi abbia fatto diminuire la domanda di oro per gioielleria e per altri usi industriali nei paesi sviluppati ed abbia altresì ridotto il flusso netto

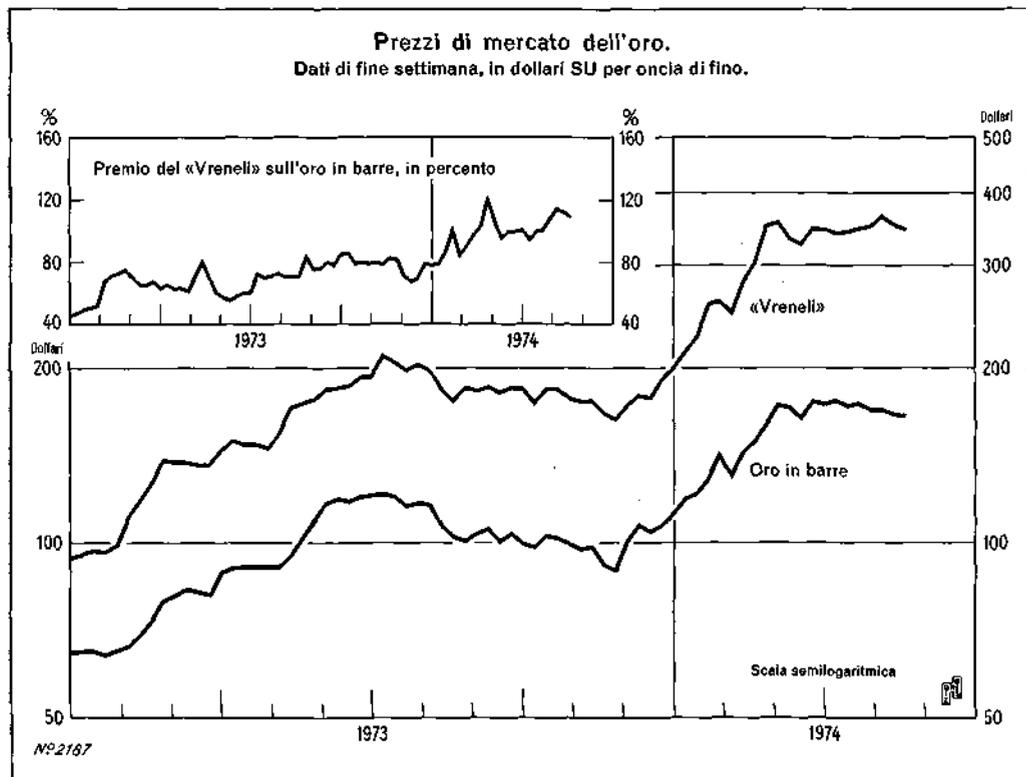
di oro per scopi di tesoreggiamento al Medio ed Estremo Oriente. Vi è stato però un forte aumento degli acquisti di oro non monetario da parte del Giappone in seguito alla liberalizzazione, nell'aprile 1973, delle importazioni di oro in detto paese. Negli Stati Uniti, le richieste perchè fosse di nuovo permesso ai cittadini di detenere liberamente oro hanno indotto ad inserire nella Legge per la modifica della parità del settembre 1973 una clausola la quale concede tale facoltà se e quando il Presidente decida che essa non contrasti con l'interesse nazionale.

Inoltre, il forte aumento del prezzo dell'oro ha spinto a modificare alcuni accordi relativi all'oro monetario. Il 13 novembre 1973, il Presidente del Consiglio della Riserva federale ha annunciato che i governatori delle banche centrali di Belgio, Germania, Italia, Paesi Bassi, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti rescindevano l'accordo del 17 marzo 1968 con il quale si erano impegnati ad astenersi dalle vendite di oro sul mercato; egli ha però precisato che secondo l'opinione degli Stati Uniti i membri del FMI sarebbero stati ancora tenuti all'osservanza dell'Articolo IV degli Accordi del Fondo che vietano alle autorità monetarie di acquistare oro a prezzi al di sopra della parità. Il 7 dicembre, su richiesta del Sud Africa, il FMI rescindeva l'accordo del 30 dicembre 1969 (cfr. 40ª Relazione annuale della BRI, pag. 122) con il quale si consentiva al Sud Africa di vendere oro al Fondo per soddisfare esigenze valutarie di bilancia corrente ogni qualvolta il prezzo di mercato fosse stato uguale o inferiore all'equivalente del prezzo calcolato in base alla parità ed in cambio il Sud Africa s'impegnava ad osservare determinati obblighi relativi alle vendite della propria produzione di oro.

Il 23 aprile 1974 i ministri delle finanze dei nove paesi CEE, favorevoli all'idea di riattivare l'uso delle loro riserve auree, hanno previsto la possibilità di effettuare transazioni in oro fra banche centrali a prezzi riferiti a quelli di mercato ed anche, sia pure entro certi limiti, acquisti e vendite da parte delle autorità sul mercato libero.

Nel periodo in esame, il prezzo dell'oro sul mercato libero ha svolto in pieno il suo ruolo di termometro degli squilibri economici internazionali. L'eccezionale grado di instabilità delle monete e d'inflazione, insieme alle incertezze connesse al prezzo del petrolio, ha spinto, nel febbraio 1974, le quotazioni a livelli inimmaginabili all'inizio del 1973.

In effetti, il 1973 è iniziato in modo abbastanza calmo, ed al momento della "determinazione" sul mercato di Londra il prezzo è rimasto a \$65 per oncia per gran parte di gennaio. Durante la crisi valutaria di febbraio, tuttavia, le quotazioni sono aumentate rapidamente fino a raggiungere una punta massima di \$90 l'oncia e, dopo una riduzione che lo aveva portato a \$80 l'oncia a metà marzo, il prezzo dell'oro, influenzato dagli acquisti del Giappone, è salito di nuovo, per raggiungere il livello di \$90 l'oncia alla fine del mese. Il sostenuto livello della domanda durante questi due mesi è tanto più evidente ove si consideri che gli aumenti sono avvenuti in presenza di una elevata offerta di nuovo oro proveniente sia dal Sud Africa, sia dall'Unione Sovietica. Nel secondo trimestre questo andamento è continuato e in aprile e all'inizio di maggio i prezzi si sono mantenuti stabili a circa \$90 l'oncia. Tuttavia, il periodo di relativa calma sui mercati valutari, che pure aveva contribuito a questa stabilizzazione, è stato di breve durata. Verso la metà di maggio il



dollaro è stato di nuovo scosso da ondate speculative durate, con alti e bassi, fino alla seconda settimana di luglio. Durante questi due mesi il prezzo di mercato dell'oro ha fatto un nuovo balzo in avanti, raggiungendo ai primi di giugno e poi, di nuovo, ai primi di luglio, una punta massima di \$127 l'oncia, cioè esattamente il doppio del suo livello all'inizio dell'anno.

Il successivo miglioramento dei mercati valutari, assieme alla graduale ripresa del dollaro, ha condotto a quotazioni meno sostenute. Alla fine di settembre il prezzo era ridisceso intorno a \$100 l'oncia e durante gran parte di ottobre ed i primi di novembre è stato per lo più leggermente inferiore a questo livello. Sembra che l'annuncio del 13 novembre, con il quale si poneva fine all'accordo sull'oro del 1968, sia stato dapprima interpretato dal mercato come segno di imminenti vendite di riserve ufficiali sul mercato libero, cosicché nella seconda metà di novembre il prezzo dell'oro è ritornato per un momento al di sotto di \$90 l'oncia. A questo punto sia il prezzo di mercato dell'oro, sia il cambio effettivo del dollaro si trovavano praticamente sugli stessi livelli che segnavano prima della crisi del periodo maggio-luglio.

In seguito, tuttavia, sebbene il dollaro si fosse rafforzato sensibilmente per altri due mesi, il prezzo dell'oro ha ricominciato a salire quasi subito. La rinnovata domanda d'oro dipendeva dall'intensificarsi delle diffuse aspettative inflazionistiche che spingevano sempre più gli investitori ad abbandonare gli impieghi in valori nominali per quelli in beni reali, e ciò in presenza di mercati azionari già indeboliti dalle incertezze dipendenti dalla situazione del petrolio e dal generale malessere

politico. Nella seconda metà di novembre, poichè il prezzo dell'oro era relativamente moderato, la domanda è aumentata rapidamente e verso la fine del mese il prezzo è salito di nuovo a circa \$100. In dicembre, previsioni circa possibili mutamenti nelle misure ufficiali relative all'oro hanno fatto sì che il prezzo del metallo oltrepassasse \$110 l'oncia. Verso la fine del mese ulteriori forti aumenti nei prezzi di riferimento del petrolio contribuivano ad alimentare le aspettative inflazionistiche e inducevano a ritenere probabili acquisti di oro da parte delle autorità dei paesi esportatori di petrolio. Di conseguenza, l'aumento del prezzo dell'oro ha cominciato ad accentuarsi. In seguito alla fluttuazione del franco francese e alle proposte provenienti da ambienti ufficiali di elevare il prezzo dell'oro monetario, nella giornata di intense contrattazioni del 24 gennaio, al momento della "determinazione" il prezzo raggiunse \$141 l'oncia. Il prezzo dell'oro si è quindi ridotto per un certo tempo ma è di nuovo balzato nettamente in avanti all'inizio di febbraio e il 26 di quel mese la quotazione toccava il nuovo vertice di \$185, essendo più che raddoppiata nel giro di tre mesi. Sembra che il movimento verso l'oro traesse origine da una base molto ampia; inoltre, poichè i prezzi delle monete salivano ancor più velocemente di quelli dell'oro in barre, è pensabile che anche i "piccoli" investitori fossero molto attivi sul mercato. Forse ancor più significativo è il fatto che, sebbene alla fine di febbraio l'aumento si sia arrestato, non si è avuta da allora alcuna significativa flessione nel livello delle quotazioni. Verso la fine di maggio il prezzo era leggermente superiore a \$160 per oncia.

Valutate sulla base di dollari correnti, nel 1973 le riserve auree ufficiali del mondo occidentale, passate da \$44,9 a 49,8 miliardi, hanno subito un incremento di \$4,9 miliardi, attribuibile per intero ad una rivalutazione dell'11,1% dell'oro rispetto al dollaro. Se valutate invece al prezzo di \$42,22 l'oncia, le riserve ufficiali del mondo occidentale risultano lievemente diminuite, da \$49.840 a 49.795 milioni. L'impiego da parte del Sud Africa di \$45 milioni della sua produzione corrente per fini di riserva è stato più o meno compensato dalle vendite ufficiali di oro sul mercato libero da parte di altri paesi. Le disponibilità di oro degli istituti monetari internazionali si sono contratte di \$55 milioni, in gran parte in seguito alla liquidazione del Fondo europeo ed al conseguente rimborso delle sue quote in oro ai paesi ex membri. La flessione di \$40 milioni nelle disponibilità ufficiali d'oro del Belgio ha rispecchiato in gran parte il rimborso alla BRI di un prestito in oro.

Riserve globali.

Il 1973 ha rappresentato il quarto anno consecutivo di rapida espansione delle riserve globali calcolate in termini di dollari SU. Nel corso dell'anno il totale degli averi ufficiali dei paesi in oro, valute e diritti speciali di prelievo, insieme alle posizioni di riserva sul FMI, è aumentato di \$24,4 miliardi, e cioè del 15% circa. Nel 1972, invece, l'aumento era stato di \$25,8 miliardi, ossia di poco meno del 20%. La maggior parte dell'incremento nelle riserve globali lo scorso anno si è verificata nel primo trimestre, mentre negli ultimi tre mesi dell'anno vi è stata una flessione.

Contrariamente al 1972, quando l'aumento nelle riserve globali fu imputabile per intero agli incrementi nelle riserve valutarie e alle assegnazioni di DSP, l'espansione dell'anno scorso è invece in gran parte attribuibile al mutato valore, in termini

di dollari, di tutti gli altri mezzi di riserva. Così, praticamente l'intero aumento delle riserve auree, delle disponibilità di DSP e delle posizioni di riserva sul Fondo, per un totale complessivo di \$6,1 miliardi, va attribuito all'incremento del prezzo ufficiale dell'oro espresso in dollari. Inoltre la svalutazione del dollaro rispetto ad altre importanti monete spiega in parte, probabilmente per \$1,5 miliardi, l'aumento di \$18,3 miliardi nelle riserve valutarie. Sembra pertanto che nel complesso le variazioni nelle valutazioni abbiano contribuito per circa un terzo all'aumento delle riserve globali l'anno scorso.

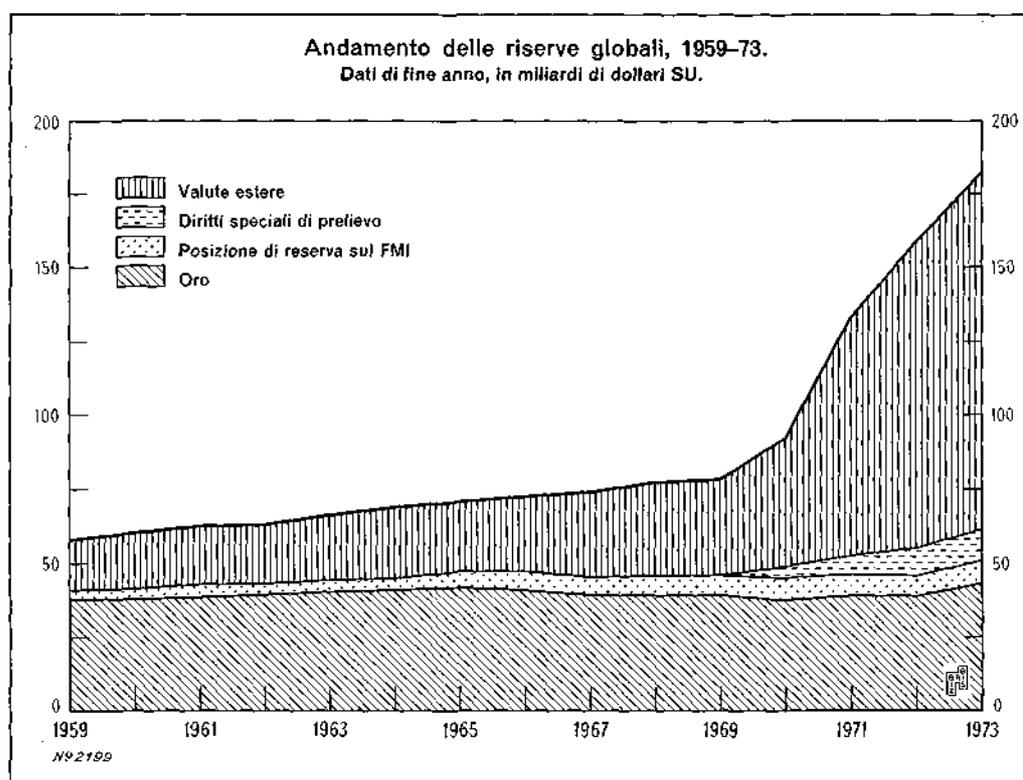
Variazioni nelle riserve globali*.

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva presso il FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari SU				
Gruppo dei dieci					
1971	+ 1.670	+26.095	— 840	+ 2.470	+29.395
1972	— 675	+ 7.380	— 80	+ 2.065	+ 8.690
1973	+ 3.490	+ 4.090	+ 105	+ 740	+ 8.425
Consistenze in essere alla fine del 1973	34.900	61.720	5.020	7.610	109.250
Altri paesi sviluppati					
1971	+ 65	+ 5.395	+ 30	+ 270	+ 5.760
1972	+ 290	+ 7.650	+ 45	+ 400	+ 8.385
1973	+ 480	+ 3.645	+ 165	+ 153	+ 4.445
Consistenze in essere alla fine del 1973	4.390	23.530	1.115	1.125	30.160
Paesi in via di sviluppo					
1971	+ 215	+ 4.215	+ 10	+ 515	+ 4.955
1972	— 5	+ 8.210	— 45	+ 590	+ 8.750
1973	+ 345	+10.535	+ 355	+ 300	+11.535
Consistenze in essere alla fine del 1973	3.840	36.625	1.305	1.890	43.660
Altri paesi					
1971	+ 1.950	+35.705	— 800	+ 3.255	+40.110
1972	— 390	+23.240	— 80	+ 3.055	+25.825
1973	+ 4.315	+18.270	+ 625	+ 1.195	+24.405
Consistenze in essere alla fine del 1973	43.130	121.875	7.440	10.625	183.070

* Comprende variazioni nelle valutazioni.

Quindi, ove non si tenga conto di queste variazioni, l'incremento delle riserve globali durante lo scorso anno risulta sensibilmente inferiore a quello del 1972. Ciò si spiega con il miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, il cui disavanzo, misurato sulla base delle transazioni ufficiali, si è ridotto da \$9,3 a 4 miliardi fra il 1972 e il 1973, mentre la parte dell'espansione totale delle riserve valutarie dovuta alle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti è passata da \$10,3 a 5,3 miliardi. Durante il 1973 le riserve in sterline nel Regno Unito, che erano aumentate rapidamente nel primo semestre dell'anno, si sono ridotte di \$0,3 miliardi. Anche le riserve in marchi tedeschi detenute in Germania si sono contratte - di circa \$0,5 miliardi - durante l'anno. Complessivamente, dell'aumento totale per \$18,3

miliardi nelle riserve valutarie lo scorso anno, circa \$14 miliardi non possono essere direttamente imputati nè alla valuta nè al paese in cui esse erano detenute. Senza dubbio la maggior parte di questo residuo – probabilmente \$9-10 miliardi – sarà andata ad aumentare, come negli anni scorsi, gli averi ufficiali in dollari o in altre valute sull'euromercato. Oltre a ciò, è possibile che nel 1973 gli averi ufficiali sui mercati nazionali si siano accresciuti per effetto di valute diverse dal dollaro, dal marco e dalla sterlina e che vi siano stati alcuni investimenti di saldi classificati come riserve in titoli a lungo termine e, forse, anche in azioni. Questi aumenti in quelli che possono definirsi mezzi di riserva in valuta non tradizionali, ed in particolare sull'euromercato, riguardavano in gran parte paesi diversi da quelli del Gruppo dei dieci.



Quanto alla ripartizione dell'aumento delle riserve globali fra diversi gruppi di paesi, l'anno scorso, la quota del Gruppo dei dieci, pari al 35%, è stata uguale a quella del 1972, ma è da attribuirsi per circa la metà ad una rivalutazione rispetto al dollaro delle riserve auree e dei crediti verso il FMI di questi paesi. Si sono invece accresciute molto più lentamente che nel 1972 – di \$4,1, contro \$7,4 miliardi – le loro riserve in valuta, in conseguenza della contrazione del disavanzo nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. A \$4,4 miliardi, l'aumento delle riserve degli altri paesi sviluppati rappresentava, nel 1973, poco più della metà di quello del 1972, ed

anch'esso risentiva dell'influenza del ridotto disavanzo degli Stati Uniti. Nei paesi in via di sviluppo, invece, il rincaro delle materie prime ha dato luogo ad un incremento delle riserve complessive di \$11,5 miliardi, con un aumento di quasi un terzo rispetto al 1972; e da ciò è in parte dipesa, naturalmente, la maggior quota rappresentata dai collocamenti ufficiali in eurovalute nell'espansione delle riserve valutarie complessive lo scorso anno. Quanto alle variazioni nelle riserve dei singoli paesi, i maggiori incrementi fra i paesi del Gruppo dei dieci sono stati segnati dalla Germania e dai Paesi Bassi (\$9,4 e 1,8 miliardi rispettivamente) seguiti dal Belgio (\$1,2 miliardi) e dalla Svezia (\$1 miliardo). L'incremento nelle riserve del Regno Unito e dell'Italia è ammontato a \$0,8 e 0,4 miliardi rispettivamente. Si sono invece ridotte di \$6,1 miliardi, cioè di un terzo, le riserve del Giappone e di \$1,5 miliardi quelle della Francia. Fra gli altri paesi sviluppati, l'incremento maggiore è stato ancora una volta registrato dalla Spagna, le cui riserve sono aumentate per il secondo anno consecutivo di \$1,8 miliardi. Notevoli aumenti vi sono stati anche in Turchia (\$0,7 miliardi), in Jugoslavia (\$0,6 miliardi) e in Portogallo (\$0,5 miliardi).

L'incremento delle riserve dei paesi in via di sviluppo non si è concentrato in misura particolare in quelli esportatori di petrolio; in realtà, questi ultimi hanno contribuito per \$3,4 miliardi all'aumento complessivo di \$11,5 miliardi del gruppo, rispetto a \$2,5 miliardi su un aumento totale di \$8,8 miliardi nel 1972. Fra i paesi produttori di petrolio, l'incremento maggiore delle riserve è stato segnato dall'Arabia Saudita (\$1,4 miliardi), seguita dall'Iraq e dal Venezuela (\$0,7 miliardi ciascuno). Nel corso del 1973 si sono invece ridotte di \$0,8 miliardi le riserve della Libia. Ove si considerino complessivamente le riserve dei paesi in via di sviluppo, escludendo quelli esportatori di petrolio, più di un quarto dell'incremento totale è da attribuire al Brasile, le cui riserve sono aumentate di \$2,2 miliardi, perdurando i forti afflussi di capitali. Il rimanente aumento per \$5,9 miliardi era ripartito fra un gran numero di paesi in via di sviluppo, con in testa l'Argentina (\$0,9 miliardi), seguita da Israele (\$0,6 miliardi), Filippine (\$0,5 miliardi) e Malaysia (\$0,4 miliardi).

Esaminando l'andamento delle riserve nel corso dell'anno, risulta che la maggior parte dell'incremento globale è avvenuta prima che l'adozione dei cambi fluttuanti divenisse un fenomeno abbastanza generalizzato. Nel primo trimestre le riserve globali sono infatti aumentate di \$20,5 miliardi. Il forte saldo passivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è da collegare ad un aumento di quasi \$10 miliardi negli averi ufficiali esteri in dollari detenuti negli Stati Uniti; per di più, è stato soprattutto in questo trimestre che gli effetti della svalutazione del dollaro sulle riserve in oro e sulle altre componenti delle riserve diverse dal dollaro si sono fatti sentire. Dopo aver continuato ad espandersi — di \$4 e 4,6 miliardi rispettivamente — nel secondo e terzo trimestre, le riserve globali si sono contratte di \$4,7 miliardi nell'ultimo trimestre dell'anno. Soltanto i paesi in via di sviluppo, considerati globalmente, hanno continuato ad aumentare le loro riserve — di \$2 miliardi — durante il trimestre in esame; le riserve globali dei paesi industrializzati hanno invece registrato una contrazione di \$6,7 miliardi, di cui \$6,2 miliardi sono da imputare ai paesi del Gruppo dei dieci. Durante il primo trimestre del 1974 le riserve complessive dei paesi industrializzati si sono ridotte ancora di oltre \$2 miliardi; quest'andamento è stato però più che compensato da un aumento di \$4,5 miliardi nelle riserve dei paesi in via di sviluppo, cosicché le riserve globali sono aumentate di \$2,4 miliardi.

Fondo Monetario Internazionale.

Nel 1973, le operazioni relative al Conto Generale del Fondo sono state ancora una volta relativamente modeste. I prelievi degli stati membri sono ammontati a \$883 milioni ed i riacquisti a \$733 milioni. Dal lato dei prelievi, tre paesi europei — Francia (\$112 milioni), Paesi Bassi (\$253 milioni) e Romania (\$115 milioni) — hanno assorbito oltre metà del totale (\$480 milioni), mentre gran parte della quota restante è da attribuire a tre paesi in via di sviluppo: Egitto, Pakistan e Filippine. I riacquisti sono provenuti dai paesi dell'Asia, dell'America Latina e del Medio Oriente. Sono state utilizzate tredici diverse monete per i prelievi e quattordici per i riacquisti. Di gran lunga principale oggetto di prelievo è stato il marco tedesco (\$390 milioni), seguito dal franco francese (\$99 milioni), dallo yen giapponese (\$74 milioni) e dalla corona danese (\$72 milioni). Le monete più usate per i riacquisti sono state di nuovo il marco tedesco (\$225 milioni), seguito da yen (\$102 milioni), dollaro canadese (\$71 milioni), fiorino olandese (\$71 milioni) e franco francese (\$61 milioni). Sia il dollaro SU sia la sterlina non sono stati usati nè per prelievi nè per riacquisti, e ciò per il secondo anno consecutivo nel caso del dollaro SU. Sono stati usati in prelievi e riacquisti \$54 milioni di DSP.

All'inizio del 1973 non si sono avute nuove assegnazioni di DSP e successivamente nulla è stato deciso riguardo a future assegnazioni. Con decorrenza dal 23 gennaio 1974 il Consiglio dei Governatori del Fondo ha consentito che la BRI divenisse detentore di DSP. Ciò significa che i paesi membri del Fondo che partecipano allo schema dei DSP possono acquistare valute dalla BRI fornendo DSP, purchè l'operazione sia liquidata entro sei mesi.

Al fine di facilitare l'impiego di DSP per le transazioni derivanti da un accordo fra le due parti interessate, il Consiglio dei direttori amministrativi del Fondo ha deciso, all'inizio di novembre, di permettere che tali trasferimenti avvengano sulla base delle parità dichiarate o dei saggi centrali delle valute oggetto della transazione. Precedentemente essi venivano calcolati sulla base del dollaro SU, applicando la parità per la conversione dei dollari in DSP, ed invece i cambi di mercato per la conversione dei dollari in altre valute. Questa seconda procedura vige ancora per tutte le altre transazioni in DSP.

Nel 1973, il totale dei trasferimenti lordi di DSP è ammontato a \$1.423 milioni. Di gran lunga la componente più importante è da attribuire a movimenti intracomunitari, pari a \$1.032 milioni. Gli averi in DSP della Francia e dei Paesi Bassi si sono ridotti di \$613 e 210 milioni rispettivamente, mentre Germania e Belgio segnavano un aumento di \$682 e 125 milioni rispettivamente. Durante l'anno gli averi di DSP del Fondo si sono contratti di \$146 milioni. I trasferimenti dal Fondo ai paesi partecipanti hanno raggiunto \$242 milioni, di cui \$210 milioni destinati al fine specifico di ricostituire gli averi di numerosi paesi, mentre i trasferimenti al Fondo da parte dei partecipanti sono stati di \$96 milioni.

Nel primo trimestre del 1974 l'utilizzo netto delle risorse del Fondo ha subito un ulteriore incremento di \$80 milioni. I prelievi dei paesi membri sono ammontati a \$329 milioni, di cui \$85, 75 e 54 milioni da parte dei Paesi Bassi, dell'India e della

Francia rispettivamente; i riacquisti sono stati pari a \$249 milioni, dovuti, per \$133 milioni, agli Stati Uniti. A metà aprile il Fondo ha approvato un accordo su base "stand-by" di \$1,2 miliardi con l'Italia, equivalente alla quota italiana.

Movimenti monetari.

Stati Uniti. Nel corso del 1973 il peggioramento nella posizione monetaria netta verso l'estero degli Stati Uniti finalmente si è arrestato e la tendenza ha cominciato ad invertirsi. L'andamento del primo trimestre era stato molto sfavorevole segnando un deficit globale di \$5,5 miliardi e una diminuzione di \$10 miliardi nella posizione netta delle riserve. Ma nel quarto trimestre si è realizzato un notevole saldo attivo, che ha ridotto, per l'anno nel suo complesso, il deficit globale verso l'estero a \$3,4 miliardi, contro \$12,6 miliardi nel 1972 e \$21,4 miliardi nel 1971.

Questo deficit per il 1973 è stato molto simile alla perdita netta nelle riserve di \$4 miliardi. Nel corso dell'anno tuttavia i movimenti monetari non ufficiali hanno

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1972	Anno	1973				1974 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve	+ 985	+ 1.225	- 220	- 20	+ 15	+ 1.450	+ 210
di cui:							
Oro	+ 280	+ 1.165	—	—	—	+ 1.165	—
Valute estere	- 35	- 235	- 235	—	—	—	—
Assegnazioni di DSP	+ 910	+ 275	—	—	—	+ 275	—
Trasferimenti di DSP	- 50	- 70	—	- 10	—	- 60	—
"Tranche" di oro nel FMI	- 120	+ 90	+ 15	- 10	+ 15	+ 70	+ 210
Passività verso enti ufficiali esteri	- 10.310	- 5.250	- 9.790	+ 630	+ 925	+ 2.985	+ 1.255
di cui:							
Liquide	- 9.720	- 4.575	- 8.630	+ 1.085	+ 485	+ 2.485	+ 980
Non liquide	- 590	- 675	- 1.160	- 455	+ 440	+ 500	+ 275
Posizione ufficiale netta	- 9.325	- 4.025	- 10.010	+ 610	+ 940	+ 4.435	+ 1.465
Crediti a breve verso stranieri	+ 2.235	+ 5.050	+ 2.710	+ 435	- 80	+ 1.985	+ 4.945
Passività liquide verso istituzioni non ufficiali estere e verso privati non residenti	- 4.775	- 4.435	+ 1.810	- 1.935	- 810	- 3.500	- 4.150
Posizione netta delle banche	- 2.540	+ 615	+ 4.520	- 1.500	- 890	- 1.515	+ 795
Totale con DSP	- 11.865	- 3.410	- 5.490	- 890	+ 50	+ 2.920	+ 2.260
Totale senza DSP	- 12.575	- 3.410	- 5.490	- 890	+ 50	+ 2.920	+ 2.260

Nota: I dati includono gli effetti della svalutazione del dollaro sulle riserve e sulle obbligazioni ufficiali in valuta estera.

influito in modo determinante sull'evoluzione della posizione netta ufficiale. Quasi la metà dell'enorme disavanzo registrato nel primo trimestre nella bilancia delle transazioni ufficiali trova la sua origine in un deflusso netto di \$4,5 miliardi attraverso il sistema bancario. Il movimento speculativo sul dollaro in febbraio-marzo ha determinato una dilatazione di \$2,7 miliardi dei prestiti bancari a breve termine concessi a non residenti, di cui \$1,4 miliardi al Giappone e \$0,6 miliardi al Canada. Inoltre sono calati di \$1,8 miliardi i saldi in dollari di privati non residenti, costituiti per un terzo presso le filiali estere delle banche statunitensi.

Durante gli ultimi tre trimestri dell'anno, gli afflussi monetari non ufficiali attraverso il settore bancario hanno favorito notevolmente la ripresa della posizione netta delle riserve. Nel secondo trimestre, quando per la maggior parte del tempo il dollaro è andato indebolendosi sui mercati dei cambi, il calo dei saldi di privati non residenti verificatosi nel trimestre precedente ha segnato un'inversione più che totale; e quando nell'ultimo trimestre il dollaro si è rafforzato sensibilmente nei confronti di quasi tutte le altre valute principali, tali saldi sono aumentati ulteriormente di \$3,5 miliardi.

Il peggioramento di \$4 miliardi nella posizione netta delle riserve nel 1973 trova ampia spiegazione in un aumento di oltre \$5,3 miliardi delle passività verso enti ufficiali esteri. A parziale compensazione c'è stata una dilatazione di \$1,2 miliardi nelle riserve corrispondente in larga misura agli effetti della rivalutazione dell'11,1%, avvenuta in ottobre 1973, nelle riserve auree e nei diritti verso il FMI basati su oro. Per quanto il dollaro si sia rafforzato negli ultimi quattro mesi dell'anno, i debiti in essere per riporti del Sistema della Riserva federale si sono ridotti di poco. La loro diminuzione è stata da \$1,6 a 1,4 miliardi, soprattutto in virtù di rimborsi alla Banca nazionale del Belgio.

Nel primo trimestre del 1974 il saldo attivo della bilancia dei pagamenti calcolato sulla base delle transazioni ufficiali è sceso a \$1,5 miliardi a seguito, senza dubbio, dell'indebolimento del dollaro. Una delle cause principali di tale indebolimento è stato l'incremento di \$4,9 miliardi nei prestiti a breve all'estero, realizzati quasi interamente in febbraio e marzo dopo l'abolizione dei controlli a fine gennaio. In gran parte, però, tale incremento è stato compensato da un aumento di \$4,2 miliardi nei saldi sull'estero non ufficiali delle banche SU, così che nel complesso i movimenti monetari non ufficiali hanno presentato un deflusso netto di soli \$0,8 miliardi.

Regno Unito. Nonostante il sottostante saldo passivo di \$1,7 miliardi nella bilancia dei pagamenti, la posizione monetaria verso l'estero del Regno Unito ha mostrato un miglioramento di \$1,1 miliardi nel corso del 1973, di cui \$0,8 miliardi sono andati ad ingrossare le riserve. Il divario tra queste due situazioni è stato colmato per la maggior parte mediante l'indebitamento di vari enti del settore pubblico sul mercato dell'eurodollaro per un ammontare complessivo di \$2,5 miliardi a medio e lungo termine, per i quali il governo ha assunto i rischi di cambio. Inoltre un quinto dell'aumento delle riserve, calcolato in termini di dollari, è derivato dalla rivalutazione della riserva aurea e dei diritti sul FMI basati su oro.

Nel corso dell'anno ci sono state fluttuazioni abbastanza ampie nelle riserve: da un incremento di \$1,4 miliardi (compresi \$0,2 miliardi derivanti dalla rivaluta-

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1972	1973				
		Anno ¹	1° trimestre ¹	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)						
Finanziamenti ufficiali						
Riserve in oro e valute estere	- 1.080	+ 750	+ 305	+ 980	- 630	+ 95
Assegnazioni di DSP	+ 325	+ 120	+ 120	—	—	—
Trasferimenti di DSP	- 310	- 55	- 50	- 5	—	—
FMI	+ 690	+ 15	+ 15	—	—	—
Altre autorità monetarie	-2.330	—	—	—	—	—
Totale	-2.705	+ 830	+ 390	+ 975	- 630	+ 95
Altri movimenti monetari						
Saldi in sterline (al lordo) di detentori del resto della zona della sterlina						
ufficiali	- 820	+ 95	- 510	+ 65	+ 715	- 175
privati	+ 395	+ 560	+ 95	+ 110	+ 100	+ 255
di altri detentori						
ufficiali ²	+ 95	- 410	+ 20	- 290	+ 145	- 285
privati	- 140	- 495	- 5	- 310	+ 85	- 265
Crediti in sterline di banche RU ³ . .	+ 810	+ 320	- 300	+ 305	+ 275	+ 40
Transazioni in valute estere						
di banche RU ⁴	+ 675	+ 205	+ 460	- 120	+ 130	- 265
Totale	+1.015	+ 275	- 240	- 240	+1.450	- 695
Saldo complessivo	-1.690	+1.105	+ 150	+ 735	+ 820	- 600
Saldo complessivo senza DSP .	-2.015	+1.105	+ 150	+ 735	+ 820	- 600

¹ Considerati gli effetti della svalutazione del dollaro sulle riserve auree, sugli averi in DSP e sulla posizione sul FMI. ² Compresa le riserve in sterline delle organizzazioni internazionali diverse dal FMI. ³ Esclusi i crediti all'esportazione. ⁴ Esclusi i crediti commerciali, i prestiti in valuta estera contratti a Londra da residenti RU per finanziare investimenti RU all'estero e l'indebitamento in valute estere delle banche RU per finanziare prestiti al settore pubblico; comprese le transazioni nette delle banche RU in valute del resto dell'area della sterlina.

zione) nei primi sei mesi si è passati ad una diminuzione, di \$0,6 miliardi, nel terzo trimestre. Tali variazioni nelle riserve sono in parte riferibili ai movimenti monetari nel settore bancario, che però, nell'intero anno, hanno manifestato solo un leggero deflusso netto di \$0,3 miliardi. Nel primo trimestre, un afflusso netto via banche di \$0,2 miliardi corrisponde al totale incremento delle riserve, a prescindere da variazioni per rivalutazione, mentre i saldi in sterline dei paesi della zona della sterlina hanno mostrato un aumento parzialmente stagionale di \$0,4 miliardi. Nel secondo trimestre, in cui la maggior parte dell'incremento delle riserve è derivato dall'indebitamento a lungo termine in eurodollari per \$0,7 miliardi, si sono avuti anche ulteriori afflussi di origine bancaria per \$0,2 miliardi. La debolezza del dollaro e l'alto livello dei saggi d'interesse nel Regno Unito hanno determinato un incremento di circa \$0,6 miliardi nei saldi in sterline dei paesi esterni alla zona della sterlina, che ha trovato una parziale contropartita nell'aumento dei prestiti concessi dalle banche all'estero.

Nel terzo trimestre la brusca inversione dei precedenti afflussi di fondi via banche ha avuto un ruolo importante nella contrazione di \$0,6 miliardi delle riserve, nonostante altri \$0,9 miliardi di europrestiti attinti da parte del settore pubblico. C'è stata in particolare una riduzione di \$1 miliardo nei saldi in sterline, di cui \$0,8

miliardi dei paesi della zona della sterlina all'infuori del Regno Unito; ciò è dovuto in parte al venir meno della fiducia a seguito del deterioramento della bilancia dei pagamenti e in parte all'incertezza sul futuro delle garanzie sulle riserve in sterline della maggioranza di tali paesi, che sarebbero scadute alla fine di settembre. Il 6 di tale mese è stato comunicato che sarebbero state rinnovate per altri sei mesi, ad un tasso di cambio poco al di sopra di \$ 2,42. L'ultimo trimestre poi ha visto una parziale inversione della precedente riduzione dei fondi, con un afflusso netto bancario di \$ 0,7 miliardi. I saldi complessivi dei paesi della zona della sterlina non sono aumentati durante il trimestre, mentre quelli dei paesi esterni ad essa sono cresciuti di \$ 0,6 miliardi in presenza di un forte incremento nei saggi d'interesse del Regno Unito in novembre-dicembre.

Durante i primi quattro mesi del 1974, quando l'indebitamento del settore pubblico sul mercato dell'eurodollaro ha raggiunto \$ 1,5 miliardi, le riserve sono aumentate di \$ 0,5 miliardi.

Germania. Dopo tre anni consecutivi di sostanziali aumenti, le riserve della Germania hanno avuto ancora un incremento molto accelerato nel 1973, essenzialmente a seguito dell'enorme afflusso di fondi durante la crisi valutaria di febbraio-marzo. Le attività monetarie nette ufficiali sono aumentate di \$ 9,7 miliardi, pari ad oltre il 40%, di cui la maggior parte, e precisamente \$ 7,8 miliardi, hanno incrementato le riserve valutarie verso l'estero; inoltre gli averi in DSP sono cresciuti di \$ 0,8 miliardi e c'è stato un utile di rivalutazione di \$ 0,7 miliardi, in termini di dollari, nella riserva aurea e nei crediti sul FMI basati su oro. Alla loro punta massima, in luglio 1973, le attività monetarie nette ufficiali della Germania sono ammontate un po' al di sopra di \$ 35 miliardi, avendo realizzato un incremento dell'80% dall'epoca dell'accordo smithsoniano e di quattro volte e mezzo dalla fine del 1969.

Gli incrementi delle riserve dello scorso anno sono stati accompagnati da un deflusso netto di \$ 2,1 miliardi attraverso il sistema bancario, cosicché la posizione monetaria complessiva verso l'estero è migliorata di \$ 11,8 miliardi. Nel corso dell'anno, però, ci sono state diverse ampie fluttuazioni nella posizione netta verso l'estero delle banche.

Dopo un deflusso stagionale di \$ 1,8 miliardi in gennaio, ci sono stati in febbraio e marzo afflussi netti via banche di un valore doppio del precedente deflusso - costituiti per la maggior parte da maggiori saldi in marchi tedeschi di non residenti - così che nell'intero primo trimestre il settore bancario ha contribuito per circa un quarto al gonfiamento di \$ 7,9 miliardi delle riserve. Altri \$ 1,4 miliardi di tale incremento sono derivati dall'aumento degli averi in marchi tedeschi delle autorità monetarie estere presso la Bundesbank. Nel secondo trimestre, a seguito principalmente di un importante accrescimento dei crediti delle banche verso il resto del mondo, si sono avuti deflussi netti per \$ 2,1 miliardi attraverso le banche, il che rappresenta un'inversione di quasi più della metà degli afflussi di febbraio-marzo, mentre i non residenti hanno ridotto in parte i loro saldi in DM. Inoltre, i saldi ufficiali in DM presso la Bundesbank sono diminuiti di \$ 1,1 miliardi.

Il terzo trimestre - che comprende le perturbazioni valutarie di luglio e di settembre - ha visto poche nuove variazioni nella posizione delle banche verso l'estero,

essendo stati gli afflussi in questi due mesi controbilanciati in gran parte da un deflusso in agosto. In ottobre e novembre, poi, ci sono stati deflussi bancari molto forti per un ammontare complessivo di \$3,3 miliardi, quando il marco tedesco ha avuto un indebolimento e il dollaro un rafforzamento sui mercati valutari. Ma data la forte posizione della bilancia dei pagamenti di base, le attività nette ufficiali sono diminuite solo di \$1,2 miliardi nel corso di questi due mesi. Nonostante tre periodi di afflussi via sistema bancario durante l'anno, ed un afflusso finale di \$1,1 miliardi in dicembre, per l'anno nel suo complesso i flussi bancari hanno ridotto sostanzialmente l'espansione delle riserve.

Dopo una parziale inversione in gennaio dei flussi di fine 1973, il rinnovato rafforzamento del marco ha suscitato ulteriori afflussi bancari di \$0,9 miliardi in marzo, con un corrispondente incremento delle attività nette ufficiali, che, in aprile, a seguito di un nuovo loro aumento pari al precedente, hanno nuovamente raggiunto quasi la punta massima del luglio 1973.

Francia. Nel 1973 la posizione monetaria esterna globale è peggiorata di \$0,4 miliardi. Le attività monetarie ufficiali nette hanno avuto una riduzione di \$1,2 miliardi, che per \$0,8 miliardi ha corrisposto ad una diminuzione delle passività nette bancarie verso l'estero. Il declino delle attività ufficiali nette sarebbe stato superiore, se non ci fosse stata la rivalutazione per \$0,6 miliardi della riserva aurea ufficiale e delle attività calcolate su base aurea. Prescindendo da ciò, si è avuta una riduzione di \$1,3 miliardi negli averi in valute estere e di \$0,6 miliardi in quelli di DSP, che hanno rappresentato le principali variazioni nel settore monetario ufficiale.

L'evoluzione della posizione monetaria ufficiale nel corso dell'anno può essere divisa approssimativamente in due periodi. Nel primo, da gennaio a giugno, le attività nette ufficiali sono aumentate (escludendo gli incrementi derivanti da rivalutazione) di \$0,9 miliardi, provenienti quasi tutti da afflussi bancari; e i non residenti hanno aumentato di \$0,9 miliardi i loro saldi in franchi.

Le attività nette ufficiali sono diminuite di \$0,6 miliardi in luglio e di nuovo, molto più rapidamente, di \$2,2 miliardi in settembre. La maggior parte della perdita in settembre è imputabile ai deflussi attraverso le banche. In particolare, le banche hanno acquistato valuta estera a pronti per un ammontare di \$1,8 miliardi, presumibilmente per lo più come contropartita degli acquisti a termine di valute da parte di clienti residenti. Sia in luglio che in settembre i deflussi sono stati finanziati in primo luogo con prelievi sulle banche centrali degli altri partecipanti al serpente europeo, sicchè in nessun mese le riserve lorde sono diminuite. Durante l'ultimo trimestre dell'anno, le riserve nette hanno avuto una leggera ripresa, nonostante un ulteriore deflusso di \$0,3 miliardi attraverso le banche. Le attività monetarie ufficiali sono diminuite di \$2,4 miliardi durante il trimestre, essenzialmente a seguito del rimborso di debiti contratti in luglio e settembre.

Nuove perdite all'inizio di gennaio 1974 hanno determinato la fluttuazione libera del franco commerciale a metà mese. Per tutto gennaio si è avuta una diminuzione di \$0,8 miliardi nelle attività monetarie ufficiali, più che compensata da una diminuzione \$1,4 miliardi nelle passività nette verso l'estero. I non residenti hanno ridotto i loro averi di franchi; inoltre si è avuto un aumento consistente nelle

attività nette in valuta estera a pronti delle banche, senza dubbio quale contropartita degli acquisti di valuta a termine da parte della clientela. Successivamente sono state registrate scarse variazioni nelle attività monetarie ufficiali della Francia, che, alla fine di aprile, ammontavano a \$7,6 miliardi.

Belgio-Lussemburgo. Durante il 1973 la posizione monetaria globale verso l'estero dell'UEBL ha avuto un miglioramento di \$0,3 miliardi, quasi uguale all'incremento derivante dalla rivalutazione delle riserve auree del Belgio e dei crediti sul FMI basati su oro, a seguito della svalutazione del dollaro in febbraio. A prescindere da tali miglioramenti, le attività monetarie nette ufficiali hanno manifestato un incremento di \$0,9 miliardi, esattamente pari all'aumento delle passività bancarie nette verso l'estero durante l'anno.

Tutti gli incrementi delle riserve si sono concentrati nel primo semestre dell'anno, a seguito di afflussi bancari netti di \$1,3 miliardi: circa la metà di questi ultimi ha rappresentato aumenti dei saldi in franchi belgi di non residenti, realizzatisi nonostante l'applicazione in marzo di un saggio d'interesse negativo su ogni ulteriore aumento di tali conti. Dopo essersi arrestati nel terzo trimestre, tali afflussi hanno lasciato il posto a deflussi netti per \$0,5 miliardi nel corso degli ultimi tre mesi dell'anno, mentre le banche hanno aumentato i loro averi netti in dollari. Poichè, tuttavia, la bilancia dei pagamenti si è spostata da una posizione deficitaria ad una eccedentaria tra la prima e la seconda metà dell'anno, alla fine del 1973 le riserve non erano inferiori a quelle di metà anno.

Nel primo trimestre 1974 si è verificato un ulteriore deflusso di \$0,5 miliardi attraverso il sistema bancario, gran parte del quale è stato compensato da una flessione di \$0,4 miliardi nelle attività monetarie ufficiali nette.

Paesi Bassi. Nel 1973 la posizione monetaria esterna dei Paesi Bassi è migliorata di \$0,9 miliardi, di cui \$0,4 miliardi dovuti alla rivalutazione delle riserve auree o basate sull'oro. Ove si escluda questa voce speciale, le attività monetarie nette ufficiali sono aumentate di \$0,8 miliardi. L'incremento delle riserve valutarie è stato di \$1,9 miliardi, mentre i crediti sul FMI si sono contratti di \$0,5 miliardi, soprattutto in conseguenza di trasferimenti ad altri paesi partecipanti al serpente europeo. Oltre a ciò, alla fine dell'anno erano in essere debiti per \$0,6 miliardi verso questi paesi. Circa la metà dell'incremento netto nelle attività monetarie ufficiali (escluse le variazioni nelle valutazioni) ha rispecchiato una riduzione delle attività nette delle banche sull'estero.

Analogamente a quanto è avvenuto in altri paesi, vi è stato un forte incremento delle riserve in conseguenza della crisi valutaria di febbraio-marzo. Se si escludono le variazioni nelle valutazioni, durante il primo trimestre le attività nette ufficiali sono aumentate di \$0,9 miliardi, di cui \$0,4 miliardi rispecchiavano afflussi di fondi bancari, con un forte incremento dei saldi in fiorini di non residenti. Nel secondo trimestre la situazione è mutata completamente. I saggi d'interesse interni relativamente bassi e l'eliminazione di sfasamenti nei pagamenti hanno provocato un forte aumento delle riserve nette in dollari delle banche. Nel complesso, si è avuto un deflusso netto di fondi bancari per \$1 miliardo, con una corrispondente contrazione

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

Paesi	Fine anno	Oro	Riserve nette in valuta estera	Crediti sul FMI	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività estere (al netto)	Variazioni (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)	
								Attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)
milioni di dollari SU									
Austria	1972	790	1.690	235	2.715	- 595	2.120	+ 405	- 250
	1973	880	1.730	255	2.865	- 740	2.125	+ 150	- 145
Belgio-Lussemburgo .	1972	1.635	1.060	1.130	3.825	-1.065	2.760	+ 440	- 280
	1973	1.780	1.860	1.350	4.990	-1.935	3.055	+ 1.165	- 870
Danimarca	1972	70	580	145	795	40	835	+ 125	+ 100
	1973	80	915	285	1.280	- 45	1.235	+ 485	- 85
Finlandia	1972	55	560	140	755	35	790	+ 115	+ 85
	1973	35	510	155	700	15	715	- 55	- 20
Francia	1972	3.825	4.420	1.130	9.375	-4.145	5.230	+ 1.745	- 1.390
	1973	4.260	3.385	545	8.190	-3.330	4.860	- 1.185	+ 815
Germania	1972	4.460	17.055	2.130	23.645	-4.620	19.025	+ 5.125	+ 130 ²
	1973	4.965	25.275	3.130	33.370	-2.865	30.505	+ 9.725	+ 2.120 ²
Grecia	1972	135	830	65	1.030	15	1.045	+ 525	+ 10
	1973	150	825	70	1.045	15	1.060	+ 15	-
Irlanda	1972	20	1.020	85	1.125	- 70	1.055	+ 130	- 115
	1973	20	910	95	1.025	- 35	990	- 100	+ 35
Islanda	1972	-	55	15	70	- 15	55	+ 10	- 5
	1973	-	60	15	75	- 20	55	+ 5	- 5
Italia	1972	3.130	2.375	730	6.235	- 775	5.460	- 700	- 530
	1973	3.480	2.130	770	6.380	- 955	5.425	+ 145	- 180
Norvegia	1972	35	1.100	170	1.305	- 55	1.250	+ 160	+ 10
	1973	40	1.330	185	1.555	- 25	1.530	+ 250	+ 30
Paesi Bassi	1972	2.060	1.315	1.305	4.680	220	4.900	+ 925	+ 60
	1973	2.295	2.600	945	5.840	- 75	5.765	+ 1.160	- 295
Portogallo	1972	1.020	1.260	30	2.310	215	2.525	+ 445	+ 20
	1973	1.160	1.630	35	2.825	315	3.140	+ 515	+ 100
Spagna	1972	540	4.210	255	5.005	- 195	4.810	+ 1.770	- 25
	1973	600	5.920	280	6.800	- 195	6.605	+ 1.795	-
Svezia	1972	215	1.095	210	1.520	290	1.810	+ 470	+ 135
	1973	245	1.985	235	2.465	625	3.090	+ 945	+ 335
Svizzera	1972	3.160	3.835	-	6.995	3.235	10.230	+ 65	+ 70
	1973	3.515	4.965	-	8.480	3.640	12.120	+ 1.485	+ 405
Turchia	1972	135	350	70	555	.	.	+ 145	.
	1973	150	775	80	1.005	.	.	+ 450	.
Canada	1972	835	4.270	845	5.950	- 570	5.380	+ 425	- 725
	1973	930	3.815	900	5.645	- 290	5.355	- 305	+ 280
Giappone	1972	800	16.160	1.085	18.045	475	18.520	+ 2.915	+ 1.935
	1973	890	9.935	1.155	11.980	-3.485	8.495	- 6.065	- 3.960

¹ Per la maggior parte dei paesi riportati nella tabella i dati non corrispondono esattamente a quelli pubblicati. Inoltre, i metodi usati per convertire in dollari le attività e le passività in valuta diversa dal dollaro non sono tutti conformi. ² A causa dell'eliminazione della valutazione e degli aggiustamenti statistici, questi dati non corrispondono alle differenze tra le posizioni nette verso l'estero della banche tedesche all'inizio e quelle alla fine degli anni in esame.

delle attività nette ufficiali. Dopo mutamenti di scarso rilievo durante il terzo trimestre nel complesso, la situazione di scarsa liquidità all'interno ha condotto ad una riduzione di \$0,7 miliardi nelle attività nette delle banche sull'estero durante il quarto trimestre, con un aumento delle riserve di \$0,9 miliardi. Durante il trimestre la banca centrale ha assorbito \$0,9 miliardi dalle banche commerciali in base ad operazioni di riporto contro fiorini.

Nel primo trimestre del 1974 la posizione monetaria netta sull'estero è migliorata di altri \$0,3 miliardi, di cui due terzi riguardano il settore bancario.

Italia. Analogamente al Regno Unito, nel 1973 le variazioni nella posizione monetaria esterna dell'Italia erano lungi dal rispecchiare la sottostante situazione di bilancia dei pagamenti, dato che la posizione relativa alle riserve ha continuato a beneficiare dell'indebitamento sul mercato delle eurodivise - avvenuto dietro suggerimento ufficiale - e il cui ammontare per il 1973 è stato di \$4,2 miliardi. Durante l'intero anno le attività monetarie nette ufficiali hanno presentato un modesto aumento di \$0,1 miliardi, interamente imputabile alle variazioni - per \$0,4 miliardi - nel valore delle riserve auree e dei crediti sul FMI. Oltre che per effetto dei cospicui interventi ufficiali sul mercato, nel 1973 le riserve si sono anche contratte - per circa \$0,7 miliardi - in seguito ai rimborsi al sistema bancario di dollari da questo ricevuti l'anno precedente, in base ad operazioni di riporto. Durante l'anno si è avuto un modesto afflusso netto di \$0,2 miliardi in seguito alla variazione nella posizione sull'estero delle banche.

La situazione è molto peggiorata nei primi quattro mesi del 1974, durante i quali le riserve monetarie ufficiali hanno subito una contrazione di \$0,2 miliardi nonostante un ulteriore indebitamento estero per \$4,5 miliardi, inclusi \$1,9 miliardi di assistenza a breve da parte degli altri paesi membri del Fondo europeo di cooperazione monetaria, e di un incremento di \$0,4 miliardi nelle passività nette verso l'estero delle banche durante il primo trimestre dell'anno. L'indebitamento complessivo dell'Italia ai fini di sostegno delle sue riserve, durante il periodo giugno 1972-aprile 1974, ammonta a \$10 miliardi, mentre le attività ufficiali nette si sono ridotte di \$2,3 miliardi. Questa era la situazione quando, all'inizio di maggio, veniva introdotto il sistema di depositi sulle importazioni.

Svizzera. Nel 1973 la posizione monetaria verso l'estero ha presentato un'eccedenza di \$1,9 miliardi, gran parte della quale nella forma di un aumento di \$1,5 miliardi nelle riserve monetarie ufficiali. Un terzo di tale aumento è derivato dalla variazione nel valore in dollari delle riserve auree e di averi ufficiali di titoli del governo SU denominati in franchi svizzeri, mentre altri \$0,4 miliardi provenivano da un incremento, di uguale ammontare rispetto al 1972, di dollari provenienti dalle banche in base a riporti di fine d'anno e collocati dalle autorità in banche al di fuori della Svizzera. Il rimanente aumento di \$0,6 miliardi nelle riserve valutarie era il risultato netto di due movimenti opposti: da un lato le autorità avevano acquistato sul mercato \$1 miliardo di valute durante i primi due mesi dell'anno, di cui \$0,3 miliardi il giorno prima della fluttuazione del franco in gennaio e il resto in febbraio, nel tentativo di moderarne la rivalutazione; dall'altro, gli averi in valute estere della

Banca nazionale si erano ridotti di circa \$0,4 miliardi durante l'anno per effetto di transazioni non di mercato.

Contrariamente a quanto è avvenuto nella maggioranza degli altri paesi europei, nel 1973 c'è stato un deflusso netto di fondi attraverso il sistema bancario svizzero per \$0,4 miliardi (\$0,8 miliardi ove si calcoli la variazione nei riporti di fine d'anno fra la Banca nazionale e le banche). Nei primi sette mesi dell'anno, per effetto sia dei modesti saggi d'interesse, sia di restrizioni amministrative agli afflussi di fondi, le banche hanno esportato fondi — escludendo i riporti con la Banca nazionale — per \$1,1 miliardi. Negli ultimi due mesi dell'anno vi è stato un afflusso di capitali — sempre esclusi i riporti — di \$0,3 miliardi, dipendente da condizioni più tese sul mercato monetario svizzero e da un allentamento delle restrizioni ai movimenti verso l'interno di fondi di non residenti.

Nei primi quattro mesi del 1974 le attività monetarie nette ufficiali della Svizzera sono diminuite di \$1,1 miliardi, per lo più in seguito ad una riduzione di dollari tenuti sotto forma di riporti presso le banche commerciali.

Austria. Misurata in termini di dollari, la posizione monetaria globale sull'estero dell'Austria è rimasta invariata durante il 1973, dato che un incremento di \$0,2 miliardi negli averi ufficiali netti è stato compensato quasi per intero dall'aumento delle passività nette sull'estero delle banche. Durante l'anno, vi sono state ampie fluttuazioni nelle riserve. Nei primi nove mesi dell'anno, le attività nette ufficiali si sono dilatate, al netto delle variazioni nelle valutazioni, di \$0,5 miliardi — di cui circa un terzo rispecchiante afflussi al settore bancario — e si sono ridotte poi di \$0,4 miliardi nell'ultimo trimestre. Le attività monetarie nette ufficiali hanno avuto un'ulteriore irrilevante riduzione nel primo trimestre del 1974, bilanciate in parte da una contrazione delle passività bancarie verso l'estero.

Svezia. Nel 1973, in gran parte in conseguenza di un forte saldo attivo nelle partite correnti, la Svezia ha registrato un miglioramento senza precedenti — \$1,3 miliardi — nella sua posizione monetaria esterna. Le attività monetarie esterne ufficiali nette sono aumentate di quasi due terzi — circa \$1 miliardo — mentre quelle del settore bancario, in conseguenza di saggi d'interesse interni relativamente modesti, sono raddoppiate, raggiungendo \$0,6 miliardi. L'incremento delle riserve ha avuto luogo quasi per intero nella prima metà dell'anno, mentre gran parte dell'aumento nella posizione delle banche sull'estero, è avvenuta da luglio in poi, nella forma di un'espansione della loro attività in valuta estera. Nel primo trimestre del 1974 le banche hanno incrementato di altri \$0,3 miliardi la loro posizione sull'estero, mentre le riserve nette si sono ridotte di una cifra superiore poichè la bilancia dei pagamenti è passata in posizione di forte passività in marzo. In aprile le riserve nette sono diminuite di altri \$0,2 miliardi.

Danimarca. Nonostante il consistente disavanzo della bilancia dei pagamenti, la Danimarca, grazie ad un afflusso di capitali privati assai forte, ha registrato un cospicuo miglioramento della sua posizione monetaria verso l'estero (\$0,4 miliardi). Durante l'anno le attività monetarie ufficiali nette sono aumentate di \$0,5 miliardi e vi è stato anche un piccolo afflusso di fondi tramite le banche. Dopo un accresci-

mento nelle riserve di \$0,3 miliardi durante il primo semestre dell'anno, voci di una svalutazione della corona hanno contribuito in luglio ad un incremento di \$0,3 miliardi nelle attività in valute estere delle banche, che ha temporaneamente riportato le riserve al livello della fine del 1972. Questo andamento è stato invertito nel quarto trimestre, quando le riserve sono aumentate di \$0,4 miliardi. Nel primo trimestre del 1974 lo sganciamento del franco francese dal serpente europeo ha provocato nuove pressioni sulla corona. Le riserve si sono contratte di \$0,4 miliardi durante il trimestre, in gran parte rispecchiando un incremento nella posizione sull'estero delle banche.

Norvegia. Durante il 1973 la posizione monetaria esterna ha presentato un ulteriore miglioramento per \$0,3 miliardi, quasi per intero destinato alle riserve. Queste sono aumentate con un ritmo abbastanza costante durante l'anno, tranne nel mese di settembre e in seguito alla rivalutazione della corona in dicembre. Mentre la posizione netta delle banche ha presentato variazioni irrilevanti se si considera l'intero anno, ad un afflusso di capitali nel primo semestre dell'anno è seguito, come in altri paesi, un deflusso nel periodo giugno-settembre. Dopo la flessione registrata in dicembre, le riserve hanno ripreso ad aumentare nei primi mesi del 1974, in parte in conseguenza di un afflusso di fondi attraverso il canale bancario.

Finlandia. In seguito ad una cospicua flessione nelle importazioni di capitali, nel 1973 la posizione monetaria esterna della Finlandia si è contratta di \$75 milioni, realizzando il primo saldo passivo nella bilancia dei pagamenti dal 1967. Nei primi nove mesi dell'anno le riserve si sono ridotte di circa \$135 milioni, recuperando però più della metà di tale perdita nell'ultimo trimestre. Nei primi tre mesi del 1974 vi è stata qualche altra minore riduzione nelle riserve.

Spagna. Un altro cospicuo avanzo nei pagamenti, il più elevato fra i paesi europei senza considerare la Germania, ha provocato l'incremento di \$1,8 miliardi delle attività monetarie sull'estero registrato dalla Spagna per il secondo anno consecutivo durante il 1973. Per l'anno nel suo insieme, non vi sono state variazioni nella posizione sull'estero delle banche, dato che un afflusso di \$0,2 miliardi nei primi sette mesi è stato poi neutralizzato da movimenti in senso inverso. Nel primo trimestre 1974 i pagamenti verso l'estero della Spagna sono passati in disavanzo, con una flessione di \$0,3 miliardi nelle riserve nette nonostante forti afflussi di capitali attraverso il sistema bancario.

Portogallo. Nel 1973 le riserve del Portogallo sono aumentate di \$0,5 miliardi, includendo \$0,1 miliardi di rivalutazione della quota aurea. A ciò si è aggiunto nell'ultimo trimestre dell'anno un aumento di \$0,1 miliardi nelle attività nette sull'estero del sistema bancario. Alla fine di marzo 1974 le riserve sono scese di \$0,2 miliardi al di sotto del livello di fine 1973.

Altri paesi europei. In *Grecia*, ove è scomparso il saldo attivo nella bilancia dei pagamenti registratosi l'anno scorso, la posizione monetaria esterna non ha presentato praticamente alcun mutamento nel 1973. In *Turchia*, invece, le attività monetarie nette ufficiali (esclusi gli averi di valute non convertibili) si sono pressochè raddop-

piate nel corso dell'anno, raggiungendo \$1 miliardo. Si è avuta poi una modesta flessione nel primo trimestre del 1974. In *Irlanda* il saldo passivo globale della bilancia dei pagamenti, congiunto ad un'uscita di fondi attraverso il sistema bancario, ha provocato una riduzione delle riserve alquanto superiore a \$0,1 miliardi nel 1973. Dal principio di quest'anno tuttavia le riserve sono aumentate in misura molto modesta.

Canada. Nel 1973, vi è stata un'uscita netta di fondi per \$0,3 miliardi attraverso le banche commerciali, sommatasi ad un leggero saldo passivo della bilancia dei pagamenti. Poiché la rivalutazione delle riserve auree e su base aurea, a seguito della svalutazione del dollaro SU, è stata di circa \$0,2 miliardi, le attività monetarie ufficiali nette del Canada si sono ridotte di \$0,3 miliardi nel corso dell'anno. Durante i primi cinque mesi del 1973 il movimento speculativo contro il dollaro SU si è riflesso in una entrata netta di \$0,4 miliardi via banche, invertitasi poi completamente nei successivi tre mesi, quando si sono avuti deflussi netti per \$0,8 miliardi dipendenti in un primo tempo dalla crescente stretta creditizia sul mercato degli Stati Uniti e, successivamente, dall'incipiente ripresa del dollaro SU sui mercati dei cambi. Sebbene non vi siano state, in complesso, ulteriori variazioni nella posizione sull'estero delle banche durante gli ultimi quattro mesi dell'anno, dato che la bilancia dei pagamenti ha assunto una posizione creditoria, le attività nette ufficiali sono aumentate di \$0,2 miliardi nell'ultimo trimestre. Il dollaro canadese ha continuato ad essere molto sostenuto anche durante il 1974 con le riserve che sono aumentate di altri \$0,5 miliardi nei primi quattro mesi dell'anno, mentre nel primo trimestre si è avuto pure un deflusso di \$0,3 miliardi attraverso le banche.

Giappone. A seguito del passaggio molto rapido ad una posizione debitoria della bilancia dei pagamenti all'inizio dell'anno, il Giappone ha registrato nel 1973 la più forte riduzione delle riserve tra tutti gli altri paesi. Le attività ufficiali nette sono diminuite di \$6,1 miliardi, nonostante l'afflusso a breve termine di quasi \$4 miliardi attraverso le banche e di circa \$0,2 miliardi di utili di rivalutazione delle riserve auree e dei crediti sul FMI. Nell'ambito del declino generale delle attività ufficiali, le riserve valutarie primarie sono diminuite di \$7,4 miliardi, mentre gli averi ufficiali in obbligazioni trasferibili del governo e di società SU sono aumentati di \$1,1 miliardi.

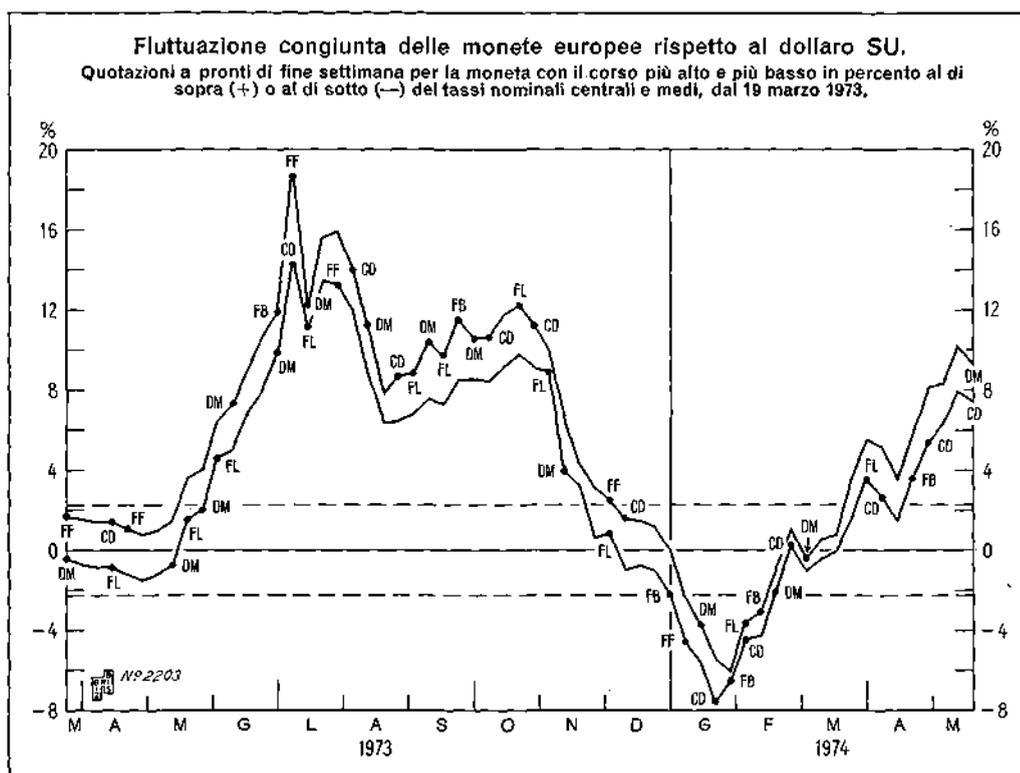
Nel corso dei primi due mesi del 1973 le attività nette ufficiali sono cresciute di \$0,8 miliardi, principalmente a seguito di incrementi derivanti da rivalutazione e di \$0,5 miliardi di afflussi bancari a breve termine, raggiungendo la punta di \$18,9 miliardi. Hanno poi assunto un andamento continuamente decrescente negli undici mesi successivi, con una riduzione complessiva di \$7,5 miliardi, scendendo a \$11,4 miliardi alla fine di gennaio 1974. Durante questi undici mesi, oltre alla forte perdita di riserve, si è avuta una diminuzione di \$4,8 miliardi nella posizione a breve delle banche verso l'estero. La maggior parte dell'afflusso attraverso le banche si è verificata nella seconda metà dell'anno, allorchè la situazione monetaria interna si è fatta più tesa e sono state prese misure amministrative per incoraggiare movimenti di fondi verso il paese.

Nel febbraio 1974 l'andamento decrescente delle riserve giapponesi si è invertito e alla fine di aprile le attività nette ufficiali hanno superato di \$ 1,2 miliardi il livello di tre mesi prima. La bilancia dei pagamenti ha continuato ad essere passiva, ma si sono verificate fortissime riduzioni nella posizione bancaria a breve verso l'estero, - pari a \$ 3,1 miliardi per i soli mesi di febbraio e marzo - dovute in parte al ritiro dalle banche di valute estere precedentemente depositate dalle autorità.

Mercati dei cambi.

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

Fluttuazione congiunta di alcune monete europee. Come riferito nella 43^a Relazione annuale (vedansi pagine 153-155), la fluttuazione congiunta delle monete di Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Paesi Bassi, Norvegia e Svezia nei confronti delle altre monete è iniziata il 19 marzo 1973. I paesi partecipanti dovevano intervenire nelle rispettive monete al fine di mantenere la fluttuazione dei tassi di cambio entro una fascia del 2,25% su entrambi i lati delle parità indirette e dell'1,5% nel caso del rapporto tra il fiorino e il franco belga. Si sono avute molte variazioni nei rapporti



Nota: Il franco francese è stato lasciato fluttuare per conto proprio a partire dal 21 gennaio 1974.

tra le monete partecipanti: il marco tedesco è stato rivalutato del 5,5 % il 29 giugno, il fiorino del 5 % il 17 settembre e la corona norvegese del 5 % il 16 novembre. Il 21 gennaio 1974 la Francia si è ritirata dalla fluttuazione congiunta.

Da quando è iniziata la fluttuazione congiunta, la fascia delle monete partecipanti si è estesa ripetutamente fino al massimo autorizzato, richiedendo in alcuni casi interventi su larga scala. I periodi di maggiore pressione si sono registrati durante il flusso considerevole di fondi verso il marco tedesco alla fine di giugno 1973, e a metà settembre dopo la rivalutazione del fiorino, allorchè le autorità tedesche e belghe hanno effettuato acquisti consistenti di franchi francesi.

All'inizio di luglio 1973, nei confronti del dollaro le valute del serpente si sono distribuite in una fascia che andava dalla corona danese e da quella svedese, ambedue del 14,1 % al di sopra delle loro parità centrali nominali con il dollaro del 19 marzo, fino al franco francese che ne era del 18,7 % al di sopra. Durante l'inversione verificatesi nei sei mesi successivi, il gruppo di valute come tale, si è mantenuto, per alcune settimane alla fine del 1973, entro la fascia definita dal tunnel precedente del 2,25 % da ambedue i lati delle loro parità centrali nominali con il dollaro. Alla fine di gennaio 1974 la più debole tra le monete partecipanti, la corona danese, era del 7,8 % al di sotto di quel punto. Alla fine di maggio, però, le monete del serpente sono tornate a fluttuare in una fascia del 6,5-8,5 % al di sopra delle loro parità centrali nominali con il dollaro. Nel periodo sotto rassegna i singoli paesi partecipanti sono intervenuti saltuariamente in dollari sempre caso per caso e dopo aver consultato i paesi associati.

Marco tedesco. Nei primi due mesi del 1973 il marco tedesco ha sostenuto il peso maggiore della pressione derivante dalla fuga dal dollaro, per cui si è reso necessario un intervento massiccio per conservare il tasso a pronti nell'ambito del 2,25 % delle parità smithsoniane. Dopo la svalutazione del dollaro in febbraio ed immediatamente prima di iniziare la fluttuazione congiunta il 19 marzo il marco è stato rivalutato del 3 %.

Da allora i movimenti del marco hanno rispecchiato, sebbene con segni opposti, quelli del dollaro ed il tasso di cambio del marco nei confronti del dollaro è stato considerato per lo più come il rapporto base sul mercato. Quando i mercati hanno riaperto a metà marzo c'è stata qualche reazione iniziale del marco tanto nei confronti del dollaro che nell'ambito della fluttuazione congiunta. A metà maggio, però, esso ha ripreso a rafforzarsi rapidamente, all'inizio a fronte della debolezza del dollaro, ma, dalla fine di maggio in poi, a seguito di un drastico giro di vite nella politica monetaria interna che ha svolto un ruolo sempre più importante. La rivalutazione del 5,5 % avvenuta il 29 giugno, successiva alle operazioni di sostegno delle altre monete del serpente per un ammontare di DM 4,6 miliardi, ne ha indebolito la posizione all'interno della fluttuazione congiunta; nei confronti del dollaro, peraltro, il marco ha continuato ad apprezzarsi per un'altra settimana. La punta è stata raggiunta il 6 luglio con una quotazione di mercato nei confronti del dollaro del 25 % superiore a quella del 19 marzo; in tale momento, la rivalutazione, su base ponderata degli scambi con l'estero, nei confronti delle monete dei principali paesi associati nel commercio con la Germania era del 15 % dalla metà di marzo.

A seguito del comunicato di Basilea dell'8 luglio il marco ha iniziato ad indebolirsi nei confronti del dollaro, in presenza di alcuni interventi sul mercato da parte sia della Bundesbank che della Riserva federale. La riduzione peraltro è avvenuta ad un ritmo generalmente più lento di quello sperimentato dalle altre monete europee e, dopo la rivalutazione del fiorino, c'è stato un movimento considerevole di conversione di franchi francesi in marchi. Quando il mercato ha cominciato a valutare le conseguenze della crisi petrolifera sulla bilancia dei pagamenti, il marco è sceso fortemente nei confronti del dollaro SU nella prima parte di novembre e di nuovo alla fine dell'anno, con cospicue vendite di dollari da parte della Bundesbank e con transazioni di sostegno da parte della Riserva federale nell'ultimo caso. Il minimo si è raggiunto il 7 gennaio quando il marco è sceso del 22 % al di sotto del massimo raggiunto in luglio. Su base ponderata degli scambi con l'estero, tuttavia, la riduzione è stata solo dell'8 %.

Tassi di cambio del dollaro SU, nel 1971-74.

Valute ¹	Parità al 5 maggio 1971	Variazioni tra			Variazioni cumulative dal 5 maggio 1971 al 24 maggio 1974	Saggio di chiusura di mercato al 24 maggio 1974
		il 5 maggio 1971 e il riallineamento smithsoniano	il riallineamento smithsoniano e il 19 marzo 1973 ²	il 19 marzo 1973 ² e il 24 maggio 1974		
	Unità di valuta per dollaro SU	Apprezzamento (+) o deprezzamento (—) percentuale nei confronti del dollaro SU				Unità di valuta per dollaro SU
Marco tedesco . . .	3,66	+ 13,6	+ 14,4	+ 14,4	+ 48,0	2,4725
Franco francese . .	5,55419	+ 8,6	+ 11,1	— 6,5	+ 14,3	4,86
Franco belga . . .	50	+ 11,6	+ 11,1	+ 5,8	+ 33,8	37,36
Fiorino olandese . .	3,62	+ 11,6	+ 11,1	+ 11,1	+ 38,8	2,6085
Corona danese . . .	7,5	+ 7,4	+ 11,1	+ 6,4	+ 28,3	5,8450
Corona norvegese . .	7,14286	+ 7,5	+ 11,1	+ 11,5	+ 34,0	5,33
Corona svedese . . .	5,17321	+ 7,5	+ 5,5	+ 4,9	+ 21,3	4,2655
Scellino austriaco . .	26	+ 11,6	+ 13,6	+ 16,1	+ 46,6	17,73
Sterlina	2,40 ⁴	+ 8,6	— 5,6	— 2,5	0	2,40 ⁴
Lira italiana	625	+ 7,5	+ 1,7	— 9,5	— 1,1	632,15
Franco svizzero . . .	4,372825	+ 13,9	+ 18,1	+ 10,9	+ 49,2	2,93
Yen giapponese . . .	360	+ 16,9	+ 16,7	— 5,6	+ 28,8	279,60

¹ Cambi commerciali laddove esiste un doppio mercato. ² Per le prime otto valute elencate si riportano i cambi nominali centrali o medi; per le ultime quattro i saggi di chiusura di mercato. ³ Tassi di mercato. ⁴ Dollari SU per la sterlina.

Da allora il marco ha progredito quasi ininterrottamente. Alla fine di maggio il tasso a pronti è aumentato del 17% nei confronti del dollaro dalla punta minima raggiunta in gennaio, mentre nel serpente le autorità tedesche sono intervenute a sostegno di alcune altre monete. Tra i fattori che hanno contribuito a tale situazione sono da considerare, in primo luogo, una certa revisione nel giudizio circa la relativa sostenutezza del dollaro in una situazione di più elevati prezzi del petrolio, nonché la liberalizzazione dei controlli sui movimenti internazionali di capitali ed ancora ulteriori incrementi nell'avanzo commerciale della Germania. Alla fine di

aprile, allorchè alcuni istituti tedeschi per lo studio della congiuntura hanno proposto una nuova rivalutazione, si è intensificata la pressione al rialzo sul marco. In maggio la sostenutezza del marco è stata ancora rafforzata dalla debolezza del dollaro, derivante in parte da un effettivo deterioramento della bilancia dei pagamenti SU e in parte dalle difficoltà politiche negli Stati Uniti. Dopo l'inversione di gennaio il valore ponderato commerciale del marco alla fine di maggio è aumentato del 7%.

Fiorino olandese. A seguito della rivalutazione del 5% nel settembre 1973, l'aumento del valore del fiorino verso l'estero nel periodo sotto rassegna è stato, tra le monete partecipanti alla fluttuazione congiunta, il secondo dopo quello del marco tedesco. Come altre monete europee, il fiorino è stato oggetto di forti pressioni al rialzo durante la crisi valutaria all'inizio del 1973. Nei primi quattro mesi della fluttuazione congiunta, tuttavia, pur riflettendo l'apprezzamento generale nei confronti del dollaro, esso, soprattutto per motivi connessi con l'andamento dei saggi d'interesse, è stato una delle monete partecipanti più deboli. Ha richiesto sostegni di tanto in tanto, prima entro il "verme" del Benelux e poi anche nel serpente, ivi compreso un intervento della Bundesbank di \$400 milioni verso la fine di giugno. La rivalutazione tedesca ha alleggerito la pressione nell'ambito del serpente mentre nei confronti del dollaro, il 6 luglio, il fiorino ha raggiunto la punta di fiorini 2,52 con un apprezzamento di circa il 15% dalla metà di marzo.

Nel successivo movimento discendente del serpente, il fiorino all'inizio è stato una delle monete più deboli a causa delle condizioni monetarie soggette a restrizioni in Germania. Alla fine di agosto, peraltro, dopo che la situazione monetaria interna si era fatta progressivamente più tesa, ha raggiunto il punto più alto del serpente, ove è rimasto quasi ininterrottamente fino alla sua rivalutazione. Dopo questa decisione — parte di un programma antinflazionistico ed attuata senza forti pressioni sul mercato valutario — le restrizioni monetarie all'interno lo hanno subito spinto di nuovo verso il punto più alto del serpente e molto al di sopra del suo massimo raggiunto in luglio nei confronti del dollaro. Dalla fine di ottobre, tuttavia, la crisi petrolifera, aggravata nel caso dell'Olanda dall'embargo posto dagli arabi ai rifornimenti di petrolio, ha determinato una riduzione alquanto drastica, di quasi il 19%, nei confronti del dollaro fino al punto minimo di fiorini 3,01 il 23 gennaio. Inoltre, nei mesi di novembre e dicembre è stato necessario intervenire a sostegno del fiorino nel serpente.

Dalla fine di gennaio, la situazione del fiorino si è nuovamente invertita, nei confronti sia del dollaro che della fluttuazione congiunta. Verso la fine di maggio esso era del 15% al di sopra della quotazione minima rispetto al dollaro raggiunta in gennaio e dell'11% più elevato di quando era iniziata la fluttuazione congiunta; la rivalutazione su base ponderata commerciale è stata del 3,5% circa dal gennaio 1974 e del 6,5% da metà marzo 1975.

Franco belga. A seguito di considerevoli afflussi di fondi, il franco belga commerciale si è mantenuto al suo limite superiore nei confronti del dollaro durante la crisi valutaria, che ha portato alla chiusura dei mercati dei cambi all'inizio di marzo 1973. Quando i mercati hanno riaperto, il franco si è alquanto indebolito nei confronti del dollaro, anche a seguito dell'applicazione di un diritto di commissione dello 0,25%

per settimana su ogni nuovo incremento negli averi di franchi commerciali da parte di non residenti. Nella fluttuazione congiunta, d'altra parte, all'inizio è stata una delle monete più forti, e si è poi leggermente indebolita a seguito degli interventi a sostegno del fiorino nell'ambito del verme alla fine di aprile. Alla fine di giugno il franco, come altre monete del serpente, è stato sostenuto dalla Bundesbank, ma subito dopo la rivalutazione del marco è salito al punto più alto del serpente. Poco dopo, il 9 luglio, ha raggiunto la punta massima di fr.belgi 34,5 nei confronti del dollaro, con un apprezzamento complessivo del 14,5 % dalla metà di marzo. Su base ponderata commerciale, tuttavia, il tasso di cambio del franco è rimasto praticamente invariato in tale periodo.

Di poi, il franco si è indebolito sia nei confronti del dollaro sia poco dopo nell'ambito del serpente. Dal 10 luglio ci sono state solo vendite occasionali di poca entità di franchi commerciali da parte della Riserva federale. Dopo la rivalutazione del fiorino a metà settembre, l'attenzione del mercato si è immediatamente concentrata sul franco, in parte per il suo agganciamento al fiorino nel verme ed in parte perchè la bilancia corrente dei pagamenti del Belgio — come nel caso di Paesi Bassi e Germania — era forte. Il franco ha raggiunto la parte superiore del serpente e si è anche rafforzato nei confronti del dollaro. Le autorità, poi, hanno reintrodotta il diritto di commissione (abolito all'inizio del mese) sugli aumenti dei saldi in franchi di non residenti ed hanno inoltre richiesto alle banche di ridurre le loro passività nette a pronti verso l'estero negoziabili sul mercato valutario controllato. Mentre nei confronti del dollaro il franco si è subito indebolito nel serpente, fino all'inizio di novembre esso è rimasto ad un livello più alto di prima della rivalutazione del fiorino. La crisi del petrolio, poi, lo ha portato il 22 gennaio del 21 % al di sotto della punta massima raggiunta nel luglio 1973 rispetto al dollaro. A quel tempo, dopo che il franco francese si era ritirato, il franco belga commerciale è stato anche al punto più basso del serpente.

La successiva ascesa del franco nei confronti del dollaro lo ha portato, verso la fine di maggio 1974, ad un livello in cui l'apprezzamento complessivo dall'inizio, a metà marzo 1973, della fluttuazione congiunta nei confronti del dollaro stesso è stato del 6%. A quel punto, tuttavia, era al limite inferiore del serpente. Su base ponderata degli scambi con l'estero il tasso di cambio del franco commerciale verso la fine di maggio 1974 è stato di 1 punto più elevato che a metà marzo 1973.

Nel corso del 1973 e del primo trimestre 1974 il franco finanziario si è mosso, di solito, insieme al franco commerciale ed il divario tra i due tassi è stato raramente superiore al 2%. Successivamente, prima a causa delle incertezze politiche in Belgio e poi in previsione di una nuova rivalutazione del marco, il franco finanziario ha segnato uno sconto di oltre il 5% nella seconda settimana di aprile e verso la fine di maggio era ancora del 5% circa.

Franco francese. L'evoluzione del tasso di cambio del franco francese nel periodo sotto rassegna si divide in due fasi principali. La prima di esse si estende fino all'inizio di luglio 1973. Fintanto che il dollaro è stato debole, il franco commerciale si è conservato stabile, non solo sul mercato del dollaro, ma anche nel serpente europeo. Partecipando al movimento ascendente del serpente, il 6 luglio il franco commer-

ciale è salito alla punta massima del 17% nei confronti del dollaro rispetto alla quotazione del 19 marzo e di circa il 3,5% su base ponderata commerciale nei confronti delle monete dei principali associati nel commercio con la Francia. In quel momento ci sono state anche alcune voci di rivalutazione del franco.

Oltre a indebolirsi rapidamente nei confronti del dollaro dal 9 luglio in poi, il franco commerciale è sceso anche nel serpente, toccandone il fondo verso la fine dello stesso mese, e rimanendovi quasi ininterrottamente fino alla rivalutazione del fiorino, con la necessità di saltuari sostegni ufficiali. Nel caso francese, agli effetti della ripresa del dollaro si sono aggiunti altri due elementi: un livello di saggi d'interesse interni basso rispetto a quello internazionale ed un'accelerazione degli aumenti dei prezzi. Dopo la rivalutazione del fiorino, le pressioni sul franco all'interno del serpente sono divenute intense, allorchè le conversioni di fondi si sono indirizzate verso il marco e il franco belga. Un intervento massiccio, sostenuto da una crescita dei saggi d'interesse, controlli sulla concessione di prestiti bancari all'estero e rimozione delle restrizioni sulle importazioni di capitali, hanno subito determinato una certa ripresa all'interno del serpente. Questo andamento si è ulteriormente sviluppato in novembre, allorchè il mercato si è persuaso che la Francia sarebbe stata colpita ben poco dalla nuova situazione dei prodotti petroliferi, ed all'inizio di dicembre il franco ha raggiunto, seppure per breve, il punto più alto del serpente.

Verso la fine del mese predetto, tuttavia, la situazione si è nuovamente invertita ed il franco è tornato al punto inferiore del serpente. Dopo alcuni ulteriori interventi, su scala minore di quelli di settembre, esso è stato lasciato fluttuare liberamente a partire dal 21 gennaio. Subito il tasso commerciale è sceso del 5%, nei confronti del dollaro, portandosi a circa fr.fr. 5,24, con una riduzione complessiva dal luglio 1973 del 26% e del 13% circa su base ponderata commerciale. Alla fine di marzo, subito dopo l'unificazione del mercato valutario commerciale e di quello finanziario, il franco ha ripreso quasi il 10% nei confronti del dollaro, raggiungendo fr.fr. 4,775. Dopo la morte del Presidente Pompidou ha avuto un indebolimento portandosi a fr.fr. 4,915 e alla fine di maggio era a fr.fr. 4,86. Verso la fine di maggio, il franco era del 13% al di sotto del suo valore di metà marzo 1973 su base media ponderata commerciale delle monete dei principali paesi associati nel commercio con la Francia, avendo perso valore in quel periodo più di ogni altra moneta importante tranne la lira.

Lira. Nonostante i continui massicci interventi da parte delle autorità per sostenere le quotazioni, nel periodo in esame la lira ha presentato di gran lunga il più cospicuo deprezzamento fra tutte le altre principali valute, di circa cioè il 18,5% su base ponderata commerciale. Anche nei confronti del dollaro, essa si è svalutata dell'8% circa nel periodo fine 1972-fine maggio 1974, passando da lire 583 a lire 632.

La lira è stata la prima moneta importante ad essere sottoposta a pressioni nel gennaio 1973. Il 22 di quel mese veniva introdotto un tasso separato, fluttuante, per le transazioni finanziarie e a metà febbraio, subito dopo la fluttuazione del dollaro, anche la lira commerciale è stata lasciata fluttuare. Inserendosi in un sistema di fluttuazioni abbastanza generalizzate, la lira risultava particolarmente debole per motivi sia economici sia politici. Nonostante le misure adottate in giugno per rallentare l'espansione del credito interno, all'inizio di luglio, quando il dollaro toccava

la sua punta più bassa, il cambio della lira commerciale rispetto al dollaro era pressochè uguale a quello segnato a metà marzo, mentre su base commerciale ponderata si era svalutato di circa il 15%.

Con la formazione del nuovo governo verso la fine di luglio sono state introdotte misure per contenere le uscite di capitali e gli sfasamenti sfavorevoli dei pagamenti. Tali misure, unite al miglioramento stagionale della bilancia dei pagamenti, hanno provocato una forte ripresa della lira alla fine di agosto. Contrariamente all'andamento generale, il saggio a pronti rispetto al dollaro si è rafforzato passando da lire 584 a lire 566, mentre su base commerciale ponderata l'aumento è stato di circa l'8%. Tuttavia, fra questa data e la fine di gennaio 1974, la lira commerciale si è indebolita passando a lire 672 rispetto al dollaro, sotto l'effetto congiunto di un nuovo peggioramento della bilancia dei pagamenti, della crisi petrolifera e della rafforzata posizione del dollaro. Durante questo periodo la svalutazione della lira su base commerciale ponderata è stata del 6%. Durante il 1973, la lira finanziaria si è mantenuta su livelli costantemente inferiori a quelli della lira commerciale, segnando uno sconto del 7% in luglio, annullatosi poi completamente ad un certo punto in dicembre.

Sebbene all'inizio del 1974 il deterioramento della bilancia dei pagamenti italiana continuasse ancora in modo massiccio, la lira commerciale è ascesa rapidamente rispetto al dollaro passando dalla punta minima di gennaio a lire 623 il 22 marzo, quando è stato abolito il doppio mercato dei cambi. Alla fine di aprile il nuovo saggio unificato è disceso a lire 638, per poi migliorare lievemente in seguito all'annuncio dell'introduzione del sistema di depositi sulle importazioni. Su base commerciale ponderata, la lira si è svalutata di un ulteriore 3% dalla fine di gennaio.

Sterlina. Dopo le forti flessioni del giugno e dell'ottobre 1972, all'inizio del 1973 la sterlina si trovava del 10% circa al di sotto del livello smithsoniano sia rispetto al dollaro sia alla media ponderata commerciale delle valute dei principali paesi associati nel commercio con il Regno Unito. Durante il periodo in esame essa ha seguito, a grandi linee, lo stesso andamento in tre fasi rispetto al dollaro, che ha caratterizzato anche la maggior parte delle altre valute europee. Tuttavia, dato che durante l'intero periodo la sterlina si è rivalutata solo del 2,25% rispetto al dollaro, su base commerciale ponderata essa si è svalutata dell'8,5%.

Nei primi cinque mesi del 1973, in presenza di saggi d'interesse interni relativamente elevati ed iniziandosi il massiccio indebitamento estero del settore pubblico, la sterlina è aumentata di oltre il 9% rispetto al dollaro e al principio di giugno il cambio a pronti ha toccato la punta massima di \$2,59. Questo miglioramento è stato sufficiente a neutralizzare la flessione rispetto ad altre principali monete e, a metà maggio, il cambio ponderato su base commerciale presentava perfino una modestissima rivalutazione nei confronti dell'inizio dell'anno.

Verso la fine di questo mese la differenza nei saggi d'interesse a favore del Regno Unito cominciava a scomparire e subito dopo l'ascesa del tasso del dollaro a pronti subiva un arresto. Poichè in giugno e nei primi giorni di luglio le altre valute europee si erano rivalutate assai fortemente rispetto al dollaro, al momento in cui quest'ultimo raggiunse la sua punta minima, il 6 luglio, la sterlina risultava svalutata dell'8% su base commerciale ponderata rispetto alla terza settimana di maggio, ed è

stata quindi oggetto di massicci interventi ufficiali. In agosto, in seguito ed un aumento dei saggi d'interesse interni, la sterlina su base ponderata commerciale è lievemente migliorata, deprezzandosi rispetto al dollaro in misura minore della maggior parte delle altre valute europee; nuove pressioni in settembre hanno peraltro portato il tasso di cambio ponderato a livelli inferiori a quelli del mese di luglio. I differenziali dei saggi di interesse erano di nuovo sfavorevoli; permanevano, fino al 6 settembre quando ne è stata annunciata la proroga, incertezze sul futuro delle garanzie sui saldi ufficiali in sterline e, fatto più grave, la bilancia dei pagamenti continuava a peggiorare.

In ottobre la sterlina ha segnato una leggera ripresa, rispetto sia al dollaro sia ad altre valute, ma dall'inizio di novembre alla metà di gennaio 1974 il cambio del dollaro a pronti è sceso di quasi 30 cents, o dell'11%, raggiungendo il minimo di \$2,15. A questa data il tasso di cambio ponderato su base commerciale era inferiore del 10% a quello di metà maggio 1973 e di circa il 20% rispetto al livello smithsoniano. In questo periodo, alla già critica situazione della bilancia dei pagamenti, venivano ad aggiungersi gli effetti della crisi petrolifera e delle vertenze nell'industria, culminanti con l'introduzione - all'inizio del 1974 - della giornata lavorativa di tre giorni in molti settori industriali.

Alla fine di gennaio e all'inizio di febbraio sono apparsi segni di un netto miglioramento nella situazione. Questo andamento è stato interrotto durante le elezioni ma è poi ripreso alla fine di marzo, quando la sterlina veniva richiesta per effettuare pagamenti di prodotti petroliferi. A fine maggio il cambio del dollaro a pronti era di \$2,40, avendo recuperato la perdita del periodo novembre-gennaio, mentre il cambio ponderato su base commerciale era superiore quasi del 3% al minimo segnato in gennaio.

Sul mercato a termine la sterlina ha segnato uno sconto rispetto al dollaro durante tutto il tempo, e nel periodo più critico, alla fine di gennaio 1974, lo sconto sul mercato a termine a tre mesi era pari al 13,5% all'anno. Sul mercato della valuta d'investimento - e cioè il mercato dove i residenti del Regno Unito possono acquistare valute estere per investimenti di portafoglio e, qualora non sia consentito l'accesso al mercato ufficiale, per altri investimenti all'estero, disponendo del 75% dei proventi dalla cessione di tali investimenti - la sterlina era quotata con un forte sconto rispetto al cambio ufficiale durante tutto il periodo, con uno sconto minimo del 9% nel febbraio 1973 ed uno massimo del 34% all'inizio del marzo 1974.

Franco svizzero. Dopo essere stato lasciato libero di fluttuare il 23 gennaio 1973, il franco svizzero, nonostante i massicci interventi ufficiali, si era già apprezzato del 19% rispetto al dollaro al momento in cui ebbe luogo la chiusura del mercato dei cambi il primo marzo. Dopo una pausa fino a metà maggio, il franco ha poi partecipato alla rivalutazione abbastanza diffusa delle monete europee rispetto al dollaro ed il 6 luglio il saggio a pronti ha raggiunto fr.sv. 2,685, con un apprezzamento del 40% rispetto al dollaro dall'inizio dell'anno e del 21% su base commerciale ponderata, rivalutazioni inferiori solo a quelle del marco. Nei confronti del marco, infatti, il franco ha avuto un apprezzamento del 7% circa durante i primi due mesi dell'anno, mentre a fine luglio presentava una svalutazione nei confronti del marco del 10% rispetto al livello di fine febbraio.

Nel periodo di ripresa del dollaro dal luglio 1973 al gennaio 1974, il franco inizialmente è calato più di qualsiasi altra principale valuta, trovandosi, alla fine di agosto, dell'11,4% al di sotto del suo massimo rispetto al dollaro e dell'8,4% su base commerciale ponderata. Da novembre a gennaio 1974, l'ulteriore flessione del 9,6% del franco rispetto al dollaro era inferiore a quella della maggioranza delle altre principali monete. Il 7 gennaio, quando raggiunse la sua punta minima, il cambio a pronti del dollaro era di fr.sv. 3,4275, inferiore di circa il 22% al vertice di luglio. Su base commerciale ponderata la flessione da luglio in poi era appena superiore al 10%.

Da allora il franco ha mostrato, insieme al marco, la maggiore rivalutazione rispetto a qualsiasi altra moneta in termini di dollari. A metà maggio, accumulandosi di nuovo le pressioni speculative, il cambio a pronti è salito a fr.sv. 2,78, livello non lontano dalla punta massima del luglio 1973 e superiore del 23% a quello dell'inizio di gennaio 1974. Alla fine del mese, però, è sceso di nuovo a fr.sv. 2,93.

Yen. Oggetto di forti pressioni al rialzo dalla fine di gennaio, lo yen è stato lasciato fluttuare nel febbraio 1973, in seguito alla svalutazione del dollaro. Il saggio a pronti è aumentato rapidamente, passando da yen 301 a circa yen 265, con un aumento del 14%. Quando è iniziata la fluttuazione generalizzata, le autorità giapponesi hanno mantenuto questo cambio — grazie a vendite di dollari sul mercato — quasi fino alla fine di ottobre, sebbene la bilancia dei pagamenti fosse divenuta fortemente passiva. Fra la fine di febbraio e la fine di ottobre 1973 le attività monetarie ufficiali esterne del Giappone si sono contratte di \$5 miliardi. Allo scoppiare della crisi petrolifera le autorità hanno adottato una politica valutaria basata su una sorta di parità mobile. E' stato permesso che il tasso rispetto al dollaro si riducesse gradualmente fino a toccare yen 280 a metà novembre e — successivamente al secondo rincaro dei prezzi del petrolio — yen 300, con una svalutazione complessiva del 12%. In seguito all'adozione di provvedimenti intesi a controllare l'uscita di fondi dal Giappone e all'eliminazione di ogni restrizione ai deflussi di fondi dagli Stati Uniti, lo yen si rivalutava del 3,5% rispetto al dollaro in febbraio e di un ulteriore 4,5% in marzo. Da allora la sua posizione è rimasta pressochè invariata e a fine maggio il cambio a pronti era di yen 280.

Su base commerciale ponderata, lo yen si è orientato verso il ribasso per tutto il periodo maggio-luglio, ha presentato un lieve miglioramento in agosto, per poi riprendere la sua tendenza al ribasso fino a raggiungere un nuovo minimo nel gennaio, allorchè su base commerciale ponderata ha segnato un livello inferiore di circa l'11% a quello del 19 marzo 1973. A partire da maggio 1974 questa flessione si era ridotta al 7% circa.

Dollaro canadese. Il dollaro canadese ha continuato a fluttuare senza una tendenza precisa e molto vicino alla parità con il dollaro durante i primi undici mesi del 1973, mentre le autorità sono intervenute saltuariamente per mantenere ordinate le condizioni di mercato. Sia il cambio a pronti sia quello a termine si sono scostati raramente da un'oscillazione compresa fra \$0,99-1,01, il che ha rappresentato un andamento davvero notevole, ove si considerino gli eccezionali movimenti del dol-

laro SU rispetto a numerose valute europee e, in misura minore, rispetto allo yen durante questo periodo e tenuto conto dell'importanza che i paesi cui appartengono queste valute hanno nella bilancia commerciale canadese. L'unico movimento di un certo rilievo del tasso a pronti anteriormente alla crisi petrolifera è rappresentato da una flessione assai lieve al di sotto della parità durante il terzo trimestre, dovuta alla presenza di più elevati saggi d'interesse a breve negli Stati Uniti.

Data la forte posizione del paese quanto al petrolio, il dollaro canadese si è rivalutato sensibilmente rispetto a quello SU a seguito della nuova situazione creata dalla crisi energetica. Alla fine del 1973 il cambio a pronti era di nuovo superiore alla parità rispetto al dollaro SU e questo andamento è continuato nei primi mesi del 1974. A fine maggio il cambio a pronti era di \$SU 1,04, toccando la punta più elevata dalla fine degli anni cinquanta. Naturalmente, calcolati sulla base ponderata del commercio estero, i movimenti nei tassi di cambio del dollaro canadese sono stati meno accentuati di quelli del dollaro SU, oscillando nel settembre 1973 fra l'1% al di sotto del livello del 19 marzo 1973 e quasi il 5% al di sopra di esso, nel maggio 1974.

Scellino austriaco. Alla fine di marzo 1973 le autorità austriache hanno deciso che, pur non partecipando il loro paese alla fluttuazione congiunta europea, esse sarebbero intervenute, se necessario su base informale, sul mercato, per mantenere lo scellino entro il 2,25% dei propri cambi indiretti con le valute del serpente. Decisivo, ai fini di questa scelta, nonostante il fatto che il disavanzo commerciale austriaco stesse aumentando sensibilmente, è stato il ruolo dominante della Germania agli effetti della posizione sull'estero dell'Austria; da esso sono anche dipese la rivalutazione del 2,25% dello scellino in marzo e la rivalutazione del 4,8% all'inizio di luglio. A metà maggio 1974, tuttavia, a causa della forte pressione al rialzo sullo scellino, l'ancoraggio non ufficiale alle valute del serpente è stato abbandonato, ampliando i margini di fluttuazione a più o meno il 4,5%. Contemporaneamente il livello al quale lo scellino è informalmente agganciato — su base ponderata commerciale — alle monete del serpente e al franco svizzero, è stato adeguato all'insù approssimativamente del 3%.

Considerando le tre principali fasi dell'andamento dei mercati dei cambi dall'inizio della fluttuazione congiunta, risulta che da metà marzo all'inizio di luglio 1973 lo scellino si è rivalutato del 22% rispetto al dollaro; ha subito un calo del 20% da questa data fino all'inizio di gennaio 1974, ed alla fine di maggio 1974 era superiore del 19% al suo minimo del gennaio. A metà 1974 risultava rivalutato dell'8%, su base commerciale ponderata, rispetto a metà marzo 1973.

Altre valute. Essendosi tutte venute a trovare al limite superiore rispetto al dollaro SU sia immediatamente prima della svalutazione del febbraio 1973, sia di nuovo alla fine del mese, le valute della Danimarca, Norvegia e Svezia hanno tutte e tre partecipato alla fluttuazione congiunta rispetto al dollaro a partire dalla metà di marzo 1973. Da allora fin all'inizio di luglio si sono rivalutate rispetto al dollaro di percentuali comprese fra il 12,5% nel caso della corona svedese ed il 15,5% per la corona norvegese. Alla fine di gennaio 1974 le valute della Danimarca e della Svezia erano scese dell'8-9%, al di sotto dei livelli che segnavano a metà marzo 1973

rispetto al dollaro; la corona norvegese, invece, ne era appena al di sotto grazie ad una rivalutazione del 5% in novembre e, alla fine di maggio, era inferiore del 3,5% alla punta massima di luglio rispetto al dollaro, mentre le valute della Danimarca e della Svezia erano del 7% circa al di sotto dei loro livelli massimi.

Il 4 giugno 1973 le autorità della Finlandia hanno lasciato fluttuare il marco finlandese che, dopo una rivalutazione del 5,5% alla fine di luglio, ha subito un calo dell'8,5% sino alla fine di gennaio 1974, recuperando poi questa perdita.

La peseta è rimasta agganciata al dollaro per tutto il 1973. Le autorità hanno fissato ristretti margini di intervento, modificati di volta in volta, entro il 2,25% da entrambi i lati della parità con il dollaro. Data la tendenza al ribasso del dollaro fino a luglio e la solida posizione della bilancia dei pagamenti della Spagna, ciò ha significato dover resistere a forti pressioni al rialzo sulla peseta finché la situazione è stata mutata dalla crisi del petrolio. La forte posizione del dollaro verso la fine del 1973 ha indotto le autorità a lasciar fluttuare la peseta dal 22 gennaio 1974, pur senza rinunciare agli interventi ufficiali. Da allora la peseta è rimasta entro i precedenti margini del 2,25% da entrambi i lati della parità con il dollaro.

La fluttuazione dello scudo portoghese è iniziata il 19 marzo 1973, manifestando una rivalutazione di circa il 15% rispetto al dollaro alla fine di luglio 1973 e poi invece - verso il gennaio 1974 - una flessione dell'8% rispetto al livello del marzo 1973. Alla fine di maggio lo scudo era aumentato del 3% rispetto a questo livello.

Altri sviluppi sui mercati dei cambi.

Oltre che per gli sviluppi nei tassi di cambio di cui si è parlato nella sezione precedente e nel Capitolo I della presente Relazione, il periodo sotto rassegna è importante per quanto riguarda i controlli amministrativi sui movimenti internazionali dei capitali nei principali paesi industriali. Mentre il dollaro SU stava indebolendosi nel corso del primo semestre del 1973, alcuni paesi europei hanno ampliato ulteriormente i loro controlli sugli afflussi di fondi. Successivamente, peraltro, sotto l'impatto della ripresa del dollaro e, insieme, della crisi petrolifera, tali controlli hanno cominciato ad essere eliminati ed hanno continuato ad esserlo dopo la rimozione, all'inizio del 1974, delle restrizioni SU sulle esportazioni di capitali. Tali sviluppi hanno rappresentato un passo importante verso una maggiore libertà. Nello stesso tempo, tuttavia, sono state introdotte nuove restrizioni sui deflussi di fondi in alcuni paesi la cui situazione dei conti con l'estero si era deteriorata nel corso del 1973 e nella prima parte del 1974.

La misura più rilevante in questo campo è stata la rimozione da parte degli Stati Uniti, alla fine di gennaio 1974, delle diverse restrizioni applicate, nel periodo 1963-68, sulle esportazioni di capitali effettuate da residenti; e cioè l'imposta di perequazione degli interessi sull'acquisto da parte di residenti americani di titoli esteri, le restrizioni sul trasferimento di fondi all'estero per investimenti diretti di società SU e il programma volontario di restrizioni del credito all'estero da parte delle banche e degli istituti finanziari SU.

Immediatamente dopo, il *Canada* ha abolito tutte le istruzioni relative all'exportazione di capitali e volte a prevenire il "passaggio" di fondi dagli Stati Uniti verso il resto del mondo. Fra queste figurano le istruzioni date ai residenti di non acquistare valori mobiliari soggetti all'imposta di perequazione degli interessi SU, quelle alle banche commerciali e ad altri istituti finanziari di evitare l'aumento oltre certi limiti delle loro posizioni attive nette in valuta estera nei confronti di residenti di paesi diversi dal Canada e dagli Stati Uniti, nonché quelle impartite nel 1968 alle società canadesi non finanziarie per garantire che i loro investimenti fuori del Canada e degli Stati Uniti fossero compatibili con l'accesso illimitato del paese al mercato dei capitali SU.

In *Germania* sono state adottate numerose misure per ridurre gli afflussi di fondi all'inizio del periodo sotto rassegna e precisamente nel febbraio 1973. Esse comprendono controlli sugli acquisti di azioni e gli investimenti diretti da parte di non residenti e sull'assunzione di prestiti e crediti esteri da parte di residenti. In giugno la cessione a non residenti di cambiali e altri analoghi titoli di credito spiccati su residenti tedeschi è stata assoggettata ad autorizzazione ufficiale, in pratica quindi non consentita. Immediatamente dopo la rivalutazione del marco il 29 giugno, la stipulazione di prestiti in valuta estera in connessione con le esportazioni di beni e servizi è stata limitata alla copertura dei rischi di cambio. Nello stesso tempo, il livello base oltre il quale veniva calcolata la riserva obbligatoria marginale sulle passività delle banche verso non residenti è stato ridotto del 25 % e, successivamente, di un ulteriore 15 % all'inizio di ottobre. Nel frattempo, alla fine di luglio, sono state rese più severe le restrizioni sugli acquisti di obbligazioni tedesche da parte di non residenti.

All'inizio del 1974 le autorità tedesche hanno cominciato ad allentare le restrizioni sugli afflussi di capitali. Dal 1° gennaio sono state pure abolite le riserve obbligatorie sull'incremento delle passività bancarie verso non residenti, mentre quelle sulle passività in essere venivano ridotte di 5 punti ciascuna, e cioè a 35, 30 e 25 % rispettivamente per i depositi a vista, vincolati e a risparmio. Nello stesso tempo, è stato esentato dall'obbligo del "Bardepot" (deposito in contanti) l'indebitamento all'estero per finanziare le importazioni. A tali misure il 1° febbraio, subito dopo la rimozione dei controlli sugli afflussi di capitali dagli Stati Uniti, è seguita l'abolizione della maggior parte delle restrizioni sull'indebitamento all'estero da parte di residenti tedeschi, sugli investimenti diretti e acquisti di titoli in Germania da parte di non residenti. E' stata però conservata la ritenuta sugli introiti derivanti ai non residenti da titoli a reddito fisso. Nello stesso tempo il rapporto Bardepot è stato ridotto dal 50 al 20 %.

In *Svizzera*, nuovi provvedimenti per controllare gli afflussi di fondi sono stati introdotti nel periodo immediatamente successivo alla fluttuazione del franco. All'inizio di marzo 1973 sono stati aumentati i coefficienti di riserva marginale sulle passività bancarie verso l'estero e fissati inoltre obblighi di riserva sulle consistenze di tali passività. I coefficienti applicati, diversi a seconda della natura delle passività e a seconda che esse fossero in valuta nazionale o estera, andavano dall'1 al 3 % per le consistenze e dal 7 al 56 % per gli aumenti oltre il livello registrato alla fine di febbraio. Verso la fine di marzo la quota autorizzata ai non residenti per la sottoscrizione di emissioni di obbligazioni in franchi svizzeri da parte di non residenti e il

collocamento privato di titoli in franchi svizzeri a medio termine è stata ridotta dal 40 al 35 %. Infine, a metà aprile 1973 il credito massimo in franchi svizzeri contraibile all'estero da parte di residenti senza autorizzazione ufficiale è stato ridotto da fr. sv. 1 milione a fr. sv. 500.000.

All'inizio di ottobre 1973, le autorità hanno cominciato a smantellare alcune delle restrizioni sugli afflussi e a ridurre il volume delle esportazioni di capitali. Con effetto dal 1° ottobre, sono stati aboliti: il saggio negativo d'interesse del 2 % per trimestre applicato dal giugno 1972 sugli aumenti dei depositi di non residenti in franchi svizzeri e l'obbligo, reintrodotta nel gennaio 1973, per le banche di bilanciare giornalmente le loro posizioni valutarie globali a pronti e a termine. In dicembre 1973, gennaio ed aprile 1974 le riserve obbligatorie minime da vincolare presso la Banca nazionale a fronte delle passività verso non residenti — che in ottobre erano state aumentate del 25 % — sono state ridotte di un ammontare complessivo del 55 %. In novembre, l'ammontare massimo complessivo dei prestiti esteri, che potevano essere emessi trimestralmente sul mercato interno dei capitali, è stato ridotto da fr. sv. 900 a 480 milioni e a fr. sv. 360 milioni in gennaio 1974 a valere per il primo trimestre. Nello stesso tempo i limiti trimestrali al collocamento di titoli a medio termine da parte di non residenti e ai prestiti autorizzati a non residenti sono stati portati al 75 % della media trimestrale per il 1973. Con effetto dal 1° febbraio sono stati aboliti il divieto di investimenti esteri in titoli nazionali ed in crediti ipotecari su immobili all'interno, l'obbligo di conversione per le esportazioni di capitale autorizzate e il limite del 35 % per le sottoscrizioni da parte di non residenti di emissioni obbligazionarie estere in franchi svizzeri. Alla fine di maggio veniva sospesa la raccolta di prestiti esteri sul mercato svizzero ed il collocamento in Svizzera di effetti a medio termine stilati in franchi svizzeri da parte di non residenti.

Nel *Belgio-Lussemburgo*, a seguito della crisi valutaria di febbraio-marzo 1973, è stato stabilito un diritto di commissione settimanale dello 0,25 % su tutti i saldi dei conti di non residenti convertibili in franchi belgi che eccedevano il livello medio del quarto trimestre 1972. Tale misura è stata sospesa in agosto, reintrodotta a metà settembre e di nuovo sospesa all'inizio del 1974. E' stata nuovamente autorizzata a partire dal 1° febbraio 1974 la corresponsione d'interessi su saldi in franchi belgi convertibili di non residenti. Nello stesso tempo è stato autorizzato il pagamento a non residenti dei proventi da investimenti e la concessione ai medesimi di crediti in valuta estera attraverso il mercato ufficiale dei cambi. In settembre e di nuovo in novembre 1973 sono stati ridotti i limiti posti in marzo 1972 alle passività bancarie nette a pronti verso l'estero in franchi belgi convertibili ed in valute estere negoziabili sul mercato ufficiale dei cambi.

Nei *Paesi Bassi*, all'inizio della fluttuazione congiunta nel marzo 1973, è stato imposto un obbligo di riserva del 50 %, elevato in aprile all'80 %, su qualsiasi posizione netta passiva in fiorini delle banche dei Paesi Bassi nei confronti di non residenti ed applicato un onere per interessi negativi dello 0,25 % per settimana ad ogni ulteriore aumento nei depositi in fiorini di non residenti. Ambedue le misure sono state abolite nel maggio 1973, allorchè si sono verificate fuoruscite di fondi dai Paesi Bassi. Il 1° febbraio 1974 sono state eliminate le restrizioni introdotte in settembre

1971 per gli operatori esteri che intendessero acquistare da residenti obbligazioni quotate in fiorini, il che ha significato l'abolizione del mercato valutario separato dei fiorini (il cosiddetto circuito "O" del fiorino) in cui venivano trattati i proventi delle vendite di tali obbligazioni effettuate da non residenti.

In *Francia*, dopo la decisione di partecipare alla fluttuazione congiunta, è stata introdotta in marzo 1973 tutta una serie di misure volte a scoraggiare i non residenti dal possedere averi di franchi a pronti e a termine (vedasi la 43a Relazione annuale, pag. 167). Esse sono state seguite in aprile dalla liberalizzazione della regolamentazione degli acquisti a termine di valuta e della concessione da parte di residenti di crediti all'esportazione. Alcuni nuovi provvedimenti per scoraggiare gli afflussi ed incoraggiare i deflussi sono stati presi durante l'estate, mentre il franco era ancora relativamente forte. Alla fine di luglio la riserva obbligatoria per le passività complessive in franchi delle banche verso non residenti è stata portata dal 12 al 14%. In agosto, c'è stato un notevole aumento delle somme che i residenti erano autorizzati a portare nei viaggi, nonché dei trasferimenti autorizzati per l'acquisto di case e regali a parenti residenti all'estero. Inoltre è stata data una maggiore libertà ad esportatori ed importatori per quanto riguarda i regolamenti e l'assunzione della copertura a termine.

Dopo la crisi valutaria di settembre, tuttavia, questo andamento si è invertito. In ottobre sono state abolite tutte le restrizioni del marzo 1973 sugli afflussi di fondi; all'inizio di gennaio 1974 le imprese interne operanti nel settore dell'energia sono state incoraggiate ad accendere prestiti a medio e a lungo termine sui mercati esteri ed internazionali; e dopo il ritiro del franco dalla fluttuazione congiunta, si sono avute diverse nuove variazioni nei controlli valutari, tra cui il divieto di prestiti in franchi a non residenti, la rimozione della riserva obbligatoria per le passività in franchi delle banche verso non residenti, la limitazione di acquisti di valuta a termine a copertura degli impegni di importazione per un periodo non superiore ai tre mesi e l'obbligo di riscuotere, entro sei mesi, i crediti relativi alle esportazioni. Contemporaneamente il massimo che i residenti possono prendere in prestito all'estero senza precedente autorizzazione è stato portato da fr.fr. 2 a 10 milioni e sono state eliminate tutte le restrizioni sulle vendite a termine di valuta estera.

In *Italia*, durante tutto il periodo sotto rassegna, sono stati adottati provvedimenti sia per limitare i deflussi di capitali che per contenere l'ampliarsi del disavanzo della bilancia delle partite correnti. Nel luglio 1973, i residenti italiani che intendevano fare nuovi investimenti all'estero sono stati obbligati a depositare in conti infruttiferi presso la Banca d'Italia una somma pari al 50% dei loro investimenti e conservare tali saldi fino alla liquidazione degli investimenti e al rimpatrio dei proventi. Contemporaneamente i pagamenti anticipati per importazioni sono stati limitati a quelli effettuati in valuta estera acquistata da banche italiane. Nel marzo 1974 le importazioni e le esportazioni di banconote italiane da parte di residenti e di non residenti sono state ristrette a lire 20.000 a persona per ogni viaggio; i limiti sono stati portati a lire 35.000 in maggio. Molto più importante il provvedimento che all'inizio di maggio ha sottoposto la maggior parte delle merci importate, con esclusione delle

materie prime e delle attrezzature, all'obbligo di un deposito in contanti a sei mesi, infruttifero, pari al 50% del valore c.i.f. delle merci. Per rafforzare l'efficacia di tali provvedimenti, alle banche italiane non è stato più permesso di garantire i crediti concessi dagli esportatori esteri agli importatori italiani. Contemporaneamente, la somma in valuta estera che i residenti italiani sono autorizzati a portare nei viaggi all'estero è stata ridotta da lire 500.000 per viaggio a lire 500.000 per anno.

Nel *Regno Unito* le più importanti misure prese durante il periodo in esame sono state quelle intese a facilitare il finanziamento del disavanzo delle partite correnti. Esse tendevano a rendere il paese forte importatore netto di capitali a lungo termine. Dal marzo 1973 è stata reintrodotta la garanzia di cambio, abolita un anno prima, sull'indebitamento all'estero in dollari da parte di enti pubblici per periodi di durata pari o superiore a cinque anni. In ottobre queste disposizioni sono state ampliate per includere, in determinati casi, anche i prestiti con queste caratteristiche stilati in altre valute. Contemporaneamente, è stato ridotto da cinque a due anni il periodo minimo per il quale è consentito agli altri residenti del Regno Unito di attingere prestiti in valuta estera per destinarne il ricavato a spese all'interno. Alla fine di marzo 1974 queste misure sono state rafforzate da un ulteriore inasprimento delle disposizioni relative agli investimenti all'estero, diretti e di portafoglio, da parte di residenti del Regno Unito. Anzitutto gli investimenti nei paesi della zona della sterlina ed in quelli della Comunità economica europea non potevano in genere essere più finanziati con il ricorso al mercato ufficiale dei cambi, ma, analogamente a quanto avviene per i paesi non appartenenti alla zona della sterlina e alla CEE, con valuta ottenuta sul mercato del dollaro d'investimento o attraverso prestiti all'estero. In secondo luogo, i proventi della vendita, da parte di residenti britannici, di investimenti diretti in paesi esterni alla zona della sterlina ad esclusione di quelli della CEE, devono essere ceduti per intero e non più solo per il 25% sul mercato ufficiale dei cambi, mentre il 25% del ricavato delle vendite di titoli dei paesi della zona della sterlina stilati nelle valute di questi paesi deve ora in genere essere ceduto sul mercato ufficiale dei cambi.

Gli accordi relativi alla garanzia di cambio per la sterlina, stipulati originariamente nel 1968 con i singoli paesi della zona della sterlina e poi per la maggior parte rinnovati per altri due anni nel 1971, sono scaduti il 24 settembre 1973. Il governo del Regno Unito si è tuttavia offerto unilateralmente di prorogarli per altri sei mesi e la maggior parte dei paesi che in passato aveva stipulato tali accordi ha accettato l'offerta. La garanzia operava qualora durante il semestre la media dei cambi giornalieri della sterlina rispetto al dollaro fosse risultata inferiore a \$ 2,4213 (finora \$ 2,3760). Il 1° aprile 1974 l'offerta è stata rinnovata, per coprire il periodo sino alla fine dell'anno. Da tale data, tuttavia, la garanzia è espressa in termini della variazione effettiva del cambio (ponderato su base commerciale) della sterlina, misurata in rapporto ad un gruppo di dieci delle principali valute estere. Il cambio effettivo della sterlina, sul quale è basata la nuova garanzia, è stato fissato al livello del deprezzamento medio della sterlina rispetto alle parità smithsoniane o ai cambi centrali delle dieci valute interessate durante il periodo 25 settembre 1973-31 marzo 1974, cioè al 18,35% al di sotto del livello smithsoniano. Contemporaneamente è stata ridotta del 10% la quantità minima in sterline necessaria per poter fruire della garanzia.

In *Giappone*, in seguito alla massiccia inversione di tendenza della bilancia dei pagamenti da un saldo attivo ad uno passivo, iniziata nel marzo 1973, dall'autunno dello scorso anno sono state effettuate numerose modifiche delle norme valutarie tendenti sia a ridurre le restrizioni agli afflussi di fondi di non residenti sia a limitare la fuoruscita di capitali di residenti. Quanto agli afflussi di fondi di non residenti, nell'ottobre 1973 si è permesso di nuovo agli stranieri di aumentare i loro averi in azioni giapponesi ed in dicembre quelli in titoli ad interesse fisso; nel novembre e nel dicembre 1973 si è provveduto a liberalizzare la conversione di valuta estera in yen da accreditarsi in conti liberi di non residenti; in dicembre veniva abbassata dal 50 al 10% la riserva obbligatoria sull'incremento dei conti in yen liberi e in febbraio si permetteva alle imprese giapponesi, soprattutto quelle dei settori dell'energia, di contrarre all'estero prestiti maggiori che in passato. Oltre a ciò, da novembre veniva abolito l'obbligo imposto ai non residenti di convertire immediatamente in valuta estera il 90% dei proventi delle emissioni obbligazionarie private stilate in yen sul mercato giapponese, mentre, fra novembre e febbraio, sono state progressivamente eliminate le restrizioni alla conversione in yen dei proventi anticipati delle esportazioni da parte di non residenti.

Quanto alla fuoruscita di fondi di residenti e ai loro averi in valuta estera in conto corrente, nel dicembre 1973 è stata fissata a \$3.000 per viaggio la quota in valuta, precedentemente non soggetta a limiti. Nell'aprile 1974 tale quota veniva portata a \$1.500 e quella in biglietti e moneta a yen 30.000 da 100.000 che era precedentemente. Alla fine di febbraio 1974 sono stati ridotti i saldi in valuta estera che i residenti potevano detenere presso banche giapponesi.

Nel gennaio 1974 il programma di prestiti alle imprese nazionali aventi connessione con il commercio estero e con gli investimenti - introdotto nel settembre 1972 e prorogato in maggio 1973 - è stato limitato alle industrie "essenziali" ed è stata abbassata dal 90 al 50% la quota in valuta estera di tali prestiti che gravava direttamente sulle riserve monetarie del paese. Sempre per quanto riguarda gli investimenti all'estero, nell'aprile 1974 sono state adottate misure per arrestare la fuoruscita di fondi per progetti che non fossero destinati ad acquisire o sfruttare risorse naturali indispensabili. Precedentemente, nel dicembre del 1973, era stato fatto divieto ai residenti di mutuare valuta estera per l'acquisto di proprietà in altri paesi, mentre si era consentito alle società giapponesi di emettere titoli all'estero per finanziare investimenti al di fuori del Giappone. Quanto agli investimenti dei residenti in titoli esteri a breve, nel novembre 1973 erano state imposte restrizioni, prorogate poi nel gennaio di quest'anno.

In *Austria*, alla fine del 1973, è stato prorogato per altri sei mesi il gentleman's agreement dell'agosto 1971 fra la Banca nazionale austriaca e le banche che stabiliva che queste ultime versassero in conti infruttiferi presso la Banca nazionale il 75% di qualsiasi aumento delle passività in scellini verso non residenti e non aumentassero la loro liquidità interna con cessioni di attività in valuta estera o con l'estinzione anticipata di prestiti esteri. Nel marzo 1974 questo accordo è stato poi reso alquanto meno severo spostando dal 13 agosto 1971 al 31 dicembre 1973 la data di riferimento ai fini del calcolo dell'incremento nelle passività verso l'estero. Parimenti prorogate

sino alla fine di giugno 1974 furono le misure del novembre 1972 con le quali si limitavano gli acquisti di titoli austriaci e di proprietà immobiliari da parte di non residenti ed i prestiti all'estero accessi da residenti e destinati a finanziare le importazioni o l'investimento interno.

In *Norvegia*, nel luglio 1973, si è provveduto a rendere alquanto meno restrittive le misure molto rigorose concernenti gli acquisti di azioni di banche ed industrie norvegesi ad esclusione di quelle delle compagnie di assicurazione, petrolifere e di navigazione da parte di non residenti. Da tale data tali acquisti vengono, in linea di massima, autorizzati, purchè le azioni richieste siano quotate in borsa e non comportino l'acquisizione del controllo di società nazionali da parte di non residenti.

In *Finlandia*, successivamente alla fluttuazione del marco finlandese, nel giugno 1973 è stato introdotto un sistema di pagamenti in contanti per le importazioni di beni di consumo (incluse le automobili) ed è stato imposto l'obbligo di speciali depositi presso la banca centrale per le importazioni di capitale a lungo termine.

In *Portogallo* all'inizio di maggio 1974 è stato fissato ad un massimo di escudos 25.000 a persona l'importo in valuta nazionale o estera autorizzato per ogni viaggio all'estero dei residenti in precedenza illimitato; si richiedeva inoltre a questi ultimi di non portar fuori dal paese gioielli o altri oggetti di valore.

In *Turchia* a metà maggio 1974 la sterlina è stata rivalutata del 3,7% rispetto al dollaro SU ed il cambio di £T 14 = \$SU 1 in vigore dal riallineamento monetario del dicembre 1971 è divenuto di £T 13,50 = \$SU 1.

Nei paesi della zona della sterlina vi sono state numerose variazioni dei tassi di cambio durante il periodo in esame. In *Australia* il dollaro è stato rivalutato del 5% nel settembre 1973 e la nuova parità fissata a \$A 1 = 1,09578 grammi di oro fino e il cambio del dollaro a \$A 0,67 = \$SU 1. In ottobre sono stati elevati dal 25 al 33,33% i depositi obbligatori sui nuovi prestiti contratti all'estero.

In *Nuova Zelanda*, nel luglio 1973 il dollaro è stato rivalutato del 3% ed in settembre di un ulteriore 10% rispetto al dollaro SU. Da allora la parità è stata \$NZ 0,68 = \$SU 1.

In *Sud Africa*, il rand si è rivalutato dell'11,1% rispetto al dollaro in seguito alla svalutazione di quest'ultimo nel febbraio 1973. All'inizio di giugno le autorità decidevano di non mantenere il tasso di cambio con il dollaro entro i margini fissati da ambo i lati della parità ed annunciavano nuovi cambi all'acquisto e alla vendita rispetto al dollaro equivalenti a una ulteriore rivalutazione del rand di circa il 5%. Nel settembre 1973 il Sud Africa ha accettato gli obblighi previsti dall'Articolo VIII dello Statuto del FMI.

In *Islanda*, la corona, svalutata contemporaneamente al dollaro nel febbraio 1973, è stata poi rivalutata tre volte, in aprile, giugno e settembre 1973, passando ad un cambio di cor.islandesi 84 = \$SU 1. Dall'inizio del nuovo anno si è permesso

che il cambio scendesse fino a raggiungere cor.islandesi 89,10 = \$SU 1 il 17 maggio, quando la parità è stata di nuovo corretta e portata a cor.islandesi 92,80 = SU \$1.

Oltre a questi sviluppi, nel giugno 1973 *Singapore* e la *Malaysia* hanno sganciato le loro monete dal dollaro iniziando a fluttuare indipendentemente da questo, seguite da *Cipro* in luglio e dal *Malawi* in novembre. Nel febbraio 1974 le *isole Figi* si sono sganciate dalla parità con la sterlina ancorandosi al dollaro al cambio di \$Figi 1,25 = \$SU 1.

Nell'area del franco francese nel gennaio 1974 l'Unione monetaria dell'Africa occidentale è stata rinnovata con alcune modifiche. Da questa data la Francia garantisce le attività di riserva in franchi francesi dei membri dell'Unione (Dahomey, Costa d'Avorio, Niger, Senegal, Togo e Alto Volta) in termini di oro al prezzo ufficiale, di DSP e dell'Unità europea di conto. Nello stesso tempo questi paesi sono ora obbligati a mantenere solo il 60% delle loro riserve valutarie - invece del 100% - presso il Tesoro francese. Dopo la decisione di sganciare il franco francese dalla fluttuazione congiunta delle monete europee rispetto al dollaro, tutte le valute dell'area del franco sono rimaste ancorate al franco.

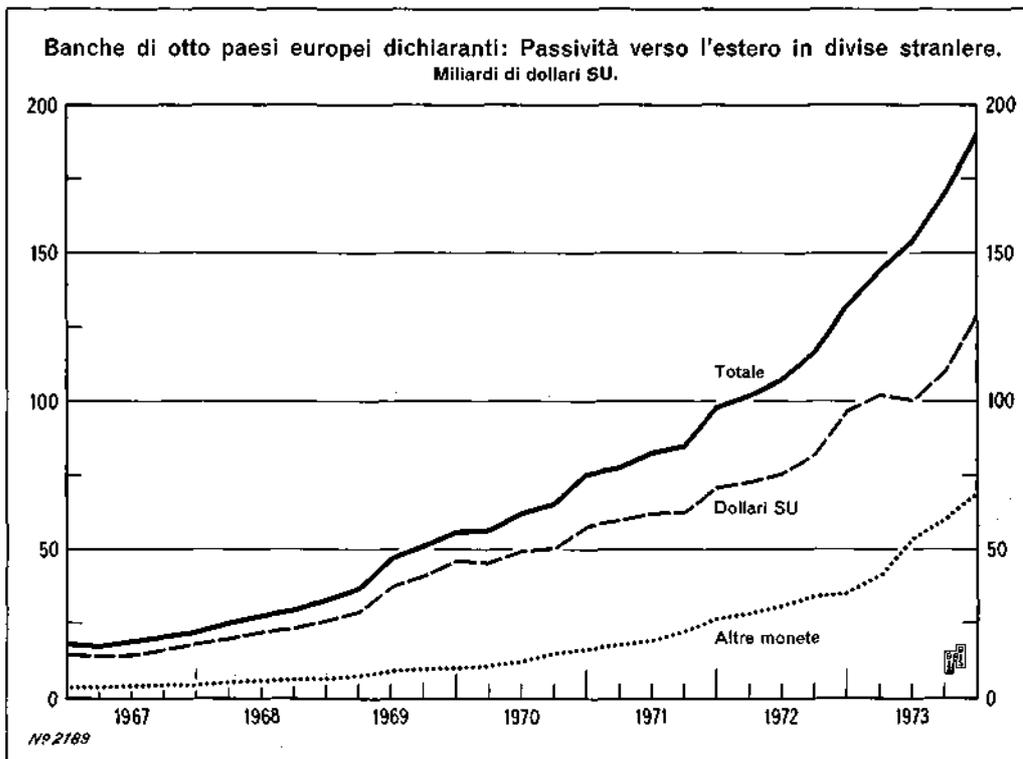
In *Argentina* durante il periodo in esame il tasso di cambio ufficiale è rimasto a pesos 5 = \$SU 1 e il tasso finanziario a pesos 9,98. Tuttavia, la percentuale di transazioni valutarie da regolarsi attraverso il mercato finanziario ha continuato ad aumentare. Dal luglio 1973 si è richiesto ai residenti di cedere sul mercato finanziario entro 30 giorni dall'incasso i proventi in valuta non derivanti dalle esportazioni; dall'agosto 1973 tutti i pagamenti per importazioni dei paesi appartenenti alla Associazione di libero scambio dell'America latina devono avvenire mediante valuta acquistata sul mercato finanziario. In *Brasile* dalla fine di maggio 1973 la parità rispetto al dollaro è stata modificata sei volte con una svalutazione totale del 7%. Alla fine di maggio 1974 il cambio con il dollaro era di cruz. 6,55. In *Cile* il sistema di cambi multipli, già alquanto semplificato in luglio, è stato ridotto ad un sistema di doppio mercato. All'inizio dell'ottobre 1973 è stato fissato un tasso di scudi 280 = \$SU 1 per il commercio estero e le transazioni finanziarie autorizzate ed uno di scudi 850 = \$SU 1 per il turismo. Da allora il tasso di cambio principale ha subito parecchie svalutazioni per un totale del 58% e a fine maggio 1974 era di scudi 660 = \$SU 1; il tasso di cambio per il turismo è stato, invece, rivalutato complessivamente del 18%, divenendo di scudi 720 = \$SU 1.

In *Colombia* nel periodo in esame la moneta si è svalutata del 9% circa rispetto al dollaro SU, passando da pesos 23,4 a pesos 25,6. Verso la metà del 1973 è stato abolito il deposito obbligatorio del 50% sugli acquisti di valuta estera per scopi di viaggio. In *Costarica* il duplice sistema di cambi è stato abolito nell'aprile 1974 quando, con una svalutazione del 23%, il saggio ufficiale è stato allineato a quello del mercato libero di colon 8,6 = \$SU 1. In *Uruguay* nel periodo fine maggio 1973 - fine aprile 1974 il peso è stato deprezzato dieci volte rispetto al dollaro con una svalutazione totale del 20% che ha portato la parità a pesos 1.084 = \$SU 1. In tal modo il tasso di cambio ufficiale e quello del mercato libero erano mantenuti per la maggior parte del tempo piuttosto vicini.

V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE E DELLE EUROBLIGAZIONI.

Il mercato delle eurodivise.

L'espansione del mercato delle eurodivise nel 1973 è stata, ancora una volta, assai rapida. Le attività e passività verso l'estero in divise estere delle banche di otto paesi europei dichiaranti sono salite del 43 e del 45% rispettivamente, sino a raggiungere \$189 e 191 miliardi. Sono questi i più elevati incrementi percentuali dal 1969, quando il mercato era stato gonfiato dai cospicui indebitamenti in eurodollari contratti da banche negli Stati Uniti. Gli aumenti di \$57 miliardi per le attività e di \$60 miliardi per le passività sono, in valore assoluto, di gran lunga i più ampi mai registrati. Al netto di talune duplicazioni, ma al lordo delle posizioni nei confronti dei residenti, si può stimare che il volume globale degli eurocrediti in essere attra-



verso le banche degli otto paesi europei dichiaranti sia salito di circa \$40 miliardi sino a \$132 miliardi e che la componente in dollari sia aumentata di \$26 miliardi sino a raggiungere \$97 miliardi. Se si tiene conto dei centri operativi in eurodivise al di fuori dell'Europa, come le Bahama, dove lo scorso anno le posizioni bancarie sull'estero hanno registrato un saggio di sviluppo di quasi il 90%, il volume dei

crediti in valute estere in essere a fine 1973, al netto delle duplicazioni, può essere ritenuto approssimativamente eguale a \$155 miliardi, rispetto a \$105 miliardi circa a fine 1972.

Nel primo trimestre del 1974 il mercato ha continuato la sua vigorosa espansione. Sulla scorta delle prime risultanze si può calcolare che a fine marzo il volume del credito in eurodivise si sia ragguagliato per le banche europee dichiaranti a \$145 miliardi che salgono a \$170 miliardi se si aggiungono le banche degli altri centri operativi.

Principali fattori espansivi. Il rapido sviluppo del mercato delle eurodivise nel periodo sotto rassegna è dovuto all'effetto di vari fattori esogeni che si sono combinati con la dinamica interna propria del mercato stesso. Nel corso degli ultimi anni il crescente numero di banche che hanno fatto il loro ingresso sul mercato delle eurodivise, nonché l'inasprirsi dei controlli valutari sull'indebitamento in eurodivise in parecchi paesi industriali, hanno accentuato la concorrenza bancaria dando luogo alla frenetica ricerca di nuovi clienti e alla creazione di nuovi strumenti finanziari. Un terreno dove questi sforzi hanno sortito buoni frutti per le eurobanche è stato quello dei prestiti ai paesi in via di sviluppo. Sulla base di stime approssimative ma piuttosto prudenti, si può ritenere che i crediti in eurodivise accordati a medio e lungo termine a tali paesi siano saliti, da \$1,8 e 4,5 miliardi del 1971 e 1972 rispettivamente, a \$10 miliardi nel 1973: la maggior parte di tali prestiti è suscettibile di rinnovo a scadenza.

In effetti, i crediti rinnovabili, i cui saggi d'interesse sono periodicamente rivisti in connessione con l'andamento dei tassi interbancari, hanno rappresentato per le eurobanche nel 1973 un secondo fertilissimo terreno. Sebbene questo strumento fosse utilizzato da molti anni, il suo impiego è stato favorito nel 1973 dal generale clima di incertezza ed inflazione. La tecnica del rinnovo ha consentito alle banche di offrire elevate remunerazioni sui depositi a breve a quei clienti che non intendevano vincolare le loro disponibilità per lunghi periodi a saggi d'interesse predeterminati. Nel contempo, sempre grazie a tale tecnica, le banche hanno potuto impiegare queste disponibilità a lungo termine senza rischio di trovarsi a loro volta pressate da eventuali aumenti dei tassi passivi. I mutuatari hanno fruito del vantaggio di essere protetti dal rischio di trovarsi vincolati al pagamento di interessi eccessivi nel caso di eventuali rallentamenti del processo inflazionistico; inoltre, dal momento che i crediti rinnovabili sono di solito rimborsabili senza penalità prima della scadenza, i mutuatari rimangono liberi di rifinanziarsi successivamente sul mercato obbligazionario o in altre valute.

Altro accorgimento dimostratosi assai efficace è stata la tecnica del prestito consorziato, vale a dire l'assunzione del medesimo suddivisa tra un numero piuttosto ampio di banche. Ciò serve praticamente a rimuovere ogni limitazione sulla grandezza del prestito che il mercato può consentire. Laddove sul mercato delle euroobbligazioni, ad esempio, le più grosse emissioni non sono mai andate oltre \$100 milioni, il mercato delle eurodivise ha potuto far fronte a prestiti di \$1.000 milioni e più. Questa capacità di assorbimento si è rivelata di particolare utilità nel 1973 a causa del crescente ricorso al mercato delle eurodivise da parte degli organismi pub-

blici e semipubblici bisognosi di amplissimi crediti e alle prese col volume sempre più cospicuo dei finanziamenti richiesti dai vasti programmi nel settore dell'energia. Il volume globale dei nuovi prestiti consorziati in eurodivise, a carattere generalmente rinnovabile, può ritenersi cresciuto da \$ 11 miliardi circa nel 1972 a \$ 22 miliardi nel 1973 e può stimarsi a \$ 14 miliardi circa nel solo primo trimestre del 1974.

Oltre che da questi fattori di portata più vasta, il ritmo di crescita estremamente rapido del mercato delle eurodivise nel 1973 è stato influenzato da numerosi altri più specifici elementi. Volgendo dapprima l'attenzione all'aspetto del mercato relativo agli utilizzi, si osserva che, specialmente durante il primo trimestre del 1973, si è talora manifestata una cospicua domanda di fondi in dollari per scopi speculativi e per riporti. Altro fattore è stata la debolezza dei mercati azionari ed obbligazionari, specialmente di quello delle euroobbligazioni, che ha provocato un più intenso ricorso dei mutuatari ai mercati creditizi bancari. Inoltre, per motivi connessi alla bilancia dei pagamenti, gli organismi pubblici dell'Italia e del Regno Unito sono stati ufficialmente incoraggiati a coprire i loro fabbisogni finanziari mediante debiti in eurodivise; l'ammontare così raccolto dai due paesi nel 1973 si è ragguagliato a \$ 6,7 miliardi. Infine, in conseguenza della forte impennata del commercio internazionale e dell'aumento dei prezzi delle materie prime, è anche aumentato il ricorso all'eurocredito per finanziare il commercio medesimo.

Dal lato dell'origine dei fondi sul mercato, il balzo nei saggi di remunerazione dei depositi ha nuovamente avuto gran successo nell'attrarre nuove disponibilità. Tale fenomeno è stato intensificato dall'ulteriore inasprirsi dei controlli sulle entrate di fondi esteri in vari paesi dell'Europa continentale e dalla circostanza che in numerosi paesi i saggi d'interesse sui depositi in valuta nazionale hanno solo parzialmente rispecchiato, a causa di rigidità istituzionali e di restrizioni ufficiali, il corso accelerato dell'inflazione. Come in anni precedenti, un'ulteriore importante influenza espansiva dal lato dell'offerta è stata dispiegata dai depositi delle autorità monetarie ufficiali, ragguagliatisi a circa \$ 8-10 miliardi. Il principale motivo di quest'incremento va ricercato nell'aumento piuttosto forte delle riserve dei paesi in via di sviluppo, a sua volta in parte originato dall'indebitamento di questi paesi sull'euromercato. Ed ancora, il continuo veloce sviluppo, per lo meno in termini nominali, degli aggregati monetari interni di molti paesi industriali ha indubbiamente contribuito all'ulteriore massiccia espansione del mercato.

Contrariamente alle previsioni spesso formulate, la fluttuazione dei cambi ed il capovolgimento da passiva ad attiva della bilancia dei pagamenti SU non paiono aver costituito per il mercato una pesante palla al piede. Infatti, anche tenendo conto delle influenze meramente stagionali, il suo sviluppo sembra essersi accelerato nel secondo semestre del 1973.

Il primo trimestre del 1974 ha visto consolidarsi ulteriormente le forze espansive agenti sul mercato. Dal lato degli impieghi, è salito notevolmente l'indebitamento del settore pubblico in conseguenza della necessità di finanziare i disavanzi prevedibilmente determinati dalla crisi del petrolio nelle bilance dei pagamenti. Le sole agevolazioni creditizie concesse da sindacati di eurobanche a governi e pubblici organismi di Francia, Italia e Regno Unito si sono ragguagliate a \$ 8 miliardi, dei quali peraltro

solo poco meno di metà sono stati effettivamente utilizzati. Altri mutuatari hanno coperto una quota pari a circa \$6 miliardi di nuove facilitazioni creditizie a medio e lungo termine in eurodivise, delle quali quasi \$3 miliardi vanno addebitati a paesi in via di sviluppo. Nel caso del Giappone le banche sono state invitate a rivolgersi all'estero per ottenere fondi; le loro passività esterne lorde sono salite nel primo trimestre dell'anno corrente di \$5 miliardi, gran parte dei quali sono stati probabilmente raccolti sul mercato delle eurodivise. Altro importante fattore espansivo, anch'esso in parte associabile alle ripercussioni del prezzo del petrolio sulle bilance dei pagamenti, è stata la rimozione, o l'attenuazione, dei controlli sulle entrate di capitali nei paesi europei continentali. Questa tendenza potrebbe sortire qualche effetto positivo sulla qualità del credito in eurodivise, contribuendo a ripristinare le eurobanche nella loro posizione chiave di prestatrici alla clientela imprenditoriale europea di prim'ordine, la cui rilevanza agli effetti dei bilanci bancari è andata declinando negli ultimi anni.

Dal lato dell'origine dei fondi sul mercato, già si è andata manifestando qualche avvisaglia di un più ampio afflusso dai paesi esportatori di petrolio. Un ulteriore importante avvenimento è consistito nello smantellamento delle misure restrittive inerenti alla bilancia dei pagamenti SU. Ciò sembra aver dato luogo ad una considerevole affluenza di fondi SU al mercato, in modo particolare investiti a Londra in certificati di deposito in dollari a medio termine; le banche RU hanno infatti registrato, nei tre mesi sino a metà aprile, un incremento di \$3 miliardi, pari quasi al 30%, in tale categoria di passività. Più generalmente, l'abolizione dei controlli sui capitali SU darà luogo ad un'ulteriore integrazione del mercato delle eurodivise con quelli finanziari SU. I saggi dell'eurodollaro tenderanno a legarsi ancor più strettamente che per l'innanzi alla dinamica dei saggi d'interesse negli Stati Uniti. Ciò implica che ogni eccedenza nell'offerta o nella domanda di eurodollari che potrà risultare, ad esempio, dall'impiego di saldi attivi dei paesi produttori di petrolio o dalla concessione di prestiti a paesi deficitari dovrà essere verosimilmente controbilanciata da flussi verso, o da, gli Stati Uniti senza che si verifichino amplissime variazioni nei saggi d'interesse dell'eurodollaro rispetto a quelli correnti negli Stati Uniti medesimi.

Andamento trimestrale del 1973. In considerazione delle marcate variazioni strutturali che hanno contraddistinto lo sviluppo del mercato nel corso del 1973, è assai interessante esaminare lo sviluppo medesimo trimestre per trimestre.

Nei primi tre mesi dello scorso anno il mercato delle eurodivise è stato dominato dagli eventi occorsi sui mercati dei cambi. Il crollo della fiducia nel dollaro ha determinato una forte domanda di fondi in eurodollari, specialmente da parte delle stesse banche, da convertire in valute nazionali o di paesi terzi. Nel contempo, i detentori di depositi in dollari hanno manifestato la tendenza al prelievo delle loro disponibilità o alla conversione delle medesime in altre valute. Tale coincidenza tra maggior domanda e minor offerta di eurodollari ha dato luogo ad un brusco aumento dei relativi saggi d'interesse che, di per se stesso, ha agito nel senso di contenere sia l'indebitamento in tale valuta per scopi speculativi o di riporto, sia i prelievi netti dei depositanti. In realtà, se l'aumento dei saggi d'interesse non avesse prodotto altro che questo, il mercato non avrebbe contribuito in gran misura alla generale pressione al ribasso del dollaro sul mercato dei cambi. Ma i più elevati saggi dell'eurodollaro

hanno comportato l'ampliamento del premio sui correlativi saggi degli Stati Uniti. Di conseguenza, si è manifestata la tendenza a spostare l'indebitamento in dollari dall'euromercato agli Stati Uniti, mentre, al tempo stesso, i residenti SU e altri detentori non SU, sia privati che ufficiali, di dollari hanno preso a trasferire i loro saldi in tale valuta dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro. Queste uscite nette dagli Stati Uniti di moneta attratta dai saggi d'interesse, sebbene abbiano contribuito a ripristinare l'equilibrio sul mercato dell'eurodollaro, hanno aggravato la debolezza del dollaro sul mercato dei cambi.

La dinamica ora descritta si è in parte rispecchiata nelle statistiche relative alle eurodivise. Il movimento più sensazionale è stato il capovolgimento di \$5,2 miliardi che ha portato da attiva a passiva la posizione esterna netta in dollari delle banche europee dichiaranti. Si può stimare che, mentre i crediti in dollari delle banche verso residenti sono saliti di \$0,7 miliardi, le banche abbiano convertito circa \$4,5 miliardi da dollari in altre valute; praticamente l'intero movimento ora descritto sembra aver avuto luogo in febbraio e marzo. Parte delle conversioni di dollari in altre valute è probabilmente dovuta alle banche, le quali potrebbero esse stesse aver sviluppato una posizione a breve in dollari o, in considerazione dell'ampio sconto a termine del dollaro, potrebbero aver effettuato tali conversioni operando con copertura per motivi di arbitraggio sugli interessi. Ma, probabilmente, più importante è stato il fatto che le banche si sono trovate a dover fronteggiare una forte offerta di dollari a termine da parte di loro clienti e hanno coperto tali acquisti prendendo a prestito dollari e vendendoli a pronti.

Per contro, a causa probabilmente del forte incremento dei saggi d'interesse e della politica creditizia delle banche, le statistiche non pongono in particolare evidenza l'accelerazione dell'indebitamento in eurodollari da parte di prenditori non bancari. Le cifre globali potrebbero comunque nascondere una flessione dei prestiti non bancari in eurodollari contratti per fini diversi, che sia stata compensata da altri prestiti accesi per motivi speculativi o di riporto. Analogamente, il continuo aumento dei depositi in eurodollari di operatori non bancari va senza dubbio attribuito al fatto che i fondi in dollari tolti dalle banche per timori circa il cambio sono stati più che bilanciati da altri nuovi fondi attirati sul mercato dall'alto livello dei saggi d'interesse. Infatti, è risultato di chiara evidenza il dirigersi di fondi dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro, essendo aumentate le passività delle eurobanche verso quel paese di \$2 miliardi e cioè del 25%. Inoltre, questa cifra non rappresenta il flusso totale, in quanto essa non comprende i fondi SU che possono essere affluiti sul mercato attraverso paesi terzi o quelli trasferiti dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro da detentori non SU, ufficiali e privati, di dollari.

La situazione dei mercati dei cambi si è anche rispecchiata nella espansione del mercato delle eurodivise quale risulta dalla sua composizione nelle varie valute. Mentre le attività esterne in dollari delle banche dichiaranti non hanno praticamente manifestato alcun incremento nel primo trimestre, le loro attività in altre divise estere sono salite di \$9,3 miliardi. Dal lato dell'offerta, il quadro è alquanto diverso: si è avuto un aumento delle passività in dollari per \$5,3 miliardi e di quelle in altre divise estere per \$6,7 miliardi. Comunque, dell'espansione nelle attività e passività non in dollari circa \$3-4 miliardi vanno attribuiti al risultato delle variazioni dei tassi di cambio.

**Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari
e altre valute estere.**

A fine mese	Dollari		Altre valute estere							
	Totale	di cui settore non bancario	Totale	di cui					Fiorini	Franchi francesi
				Settore non bancario	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Sterline			
milioni di dollari SU										
Passività										
1967 Dicembre .	18.120	4.680	4.330	470	1.670	1.400	800	100	150	
1968 Dicembre .	26.870	6.240	6.890	1.040	3.010	2.290	800	250	230	
1969 Dicembre .	46.200	10.460	10.640	1.320	4.640	4.030	810	350	210	
1970 Dicembre .	58.700	11.240	16.590	2.450	8.080	5.720	940	550	420	
1971 Dicembre .	70.750	9.980	26.980	2.750	14.630	7.760	2.110	860	440	
1972 Marzo . . .	73.100	10.050	28.490	2.760	14.640	7.560	2.640	880	820	
Giugno . . .	75.930	11.340	31.390	3.670	16.130	8.540	3.030	980	980	
Settembre .	82.130	11.700	34.240	3.940	18.770	8.650	2.420	1.230	1.260	
Dicembre .	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	2.210	1.360	1.080	
1973 Marzo . . .	102.070	12.940	41.860	4.740	21.930	11.280	2.940	1.230	1.740	
Giugno . . .	100.110	13.680	53.620	5.560	29.650	12.940	4.040	2.210	2.260	
Settembre .	109.740	14.480	60.060	5.810	32.480	15.980	4.050	2.510	2.570	
Dicembre .	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160	
<i>Conti d'ordine Posizione verso residenti*</i>										
1971 Dicembre .		2.450		1.150						
1972 Dicembre .		3.260		1.720						
1973 Dicembre .		5.020		2.560						
Attività										
1967 Dicembre .	19.890	3.430	4.960	850	2.060	1.110	870	230	240	
1968 Dicembre .	30.430	5.150	7.400	1.500	3.920	1.820	610	290	240	
1969 Dicembre .	47.630	6.090	10.700	2.160	5.990	2.980	580	370	150	
1970 Dicembre .	60.370	11.850	17.880	4.670	10.110	5.080	610	560	400	
1971 Dicembre .	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490	
1972 Marzo . . .	73.750	13.650	29.500	6.770	16.480	8.150	1.620	630	630	
Giugno . . .	77.190	15.030	31.910	7.410	18.130	9.040	1.790	640	720	
Settembre .	84.080	16.290	33.610	8.350	20.240	8.200	1.920	660	880	
Dicembre .	98.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700	
1973 Marzo . . .	98.100	19.450	43.100	9.230	27.030	8.910	2.420	1.090	1.190	
Giugno . . .	101.270	20.290	51.330	10.710	32.460	10.180	3.050	1.320	1.470	
Settembre .	111.880	21.160	55.740	12.420	34.140	13.020	2.740	1.300	1.560	
Dicembre .	133.760	23.870	54.840	12.000	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750	
<i>Conti d'ordine Posizione verso residenti*</i>										
1971 Dicembre .		5.850		1.770						
1972 Dicembre .		5.120		3.530						
1973 Dicembre .		8.830		5.150						
Posizione netta										
1967 Dicembre .	1.770	-1.250	630	380	390	-290	70	130	90	
1968 Dicembre .	3.560	-1.090	510	460	910	-470	-190	40	10	
1969 Dicembre .	1.430	-4.370	60	840	1.350	-1.050	-230	20	-60	
1970 Dicembre .	1.670	610	1.290	2.220	2.030	-840	-330	10	-20	
1971 Dicembre .	750	4.380	1.650	4.000	1.590	420	-490	-160	50	
1972 Marzo . . .	650	3.600	1.010	4.010	1.840	590	-1.020	-250	-190	
Giugno . . .	1.260	3.690	520	3.740	2.000	500	-1.240	-340	-260	
Settembre .	1.950	4.590	-630	4.410	1.470	-450	-500	-570	-380	
Dicembre .	1.270	6.530	-1.360	4.380	850	-1.030	-30	-640	-380	
1973 Marzo . . .	-3.970	6.510	1.240	4.490	5.100	-2.370	-520	-140	-550	
Giugno . . .	1.160	6.610	-2.290	5.150	2.810	-2.760	-990	-890	-790	
Settembre .	2.140	6.680	-4.320	6.610	1.660	-2.960	-1.310	-1.210	-1.010	
Dicembre .	3.290	7.500	-6.120	6.390	-740	-2.470	-1.640	-940	-410	
<i>Conti d'ordine Posizione verso residenti*</i>										
1971 Dicembre .		3.400		620						
1972 Dicembre .		1.860		1.810						
1973 Dicembre .		3.810		2.590						

*Esclusa la Germania.

La componente costituita da divise diverse dal dollaro ha continuato a rivestire un ruolo preminente nell'espansione del mercato durante il secondo trimestre, in cui passività ed attività non costituite da dollari hanno registrato aumenti pari a, rispettivamente, \$11,8 e 8,2 miliardi. In questo periodo le passività in dollari delle banche dichiaranti sono diminuite di \$2 miliardi, mentre, piuttosto inaspettatamente, le loro attività nella stessa valuta sono aumentate di \$3,2 miliardi. Considerate unitamente ad un incremento stimato di \$0,6 miliardi dei crediti netti in dollari verso residenti, queste cifre implicano che, dopo aver convertito dollari per \$4,5 miliardi nel primo trimestre, le banche dichiaranti hanno riconvertito in dollari \$5,8 miliardi nel trimestre successivo. Le eurobanche, mentre hanno concorso ad aggravare la debolezza del dollaro nel primo trimestre, nel secondo hanno invece contribuito a fornire a tale valuta un ampio sostegno. Quel che sembra avvenuto è che la fluttuazione delle altre principali monete ha dirottato la pressione al ribasso sul dollaro dal mercato a termine a quello a pronti. E' bruscamente caduto il volume dei dollari venduti a termine alle eurobanche da loro clienti e le banche hanno pareggiato le loro posizioni comperando dollari a pronti. Inoltre, ovviamente, esse potrebbero aver liquidato le loro stesse posizioni a breve in dollari. Alla luce di dati incompleti, sembrerebbe che la maggior parte del flusso di ritorno verso il dollaro si sia verificata durante aprile e giugno, mentre in maggio pare che abbiano avuto luogo solo modesti movimenti.

Nel corso del primo trimestre del 1973, le eurobanche avevano registrato un'uscita netta di \$2,2 miliardi verso la Germania, ma nel secondo trimestre il flusso si è invertito ragguagliandosi a \$2 miliardi. Per di più, durante il secondo trimestre si è verificato un ampio afflusso sul mercato di fondi provenienti da Svizzera e Paesi Bassi, ed i crediti netti delle banche verso gli Stati Uniti hanno registrato un lieve incremento.

Ciò induce a chiedersi perchè, nel corso del secondo trimestre, il dollaro abbia continuato a deprezzarsi rispetto ad altre valute nonostante l'ampio ritorno ad esso da parte delle eurobanche. La spiegazione può in parte trovarsi nelle cospicue vendite ufficiali di dollari da parte del Giappone a sostegno dello yen; inoltre, sembra sia stata operata da banche centrali una certa diversificazione delle proprie riserve passando, da dollari, a depositi costituiti in altre eurodivise. Poichè queste vendite di dollari non hanno avuto in contropartita un avanzo della bilancia dei pagamenti SU, e poichè le principali monete stavano fluttuando rispetto al dollaro, esse avrebbero esercitato pressioni al ribasso su tale valuta. Per di più, con il venir meno della fiducia e con i mercati dei cambi correlativamente fragili ed instabili, un'offerta eccedente anche se modesta di dollari sarebbe stata sufficiente a determinare un deprezzamento del dollaro relativamente sensibile.

Sebbene l'estate rappresenti di solito un periodo di lento sviluppo, il ritmo espansivo del mercato è accelerato durante il terzo trimestre del 1973. Le conversioni nette delle banche in dollari sono continuate, per quanto su scala meno vasta. Infatti, le statistiche mensili disponibili suggeriscono che vi siano stati notevoli movimenti verso il dollaro in luglio ed agosto, seguiti a settembre da un'ampia fuga da tale valuta. Nel contempo, esso ha riguadagnato il suo ruolo predominante nell'espansione del mercato, coprendo il 70% circa dell'aumento delle attività ed il 60%

di quello delle passività. Con l'indebolimento del franco francese, un flusso lordo di \$3,1 miliardi si è riversato dalla Francia sul mercato. Per la prima volta dalla stretta creditizia SU del 1969, un forte aumento, di \$1,5 miliardi, ha dilatato il volume dei crediti delle eurobanche verso gli Stati Uniti, il che, in qualche misura, ha rispecchiato i debiti precauzionalmente contratti dalle società SU per timore di nuove restrizioni del credito. Grazie in parte ad una brusca contrazione delle emissioni sul mercato delle euroobbligazioni, il volume dei nuovi prestiti consorziati in eurodivise ha raggiunto un nuovo vertice di circa \$8 miliardi, rispetto a soli \$3 miliardi circa nel primo trimestre.

Nonostante un leggero rallentamento nella concessione di prestiti consorziati, il ritmo di sviluppo del mercato delle eurodivise ha registrato nel corso dell'ultimo trimestre la consueta impennata stagionale. Riflettendo il rafforzamento del dollaro sui mercati dei cambi, le attività in dollari delle eurobanche sono salite di \$21,9 miliardi, che corrispondono quasi al 60% in più rispetto all'insieme dei precedenti nove mesi dell'anno. Le attività in altre valute estere si sono ridotte di \$0,9 miliardi, mentre, se non fosse stato per il gioco dei tassi di cambio, si sarebbero incrementate di circa \$3 miliardi. Su base netta si è verificato un movimento da altre valute verso il dollaro, come del resto già era avvenuto nel secondo e terzo trimestre.

Variazioni nella composizione del mercato. Nell'intero anno 1973 le attività e passività globali verso l'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti sono salite rispettivamente di \$62,2 e 63,9 miliardi. La parte preponderante di tale sviluppo si è verificata sotto forma di valute estere. Attività e passività esterne in valuta nazionale sono aumentate soltanto, rispettivamente, di \$5,4 e 4,4 miliardi. Quasi il 90% dell'incremento in valute nazionali delle attività e due terzi di quello delle passività concernono, da soli, le banche tedesche, svizzere e francesi. Per contro, le attività e passività in sterline sull'estero delle banche RU non sono praticamente mutate durante l'anno.

I crediti e debiti in dollari sono aumentati di \$35,8 e 33,8 miliardi, ad un saggio medio del 36%, mentre quelli in altre valute estere si sono dilatati di \$21 miliardi e 25,8 miliardi, al saggio medio del 68%. Comunque, quasi un quarto dell'espansione di attività e passività non costituite da dollari va unicamente ascritto al risultato contabile dell'apprezzamento di tali valute rispetto al dollaro.

L'aumento di \$2 miliardi nelle attività bancarie nette in dollari costituisce la risultante di una flessione di \$5,2 miliardi nel primo trimestre e di un movimento di riflusso verso il dollaro manifestatosi, per un importo di \$7,2 miliardi, durante il resto dell'anno. Sommando insieme attività e passività, la quota in dollari delle posizioni in essere in valuta estera è caduta dal 74% a fine 1972 al 66% al settembre 1973 ma, con la ripresa del dollaro sui mercati valutari, è risalita al 70% alla fine dell'anno.

Il marco tedesco, da solo, ha coperto circa metà dell'espansione di debiti e crediti non costituiti da dollari; grazie in parte alla dinamica dei tassi di cambio, la sua quota rispetto alle posizioni globali è balzata dal 15% a quasi il 20% nei primi nove mesi dell'anno, per tornare poi al disotto del 17% nell'ultimo trimestre. In valore assoluto, attività e passività in marchi sono aumentate di \$11 e 12,6 miliardi, ad un saggio del 59%. La posizione attiva netta delle banche in marchi è balzata nel

**Passività e attività verso l'estero, in valute nazionali ed estere,
delle banche dei singoli paesi dichiaranti.**

Paesi	Fine mese	Passività		Attività		Posizione netta		
		Valuta nazionale	Valuta estera	Valuta nazionale	Valuta estera	Valuta nazionale	Valuta estera	Totale
milioni di dollari SU								
Belgio-Lussemburgo	1972 Dicembre	1.180	14.760	610	14.150	— 570	— 610	— 1.180
	1973 Marzo	1.520	17.570	910	16.370	— 610	— 1.200	— 1.810
	Giugno	1.630	20.010	1.030	18.480	— 600	— 1.530	— 2.130
	Settembre	1.830	22.160	1.040	20.580	— 790	— 1.580	— 2.370
	Dicembre	1.850	24.010	1.140	22.640	— 710	— 1.370	— 2.080
Francia . . .	1972 Dicembre	3.180	19.170	1.210	16.340	— 1.970	— 2.830	— 4.800
	1973 Marzo	3.370	20.660	1.390	16.950	— 1.980	— 3.710	— 5.690
	Giugno	3.620	21.070	1.390	18.150	— 2.230	— 2.920	— 5.150
	Settembre	3.480	22.660	1.410	20.600	— 2.070	— 1.960	— 4.030
	Dicembre	4.520	27.180	1.850	25.700	— 2.670	— 1.480	— 4.150
Germania . . .	1972 Dicembre	5.830	3.950	1.870	3.180	— 3.960	— 770	— 4.730
	1973 Marzo	8.350	4.900	3.170	3.500	— 5.180	— 1.400	— 6.580
	Giugno	7.280	4.630	4.520	3.850	— 2.760	— 780	— 3.540
	Settembre	8.250	5.930	5.080	4.910	— 3.170	— 1.020	— 4.190
	Dicembre	6.750	5.780	4.140	5.400	— 2.610	— 380	— 2.990
Italia	1972 Dicembre	1.540	18.780	840	18.510	— 700	— 270	— 970
	1973 Marzo	1.340	16.350	480	16.120	— 860	— 230	— 1.090
	Giugno	1.940	17.630	790	17.170	— 1.150	— 460	— 1.610
	Settembre	1.740	18.550	760	18.580	— 980	— 30	— 950
	Dicembre	1.910	24.080	830	24.000	— 1.080	— 80	— 1.160
Paesi Bassi . . .	1972 Dicembre	910	6.360	870	6.550	— 40	— 190	— 150
	1973 Marzo	1.090	6.990	740	6.650	— 350	— 340	— 690
	Giugno	1.200	7.640	1.140	8.080	— 60	— 440	— 380
	Settembre	1.200	8.920	1.040	9.320	— 160	— 400	— 240
	Dicembre	1.180	9.620	910	9.410	— 270	— 210	— 480
Regno Unito . . .	1972 Dicembre	6.100	59.780	1.410	56.400	— 4.690	— 3.380	— 8.070
	1973 Marzo	6.330	68.130	1.230	64.630	— 5.100	— 3.500	— 8.600
	Giugno	7.050	73.390	1.450	68.990	— 5.600	— 4.400	— 10.000
	Settembre	6.350	82.080	1.490	76.840	— 4.860	— 5.240	— 10.100
	Dicembre	6.150	90.660	1.440	84.280	— 4.710	— 6.380	— 11.090
Svezia	1972 Dicembre	360	650	170	1.120	— 190	— 470	— 280
	1973 Marzo	370	880	160	1.380	— 210	— 500	— 290
	Giugno	340	830	160	1.360	— 180	— 530	— 350
	Settembre	410	980	170	1.640	— 240	— 660	— 420
	Dicembre	480	900	220	1.710	— 240	— 810	— 570
Svizzera*	1972 Dicembre	5.870	8.480	6.030	15.590	— 160	— 7.110	— 7.270
	1973 Marzo	6.880	8.450	7.020	15.600	— 140	— 7.150	— 7.290
	Giugno	7.670	8.530	7.820	16.520	— 150	— 7.990	— 8.140
	Settembre	7.120	8.620	8.620	15.150	— 1.500	— 6.530	— 8.030
	Dicembre	6.560	9.200	7.880	15.460	— 1.320	— 6.260	— 7.580
Totale	1972 Dicembre	24.970	131.930	13.010	131.840	— 11.960	— 90	— 12.050
	1973 Marzo	29.250	143.930	15.100	141.200	— 14.150	— 2.730	— 16.880
	Giugno	30.730	153.730	18.300	152.600	— 12.430	— 1.130	— 13.560
	Settembre	30.380	169.800	19.610	167.620	— 10.770	— 2.180	— 12.950
	Dicembre	29.380	191.430	18.410	188.600	— 10.970	— 2.830	— 13.800
Canada	1972 Dicembre	950	8.140	310	8.210	— 640	— 70	— 570
	1973 Marzo	960	8.370	300	8.120	— 660	— 250	— 910
	Giugno	960	9.320	300	9.240	— 660	— 80	— 740
	Settembre	1.040	10.040	350	10.270	— 690	— 230	— 460
	Dicembre	1.090	11.530	400	11.940	— 690	— 410	— 280
Giappone	1972 Dicembre	900	7.460	130	9.880	— 770	— 2.420	— 1.650
	1973 Marzo	860	8.980	150	11.000	— 710	— 2.020	— 1.310
	Giugno	830	8.460	210	10.050	— 620	— 1.590	— 970
	Settembre	820	11.040	260	11.000	— 560	— 40	— 600
	Dicembre	830	12.840	400	11.180	— 230	— 1.660	— 1.890

* Comprese attività e passività in eurodivise della BRI.

primo trimestre da \$0,9 a 5,1 miliardi ma durante il resto dell'anno si è verificato un movimento di fuga dal marco per \$5,8 miliardi.

Le posizioni delle banche in franchi svizzeri hanno manifestato un andamento per taluni aspetti assai diverso da quello delle posizioni in marchi tedeschi. Su base netta non si è verificato alcun movimento da parte delle banche dichiaranti verso il franco svizzero nel primo trimestre; al contrario, le passività nette in tale valuta sono cresciute di \$1,3 miliardi, aumento probabilmente attribuibile al fatto che il franco svizzero stava già fluttuando alla fine di gennaio. Inoltre, crediti e debiti bancari al lordo in franchi svizzeri sono cresciuti abbastanza regolarmente durante l'anno e, al livello del 91%, il saggio medio di incremento è stato assai superiore a quello registrato nel caso del marco. La quota del mercato rappresentata dal franco svizzero si è ampliata dal 6 all'8%.

I debiti esteri in sterline delle banche si sono più che raddoppiati, mentre i crediti hanno registrato un aumento di gran lunga inferiore. Di conseguenza, la posizione netta delle banche in tale valuta è passata da un sostanziale equilibrio ad un passivo di \$1,6 miliardi. Il formarsi di questa posizione a breve a pronti ha probabilmente rispecchiato le vendite a termine di sterline effettuate alle banche da loro clienti. Cospicui incrementi sono stati registrati dai crediti e debiti bancari in franchi francesi e fiorini olandesi, ma la quota di queste valute rispetto al volume globale delle operazioni in eurodivise è rimasta relativamente modesta.

Volgendo lo sguardo alla distinzione fra operatori bancari e non bancari, si osserva che i crediti diretti delle banche dichiaranti a mutuatari esteri non bancari sono saliti del 36%, contro un incremento del 45% dei loro crediti interbancari. In termini assoluti, l'aumento dei prestiti ad operatori non bancari si è ragguagliato a \$9,5 miliardi, ovvero, comprendendo i dati incompleti riguardanti i crediti verso residenti, a \$14,9 miliardi; cifra che è comunque ancora assai lontana dalla stima di \$22 miliardi per l'incremento dei prestiti consorziati in eurodivise. Diversi fattori contribuiscono a spiegare la differenza tra le due cifre. In primo luogo, la stima di \$22 miliardi si riferisce alle transazioni bancarie in eurodivise poste in essere in tutto il mondo e non solo negli otto paesi dichiaranti. Secondariamente, gran parte dei prestiti consorziati ad organismi pubblici figura nelle statistiche come prestiti a banche, e gli istituti finanziari privati rivestono anche un importante ruolo di mutuatari sul mercato delle eurodivise a medio e lungo termine. In terzo luogo, la stima di \$22 miliardi si riferisce ad un dato lordo, cioè non tiene conto del rimborso dei vecchi prestiti. Infine, i prestiti consorziati assumono in parte la forma tecnica di linee di credito e possono pertanto non essere interamente utilizzati. D'altro canto, la cifra di \$14,9 miliardi è in un certo senso più comprensiva in quanto tiene conto dei prestiti non consorziati ad operatori non bancari.

Dal lato dell'origine dei fondi, la posizione delle banche nei confronti di operatori non bancari è salita di \$6,6 miliardi, al saggio di quasi il 150% in più rispetto al 1972. Comprendendo le cifre disponibili riguardanti i residenti, l'aumento dei debiti verso operatori non bancari si è ragguagliato a \$9,2 miliardi.

Andamento del mercato nei singoli paesi. Le banche RU hanno coperto, da sole, metà dell'incremento delle posizioni lorde in valuta estera delle banche dichiaranti.

**Passività e attività verso l'estero, in dollari e altre valute estere,
delle banche dei singoli paesi dichiaranti.**

Paesi	Fine mese	Dollari SU			Tutte le altre valute estere		
		Passività	Attività	Netto	Passività	Attività	Netto
milioni di dollari SU							
Belgio-Lussemburgo .	1972 Dicembre	7.430	7.190	— 240	7.330	6.960	— 370
	1973 Marzo	8.680	7.250	— 1.430	8.890	9.120	230
	Giugno	8.280	7.830	— 450	11.730	10.650	— 1.080
	Settembre	9.300	9.180	— 120	12.860	11.400	— 1.460
	Dicembre	10.490	10.870	380	13.520	11.770	— 1.750
Francia	1972 Dicembre	13.660	11.910	— 1.750	5.510	4.430	— 1.080
	1973 Marzo	13.910	11.800	— 2.110	6.750	5.150	— 1.600
	Giugno	12.900	11.790	— 1.110	8.170	6.360	— 1.810
	Settembre	13.600	13.880	280	8.960	6.720	— 2.240
	Dicembre	16.040	18.840	800	9.140	6.860	— 2.280
Germania	1972 Dicembre	3.560	2.750	— 810	390	430	40
	1973 Marzo	4.260	2.820	— 1.440	640	680	40
	Giugno	4.010	3.260	— 750	620	590	— 30
	Settembre	4.920	4.140	— 780	1.010	770	— 240
	Dicembre	4.830	4.500	— 330	950	900	— 50
Italia	1972 Dicembre	13.950	13.970	20	4.830	4.540	— 290
	1973 Marzo	11.080	11.050	— 30	5.270	5.070	— 200
	Giugno	10.690	10.710	20	6.940	6.460	— 480
	Settembre	10.660	11.800	1.140	7.890	6.780	— 1.110
	Dicembre	16.280	16.570	290	7.800	7.430	— 370
Paesi Bassi	1972 Dicembre	3.620	4.220	600	2.740	2.330	— 410
	1973 Marzo	3.800	3.940	140	3.190	2.710	— 480
	Giugno	3.540	4.550	1.010	4.100	3.530	— 570
	Settembre	3.940	5.030	1.090	4.980	4.290	— 690
	Dicembre	4.690	5.710	1.020	4.930	3.700	— 1.230
Regno Unito	1972 Dicembre	48.230	45.610	— 2.620	11.550	10.790	— 760
	1973 Marzo	54.100	49.760	— 4.340	14.030	14.870	840
	Giugno	55.150	51.410	— 3.740	18.240	17.580	— 660
	Settembre	61.450	56.850	— 4.600	20.630	19.990	— 640
	Dicembre	69.170	65.460	— 3.710	21.490	18.820	— 2.670
Svezia	1972 Dicembre	420	800	380	230	320	90
	1973 Marzo	480	970	490	400	410	10
	Giugno	400	820	420	430	540	110
	Settembre	450	990	540	530	650	120
	Dicembre	500	1.090	590	400	620	220
Svizzera*	1972 Dicembre	5.860	11.550	5.690	2.620	4.040	1.420
	1973 Marzo	5.760	10.510	4.750	2.690	5.090	2.400
	Giugno	5.140	10.900	5.760	3.390	5.620	2.230
	Settembre	5.420	10.010	4.590	3.200	5.140	1.940
	Dicembre	6.470	10.720	4.250	2.730	4.740	2.010
Totale	1972 Dicembre	96.730	98.000	1.270	35.200	33.840	— 1.360
	1973 Marzo	102.070	98.100	— 3.970	41.860	43.100	1.240
	Giugno	100.110	101.270	1.160	53.620	51.330	— 2.290
	Settembre	109.740	111.980	2.140	60.060	55.740	— 4.320
	Dicembre	130.470	133.760	3.290	60.960	54.840	— 6.120
Canada	1972 Dicembre	7.820	7.830	10	320	380	60
	1973 Marzo	7.950	7.620	— 330	420	500	80
	Giugno	8.710	8.580	— 130	610	660	50
	Settembre	9.400	9.560	160	640	710	70
	Dicembre	10.840	11.170	330	690	770	80
Giappone	1972 Dicembre	7.210	9.110	1.900	250	770	520
	1973 Marzo	8.700	10.170	1.470	280	830	550
	Giugno	8.100	9.170	1.070	360	880	520
	Settembre	10.670	10.120	— 550	370	880	510
	Dicembre	12.350	10.270	— 2.080	490	910	420

* Comprese attività e passività in eurodivise della BRI.

Per cui la loro quota rispetto alle posizioni in essere, che era andata scemando negli anni precedenti, si è ampliata dal 44 al 46%. In valore assoluto, attività e passività sono aumentate di \$27,9 e 30,9 miliardi, ad un saggio medio del 51%. La crescita di \$3 miliardi nei debiti netti delle banche verso l'estero ha trovato contropartita per \$3,1 miliardi nell'aumento dei crediti netti verso residenti ed è stata in gran parte alimentata dall'indebitamento in eurodivise del settore pubblico. Si può osservare in tale contesto che il primo trimestre del 1973 ha visto un flusso netto di \$3,5 miliardi dirigersi, attraverso le banche RU, verso i sette paesi dichiaranti dell'Europa continentale in provenienza dagli Stati Uniti e dal resto dell'area esterna a quella dichiarante. Negli ultimi tre trimestri, per contro, si è verificato un flusso netto di \$9,3 miliardi dai paesi dichiaranti dell'Europa continentale verso le banche RU, flusso

Posizioni in valute estere delle banche del Regno Unito.

Voci	1971	1972	1973			
			marzo	giugno	settembre	dicembre
	miliardi di dollari SU					
Attività verso						
Residenti non bancari	3,7	5,5	6,5	7,5	8,7	9,8
Resto dell'area dichiarante	17,9	21,6	27,1	28,0	30,3	31,7
Stati Uniti	5,2	5,4	5,5	4,8	6,0	7,0
Resto del mondo	20,2	29,4	32,0	36,2	40,5	45,6
Passività verso						
Residenti non bancari	1,5	2,3	2,9	2,9	3,3	3,4
Resto dell'area dichiarante	22,9	27,0	29,0	31,3	37,7	42,9
Stati Uniti	3,4	3,6	4,8	4,7	4,8	4,9
Resto del mondo	19,4	29,2	34,3	37,4	39,6	42,9
Posizione netta verso						
Residenti non bancari	2,2	3,2	3,6	4,6	5,4	6,4
Resto dell'area dichiarante	- 5,0	- 5,4	- 1,9	- 3,3	- 7,4	-11,2
Stati Uniti	1,8	1,8	0,7	0,1	1,2	2,1
Resto del mondo	0,8	0,2	- 2,3	- 1,2	0,9	2,7

che per \$6,4 miliardi è stato reindirizzato verso l'area esterna. La quota coperta, nell'ambito delle posizioni con l'estero in valuta straniera delle banche RU, dalle filiali londinesi di banche SU, la quale era arrivata al 60% a fine 1969, è ulteriormente diminuita dal 44 al 40%. Le altre banche straniere di Londra, comprendenti le affiliate di banche giapponesi, hanno registrato saggi di sviluppo pari a quasi due volte e mezza quelli delle filiali SU e la loro quota di mercato si è allargata dal 21 al 27%.

In valore relativo, gli incrementi più cospicui delle posizioni esterne in valute estere sono stati registrati dalle banche del Belgio-Lussemburgo, le cui attività e passività sono salite in media del 61%. Particolarmente sensibile è stata l'espansione della componente non in dollari, e le banche suddette sono ora le sole banche dichiaranti le cui attività e passività in divise estere diverse dal dollaro sono più ampie di quelle in dollari. Il che rispecchia l'ampio volume delle operazioni in marchi tedeschi trattate dalle banche lussemburghesi. Il particolare ruolo svolto sul mercato dalle banche del Belgio-Lussemburgo si riflette altresì nel fatto che, unitamente a quelle RU, esse sono le sole banche dichiaranti i cui crediti verso operatori esteri non bancari coprono un'ampia aliquota delle loro attività globali verso l'estero in valuta

straniera. A fine 1973 tale aliquota era del 33%, rispetto al 28% delle banche RU; nel caso delle banche francesi, le quali, dopo quelle RU, registrano i più ampi volumi di divise estere, l'aliquota in discorso è stata del 5% e quella delle banche italiane solamente dell'1%. Su base netta le passività in dollari delle banche del Belgio-Lussemburgo sono salite da \$0,2 a 1,4 miliardi nel primo trimestre, mentre durante il resto dell'anno la posizione netta è divenuta attiva per \$0,4 miliardi.

Le attività e passività esterne in valuta estera delle banche francesi sono aumentate in media del 49%. I debiti netti, dopo essere cresciuti di \$0,9 sino a 3,7 miliardi nel primo trimestre, sono diminuiti di \$2,2 miliardi durante il resto dell'anno, soprattutto a seguito dell'indebolimento del franco francese sul mercato valutario.

Solamente in Svizzera, nel 1973, le banche non hanno aumentato le loro attività esterne in valuta non nazionale (eccezion fatta per i loro fondi fiduciari); ciò è probabilmente dovuto al generale clima di incertezza riguardante i tassi di cambio. Poichè le passività hanno continuato a crescere, i loro crediti netti sono diminuiti di \$0,9 miliardi, ma questa flessione è stata più che compensata da un'espansione di \$1,2 miliardi della loro posizione attiva netta verso l'estero in valuta nazionale.

La Germania è il solo paese del gruppo dichiarante in cui le posizioni bancarie verso l'estero in valuta nazionale sono in genere più ampie di quelle in divise straniere. Ciò può principalmente essere ascritto alle disposizioni vigenti in Germania, le quali differiscono da quelle applicate in gran parte degli altri paesi nel senso che non distinguono tra operazioni bancarie in valuta nazionale e operazioni bancarie in valuta estera; esse fanno invece solo differenza tra conti di residenti e conti di non residenti. Le passività esterne nette in ogni tipo di valuta delle banche tedesche sono salite di \$1,9 miliardi nel primo trimestre del 1973 per diminuire poi di \$3,6 miliardi durante il resto dell'anno.

I dati globali esposti in questo capitolo non includono quelli relativi alle banche canadesi e giapponesi. Le prime hanno visto accrescersi del 44% in media i loro crediti e debiti esterni in divise estere. Nel primo trimestre un flusso netto di \$0,6 miliardi si è diretto verso le banche canadesi dagli Stati Uniti ed un altro di \$0,4 miliardi ha lasciato le banche medesime per l'area europea dichiarante. E' seguito durante il resto dell'anno un movimento di \$0,8 miliardi da tale area verso le banche canadesi, che queste hanno interamente collocato negli Stati Uniti.

Le passività in valuta estera delle banche giapponesi verso l'esterno hanno registrato un'espansione del 72%, mentre le loro attività sono aumentate solo del 13%, in quanto la situazione monetaria interna è divenuta più tesa e le restrizioni alle entrate di capitali sono state gradualmente attenuate. Di conseguenza, la posizione netta delle banche è passata da attiva per \$2,4 miliardi a passiva per \$1,7 miliardi. Dei fondi affluiti, \$1,7 miliardi sono originati dagli Stati Uniti e \$2,4 miliardi dall'area europea dichiarante.

Fonti ed impieghi. Nel 1973 la distribuzione geografica dei flussi dei fondi in eurodivise è risultata assai diversa da quella dell'anno precedente. Dal lato delle fonti, la stessa area europea dichiarante è risultata di gran lunga la maggiore fornitrice di nuovi fondi. Le passività in valute estere delle banche dichiaranti nei con-

**Posizioni in valute estere delle banche europee dichiaranti
verso non residenti.**

Posizioni verso	Dicembre 1972			Giugno 1973			Dicembre 1973		
	Dollari	Tutte le altre valute	Totale	Dollari	Tutte le altre valute	Totale	Dollari	Tutte le altre valute	Totale
milioni di dollari SU									
Passività									
<i>Area esterna</i>									
Altri paesi dell'Europa occidentale	7.340	4.530	11.870	7.920	5.880	13.800	9.680	6.550	16.230
Europa orientale	1.860	1.540	3.400	1.310	2.230	3.540	1.860	2.410	4.270
Canada	4.780	270	5.050	4.730	480	5.210	5.700	540	6.240
Giappone	1.440	40	1.480	2.690	70	2.760	3.370	140	3.510
America latina	6.860	880	7.740	8.310	1.440	9.750	10.250	1.490	11.740
Medio Oriente	5.900	2.070	7.970	5.730	4.060	9.790	6.030	3.870	9.900
Altri paesi	7.360	3.070	10.430	8.550	3.860	12.410	11.400	4.680	16.080
Totale	35.540	12.400	47.940	39.240	18.020	57.260	48.290	19.680	67.970
Stati Uniti	7.050	550	7.600	8.980	630	9.610	10.130	460	10.590
Totale area esterna.	42.590	12.950	55.540	48.220	18.650	66.870	58.420	20.140	78.560
<i>Area interna</i>									
Belgio	3.640	2.190	5.830	3.890	3.700	7.590	6.470	4.070	10.540
Francia	8.060	2.750	10.810	6.750	4.200	10.950	11.230	5.200	16.430
Germania	1.740	1.750	3.490	2.020	3.280	5.300	3.610	4.350	7.960
Italia	9.870	2.960	12.830	7.310	4.060	11.370	11.340	5.120	16.460
Paesi Bassi	3.350	1.850	5.200	3.480	2.870	6.350	4.930	3.080	8.010
Regno Unito	11.870	3.190	15.060	12.280	6.050	18.330	15.020	6.280	21.300
Svezia	580	160	740	550	390	940	750	360	1.110
Swizzera	13.560	6.810	20.370	13.330	9.750	23.080	16.080	11.610	27.690
Totale area interna.	52.670	21.660	74.330	49.610	34.300	83.910	69.430	40.070	109.500
Non specificate	1.470	590	2.060	2.280	670	2.950	2.620	750	3.370
Totale complessivo	96.730	35.200	131.930	100.110	53.620	153.730	130.470	60.960	191.430
Attività									
<i>Area esterna</i>									
Altri paesi dell'Europa occidentale	5.100	2.650	7.750	6.250	4.210	10.460	6.600	4.810	11.410
Europa orientale	3.890	1.340	5.230	4.320	2.370	6.690	4.910	2.870	7.780
Canada	2.920	330	3.250	3.400	610	4.010	4.360	710	5.070
Giappone	4.510	250	4.760	5.170	500	5.670	7.510	600	8.110
America latina	6.260	680	6.940	8.300	940	9.240	10.280	1.010	11.290
Medio Oriente	1.440	200	1.640	1.420	590	2.010	2.030	490	2.520
Altri paesi	11.730	1.820	13.550	12.800	2.750	15.550	16.950	3.660	20.610
Totale	35.850	7.270	43.120	41.660	11.970	53.630	52.640	14.150	66.790
Stati Uniti	10.440	480	10.920	10.560	580	11.140	13.830	690	14.520
Totale area esterna.	46.290	7.750	54.040	52.220	12.550	64.770	66.470	14.840	81.310
<i>Area interna</i>									
Belgio	4.380	3.320	7.700	4.870	5.630	10.500	5.740	5.410	11.150
Francia	9.000	2.790	11.790	8.260	4.670	12.930	11.090	5.310	16.400
Germania	2.970	8.130	11.100	3.100	10.080	13.180	3.350	9.360	12.710
Italia	10.660	2.860	13.520	8.680	4.550	13.230	14.490	4.860	19.350
Paesi Bassi	2.660	1.750	4.410	2.520	2.550	5.070	3.800	2.910	6.710
Regno Unito	17.380	4.540	21.920	16.650	7.150	23.800	23.740	7.870	31.610
Svezia	470	550	1.020	630	720	1.350	520	710	1.230
Swizzera	4.190	1.700	5.890	4.340	2.720	7.060	4.560	2.870	7.430
Totale area interna.	51.710	25.640	77.350	49.050	38.070	87.120	67.290	39.300	106.590
Non specificate	—	450	450	—	710	710	—	700	700
Totale complessivo	98.000	33.840	131.840	101.270	51.330	152.600	133.760	54.840	188.600

fronti della loro stessa area sono salite di \$35,2 miliardi, e cioè di \$19,1 miliardi in più che nel 1972: queste cifre sono peraltro ovviamente gonfiate da considerevoli duplicazioni dovute ai depositi interbancari tra banche dichiaranti. Gran parte dell'espansione va ascritta ai più cospicui fondi affluiti da Svizzera e Germania. Laddove nel 1972 i debiti in divise estere delle banche dichiaranti verso la Svizzera avevano registrato un incremento di solo \$1 miliardo, lo scorso anno essi sono saliti di \$7,3 miliardi. E poichè, d'altro canto, pare che le banche svizzere abbiano registrato solo un leggero incremento delle attività verso le altre banche dichiaranti, risulterebbe che una grandissima parte di tale incremento sia stata alimentata da fondi fiduciari (e cioè da fondi gestiti da banche svizzere per conto ed a rischio dei loro clienti) e da altri fondi di natura non bancaria. Il passivo delle banche dichiaranti verso la Germania, che era rimasto praticamente immutato nel 1972, è salito di \$4,5 miliardi. Questo afflusso di fondi, gran parte del quale è costituito da marchi tedeschi, si è distribuito sull'intero anno pur risultando particolarmente ampio nel corso dell'ultimo trimestre.

Cospicui fondi sono altresì affluiti sul mercato da Francia (\$5,6 miliardi), Belgio-Lussemburgo (\$4,7 miliardi) e Paesi Bassi (\$2,8 miliardi). In questi casi, peraltro, lo sviluppo rispetto al 1972 è stato meno accelerato ed i fondi in entrata sono stati bilanciati in larga misura da altri in uscita. Il solo paese verso il quale le banche dichiaranti hanno registrato un minor incremento delle passività rispetto al 1972 - \$3,6 contro 4,4 miliardi - è stata l'Italia: il che dipende in parte dall'inasprimento dei controlli valutari adottati in tale paese. Potrebbe comunque essersi anche verificata un'accelerazione dei fondi affluiti dall'Italia sul mercato attraverso i conti fiduciari delle banche svizzere. L'incremento di \$6,2 miliardi nelle passività delle banche dichiaranti verso il Regno Unito ha soprattutto rispecchiato il ruolo delle banche RU quali intermediarie di eurodivise e va ascritto in larga misura ai movimenti di fondi, già ricordati a pagina 186, diretti nel primo trimestre dall'area esterna al Continente attraverso la via di Londra.

Dal lato degli impieghi, l'aumento delle posizioni nei confronti dell'area dichiarante si è ragguagliato a \$29,2 miliardi, ovvero a qualcosa meno dell'espansione registrata nell'offerta di nuovi fondi. Il più cospicuo aumento di attività - pari a \$9,7 miliardi - ha avuto luogo nei confronti del Regno Unito. Ciò si è verificato unicamente negli ultimi tre trimestri dell'anno ed ha principalmente rispecchiato l'affluenza di fondi, per il tramite di Londra, dall'area europea continentale verso il Regno Unito e l'area esterna. L'aumento di \$5,8 miliardi di crediti verso l'Italia va ampiamente ascritto ai debiti in eurodivise contratti dal settore pubblico italiano.

Per quanto concerne l'area esterna, l'aumento di attività e passività delle banche dichiaranti nei confronti degli Stati Uniti è stato assai più ampio di quello registrato nel 1972, ma pur sempre alquanto modesto se rapportato all'espansione globale del mercato. Due terzi dei \$3 miliardi di aumento dei debiti verso gli Stati Uniti hanno avuto luogo nel primo trimestre, mentre quasi \$3,6 miliardi di ulteriori crediti si sono formati nel secondo semestre, quando i saggi dell'eurodollaro sono scesi rispetto a quelli SU.

Le attività nei confronti del resto dell'area esterna sono salite di \$23,7 miliardi, e cioè di \$9,5 miliardi più che nel 1972; le passività sono aumentate di \$20 miliardi, e cioè di soli \$3,6 miliardi in più che nell'anno precedente. Come frequentemente

accaduto in anni recenti, i più cospicui incrementi sono stati registrati dalla posta residua "Altri" (\$7,1 miliardi di attività e \$5,7 miliardi di passività), per la quale non è disponibile una distribuzione geografica più dettagliata e che comprende, ad esempio, le Bahama. Gli altri principali utilizzatori netti di fondi in eurodivise sono stati l'Europa orientale - i cui debiti e crediti nei confronti delle banche dichiaranti sono aumentati rispettivamente di \$2,6 e 0,9 miliardi - ed il Giappone, dove i corrispondenti incrementi sono stati di \$3,4 e 2 miliardi. Dell'aumento delle passività verso il Giappone, una quota di \$1,6 miliardi si è formata nel primo trimestre quando l'attrattiva esercitata dai saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro era, a paragone di quelli correnti negli Stati Uniti, particolarmente allettante. Su base lorda sono anche assai aumentati, di \$4,4 miliardi, i prestiti ai paesi dell'America latina, ma in termini netti l'affluenza di fondi verso tale area si è limitata a \$0,4 miliardi.

Medio Oriente e "Altri paesi dell'Europa occidentale" hanno continuato ad essere fornitori netti di fondi alle banche dichiaranti, sebbene i fondi stessi - pari rispettivamente a \$1,1 e 0,7 miliardi - siano affluiti su scala assai inferiore rispetto agli anni precedenti. Dei \$1,9 miliardi di incremento delle passività lorde delle banche verso il Medio Oriente, la più gran parte si è formata nel primo trimestre del 1973. Nel secondo trimestre i paesi mediorientali hanno ridotto di \$1,1 miliardi

Dimensione del mercato delle eurodivise (stima).
(Consistenza dei crediti in valuta estera erogati attraverso le banche europee dichiaranti.)

Fine periodo	Area dei paesi europei dichiaranti			Stati Uniti	Resto del mondo	Non specificati	Totale
	Totale	di cui					
		Banche ¹	Settore non bancario				
miliardi di dollari SU							
Impieghi							
1969	15,0	7,0	8,0	16,8	12,0	0,2	44,0
1970	24,0	9,0	15,0	13,1	19,0	0,9	57,0
1971	32,8	13,7	19,1	8,3	28,9	1,0	71,0
1972	38,9	18,1	20,8	9,6	43,1	0,4	92,0
1973	51,3	21,8	29,5	13,2	66,8	0,7	132,0
Fonti							
1969	21,7	9,5	12,2 ²	4,1	17,6	0,6	44,0
1970	27,7	13,5	14,2 ²	4,5	24,0	0,8	57,0
1971	32,4	16,4	16,0 ²	6,1	31,4	1,1	71,0
1972	35,2	17,4	17,8 ²	6,9	47,9	2,0	92,0
1973	51,5	24,0	27,5 ²	9,5	68,0	3,0	132,0
Posizione netta³							
1969	- 6,7	- 2,5	- 4,2	+ 12,7	- 5,6	- 0,4	-
1970	- 3,7	- 4,5	+ 0,8	+ 8,6	- 5,0	+ 0,1	-
1971	+ 0,4	- 2,7	+ 3,1	+ 2,2	- 2,5	- 0,1	-
1972	+ 3,7	+ 0,7	+ 3,0	+ 2,7	- 4,8	- 1,6	-
1973	- 0,2	- 2,2	+ 2,0	+ 3,7	- 1,2	- 2,3	-

¹ Include: a) sotto la voce "Impieghi", le conversioni bancarie di moneta estera in nazionale e i fondi in valuta estera forniti dalle banche dichiaranti alle banche commerciali dei paesi di emissione della valuta di cui trattasi (ad esempio, fondi in DM depositati presso banche tedesche); b) sotto la voce "Fonti", i depositi di istituzioni monetarie ufficiali dell'area dichiarante, le conversioni bancarie di moneta nazionale in estera e i fondi in valuta estera che le banche dichiaranti hanno ricevuto dalle banche del paese di emissione della valuta in questione (ad esempio, fondi ricevuti in marchi tedeschi da banche tedesche). ² Include i fondi fiduciari nella misura in cui sono trasferiti da banche svizzere ad altre banche entro l'area dichiarante e non sono dichiarati dalle stesse banche svizzere come passività verso operatori non bancari esterni all'area dichiarante. ³ Un segno meno indica che il paese o l'area in questione è un erogatore netto di fondi in eurodivise, mentre un segno più indica che ne è un utilizzatore netto.

i loro depositi in dollari, incrementando nel contempo quelli in altre valute di un analogo importo. Nel terzo trimestre, essi hanno ridotto i loro depositi, in dollari e in altre valute, per un totale di \$0,9 miliardi, aumentandoli poi di \$1 miliardo nell'ultimo trimestre. Per la prima volta, nel 1973 il Medio Oriente ha avuto anche una certa importanza quale mutuatario di eurofondi: i crediti delle eurobanche verso tale area hanno infatti registrato un incremento di \$0,9 miliardi.

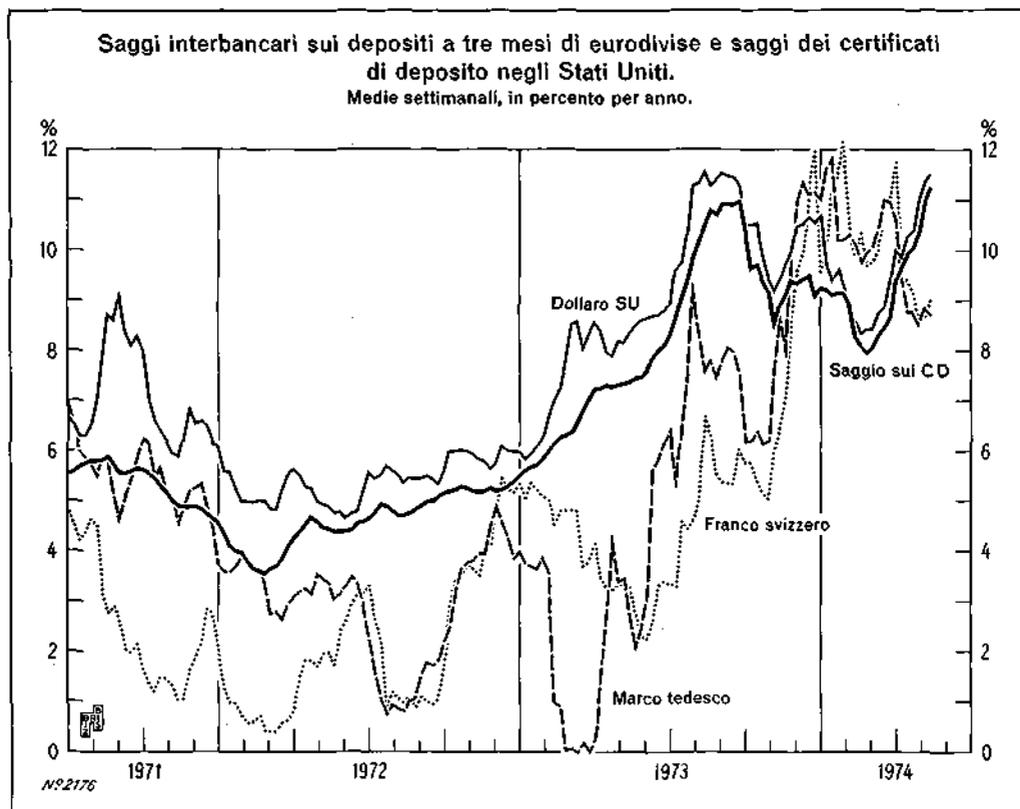
La tabella che precede cerca di fornire un panorama sommario delle fonti e degli impieghi di fondi in eurodivise. I totali di questa tabella differiscono da quelli delle altre tabelle in questo capitolo, poichè si è cercato di eliminare le duplicazioni derivanti dai ridepositi di fondi tra banche dell'area europea dichiarante; nel medesimo tempo, essa comprende le stime delle posizioni bancarie verso i residenti e quelle di alcune correlazioni statistiche mancanti. La tabella indica che nel 1973 si è verificato un afflusso netto di \$4 miliardi circa dall'area europea dichiarante verso Stati Uniti e "Resto del mondo".

Saggi d'interesse. In conseguenza degli sconvolgimenti occorsi sui mercati valutari e degli ampi movimenti dei saggi d'interesse negli Stati Uniti, i saggi dell'eurodollaro hanno subito forti oscillazioni durante il 1973 ed i primi pochi mesi del 1974.

All'inizio del 1973 i saggi interbancari a tre mesi dell'eurodollaro sulla piazza di Londra si trovavano appena al di sotto del 5,875 %, ma ben presto sono stati contagiati dalla dinamica ascendente dei saggi d'interesse SU. A partire da fine gennaio il crescente turbamento dei mercati valutari ha aggiunto forza alla crescita dei saggi dell'eurodollaro. La febbrile domanda di dollari per scopi speculativi e di riporto ha spinto le quotazioni ad un massimo del 9,25 % il 2 marzo. Il livello medio dei saggi sui depositi a tre mesi si è ragguagliato ai primi di marzo all'8,75 % circa, grosso modo un punto e tre quarti sopra il rendimento dei certificati di deposito a tre mesi negli Stati Uniti; all'inizio di gennaio questo premio era stato non superiore ad un quarto di punto circa.

In aprile la relativa calma dei mercati valutari ha contribuito anche ad un certo miglioramento delle condizioni del mercato dell'eurodollaro. In conseguenza di un movimento di ritorno verso il dollaro, i saggi sono ritornati al 7,875 % circa intorno alla metà del mese. Peraltro, sotto l'influenza del continuo aumento dei saggi d'interesse negli Stati Uniti, i saggi dell'eurodollaro hanno presto ripreso la loro tendenza al rialzo per raggiungere un massimo di 11,625 % nella prima quindicina di agosto. Nello spazio di sette mesi i saggi dell'eurodollaro erano così cresciuti di sei punti, toccando il più alto livello raggiunto dalla stretta creditizia del 1969 negli Stati Uniti.

Raffrontando il periodo che va da giugno ai primi di agosto del 1973 con la crisi valutaria del primo trimestre, è tuttavia evidente che in estate le condizioni dei mercati valutari hanno esplicito un'influenza assai meno marcata sulla situazione del mercato delle eurodivise. Ciò si ricava non solo dalle statistiche sullo sviluppo e sulla composizione per valuta del mercato, ma anche dalla dinamica del premio dei saggi a tre mesi dell'eurodollaro sui corrispondenti saggi dei certificati di deposito negli Stati Uniti. Questo premio era sceso al di sotto di un punto durante aprile e maggio, e solamente a luglio, al culmine della nuova crisi valutaria, ha dato segno



di reagire con qualche leggero rialzo; ma anche allora esso non si è neppure avvicinato ai vertici raggiunti nel primo trimestre. Il motivo è che, contrariamente alla situazione in quel trimestre, le principali monete stavano ora fluttuando rispetto al dollaro; con la fiducia ridotta ai minimi termini, vendite anche modeste di dollari si sono rispecchiate in ampie variazioni dei tassi di cambio, che hanno raffreddato la spinta ad ulteriori conversioni. Di conseguenza, l'effettivo ammontare dell'indebitamento in eurodollari per scopi speculativi e di riporto sembra essersi mantenuto assai modesto, e la mancanza di fiducia nel dollaro si è riflessa nei cambi a pronti piuttosto che nei saggi d'interesse sull'eurodollaro.

Dalla seconda metà di settembre in avanti, il capovolgimento dei saggi d'interesse SU e, in minor misura, la ripresa del dollaro sui mercati valutari hanno contribuito ad una considerevole attenuazione dei saggi sull'eurodollaro e, a fine ottobre, le quotazioni interbancarie a tre mesi sono scese al 9%. Successivamente, una temporanea tensione monetaria negli Stati Uniti ed i consueti fattori stagionali di fine anno, hanno condotto ad un rafforzamento delle quotazioni ed i saggi sono risaliti all'11% verso la fine di dicembre.

In gennaio 1974, l'effetto della liquidazione delle operazioni di fine anno è stato reso più sensibile da un nuovo ribasso dei saggi a breve negli Stati Uniti e dall'abolizione delle restrizioni SU sulle uscite di capitali, sicchè i saggi dell'eurodollaro sono

scesi all'8,375%. Nella seconda metà di febbraio, peraltro, la rinnovata tensione monetaria negli Stati Uniti ha nuovamente dato inizio ad un forte movimento al rialzo che ha spinto le quotazioni a tre mesi ad un massimo del 12%, nella seconda quindicina di maggio, e cioè al loro più elevato livello dal giugno 1969. A giudicare dal comportamento del premio dei saggi sull'eurodollaro rispetto ai saggi dei certificati di deposito SU — che generalmente si è mantenuto ben al di sotto del suo livello normale di circa mezzo punto — la flessione del dollaro sul mercato dei cambi non ha costituito un fattore determinante di tale ascesa delle quotazioni. Infatti, il basso livello dei saggi dell'eurodollaro rispetto ai corrispondenti saggi d'interesse SU ha talvolta agito nel senso di incentivare lo storno di fondi dall'euromercato agli Stati Uniti.

Nei momenti d'incertezza valutaria, la misura in cui i saggi dell'euromarco, dell'eurofranco svizzero e delle altre eurodivise divergono da quelli sui fondi in eurodollari tende a dipendere fondamentalmente dalle quotazioni a termine di queste valute rispetto al dollaro. Poichè, nel periodo sotto rassegna, tali premi o sconti a termine hanno subito ampie oscillazioni in conseguenza delle turbate condizioni dei mercati valutari, l'andamento dei saggi sulle valute diverse dal dollaro, e particolarmente quello dell'euromarco, ha fatto apparire quasi nullo il movimento dei saggi sull'eurodollaro, pur tanto vivace.

Nei primi mesi del 1973, ancora in regime di cambi fissi, l'andamento del saggio sui depositi in euromarchi tedeschi è stato l'opposto di quello del dollaro. Il crollo della fiducia in tale moneta ha ampliato il premio del marco tedesco a termine, portandolo in marzo sino a quasi il 10%, ad un livello superiore cioè al rendimento senza copertura dei depositi in eurodollari. Di conseguenza i fondi affluenti sul mercato dell'euromarco tedesco, sia a scopi di arbitraggio sugli interessi sia per ragioni speculative o di riporto, hanno potuto ridurre, dal 4% circa a fine gennaio sin quasi a zero, i saggi su tale divisa. La successiva fluttuazione del marco tedesco rispetto al dollaro ha dirottato le pressioni sul cambio del dollaro dal mercato a termine a quello a pronti. Il premio per il marco tedesco a termine è diminuito quasi al 4,5% nella seconda metà di aprile mentre il saggio dell'euromarco tedesco è salito al 3,5% circa. In giugno quest'ultimo è venuto a trovarsi sotto l'influenza dell'aumento dei saggi dell'eurodollaro, di una forte tensione del mercato monetario interno in Germania e di un'ulteriore riduzione del premio del marco tedesco a termine. Ha raggiunto un massimo di oltre il 9,5% nella seconda metà di luglio ma è successivamente calato al 6% circa a fine settembre.

Con la ripresa del dollaro sul mercato dei cambi, le quotazioni a termine del marco tedesco rispetto al dollaro sono passate dal premio allo sconto durante l'ultimo bimestre del 1973. Come risultato, i saggi dell'euromarco tedesco sono rapidamente balzati ad un massimo del 12,625% ai primi di gennaio, e nel periodo metà dicembre 1973 — fine marzo 1974 si sono mantenuti ben al di sopra di quelli dell'eurodollaro. Comunque, da marzo in avanti il nuovo indebolimento del cambio del dollaro ha cominciato a riflettersi nelle quotazioni a termine. Lo sconto del marco tedesco a termine è gradualmente scomparso e si è nuovamente trasformato in premio; nonostante il movimento al rialzo dei saggi dell'eurodollaro, quelli dell'euromarco sono tornati a meno del 9% ai primi di aprile.

Poichè le autorità svizzere avevano già lasciato fluttuare il franco verso fine gennaio 1973, la crisi valutaria di febbraio-marzo ha avuto un effetto meno sensibile sul saggio dell'eurofranco svizzero. Nondimeno, esso è diminuito dal 5,25 % circa in gennaio a meno del 2,25 % in giugno. Successivamente, ha seguito da vicino il movimento del saggio sui depositi in euromarchi tedeschi ed ha raggiunto un massimo di oltre il 13 % a gennaio 1974.

Il mercato delle euroobbligazioni.

Nonostante che in tutto il mondo si sia intensificata la domanda di fondi per investimenti da parte del settore pubblico e dell'industria privata, nel 1973 le emissioni sul mercato delle euroobbligazioni si sono drasticamente ridotte: il loro volume globale è diminuito a \$4.090 da 6.490 milioni nel 1972. Queste cifre non danno peraltro l'esatta idea della flessione intervenuta, dal momento che il gennaio 1973

**Emissioni obbligazionarie internazionali ed estere:
Offerte al pubblico e collocamenti privati.¹**

Paesi o aree emittenti	Anni	Emissioni internazionali distinte per monete						di cui Obbligazioni convertibili ²	Emissioni estere su mercati nazionali ³
		Dollari SU	Altre monete				Totale		
			Totale	di cui					
milioni di dollari SU									
				Marchi tedeschi ²	Fiorini	Restanti			
Europa occidentale	1971	850	870	400	170	300	1.720	40	600
	1972	1.180	1.310	520	240	550	2.490	130	590
	1973	1.110	950	540	160	250	2.060	180	850
Canada	1971	100	110	110	—	—	210	—	640
	1972	20	350	270	—	80	370	—	1.140
	1973	30	170	170	—	—	200	—	960
Stati Uniti	1971	1.000	110	90	20	—	1.110	200	280
	1972	1.770	280	90	80	90	2.030	1.070	240
	1973	710	110	50	10	50	820	360	480
Altri paesi sviluppati ⁴	1971	170	340	230	50	60	510	50	50
	1972	220	380	260	70	50	600	—	60
	1973	—	140	140	—	—	140	—	40
Resto del mondo ⁵	1971	50	30	30	—	—	80	10	300
	1972	420	120	90	—	30	540	20	340
	1973	370	90	70	20	—	460	80	410
Istituzioni internazionali	1971	70	60	—	30	30	130	—	1.480
	1972	250	210	10	90	110	460	—	1.850
	1973	170	240	20	—	220	410	—	1.720
Totale delle emissioni collocate	1971	2.240	1.520	860	270	390	3.760	300	3.350
	1972	3.860	2.630	1.240	480	910	6.490	1.220	4.230
	1973	2.390	1.700	990	190	520	4.090	620	4.460

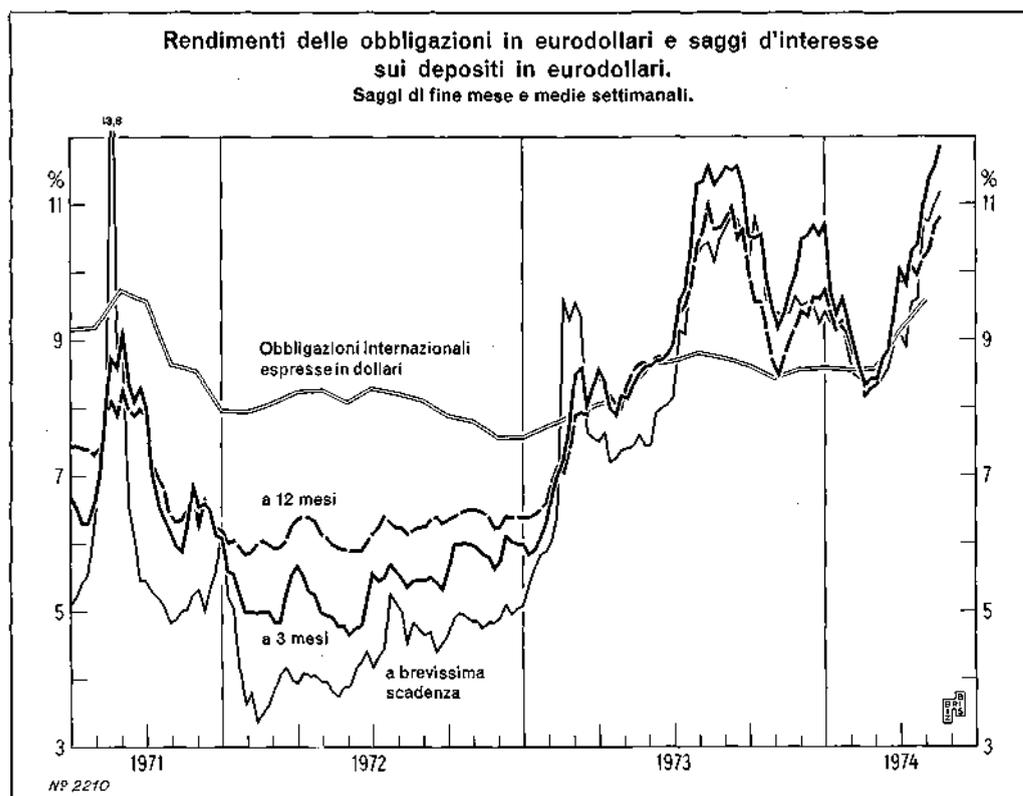
¹ Comprende obbligazioni e titoli con scadenza nominale a cinque o più anni, escludendo prestiti bancari, strumenti di immediato sostegno finanziario e titoli di investimento. ² Include "Schuldscheindarlehen" non negoziabili (prestiti garantiti da certificati di indebitamento), collocati privatamente. ³ Include obbligazioni con buoni separabili, conferenti al portatore il diritto di sottoscrivere azioni. ⁴ Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. ⁵ Comprende piccoli quantitativi collocati da paesi dell'Europa orientale.

si è rivelato un mese eccezionalmente positivo sotto molti aspetti. Tralasciando infatti gennaio, il volume medio mensile delle nuove emissioni è stato inferiore di metà circa a quello del 1972 e nel primo quadrimestre del 1974 si è ridotto a meno di un terzo. Nel corso del periodo sotto rassegna gli investitori privati non bancari sono stati, ad intervalli, praticamente assenti dal mercato ed il grosso delle nuove emissioni è stato acquistato da banche. Inoltre, si è drasticamente ridotto il giro d'affari sul mercato secondario, molti operatori essendosi ritirati.

Le emissioni estere sui mercati nazionali si sono comportate meglio di quelle internazionali ed il volume dei nuovi titoli è salito di \$230 milioni sino a raggiungere \$4.460 milioni. Le emissioni estere in dollari negli Stati Uniti sono diminuite di \$600 milioni, scendendo a \$980 milioni, ma quelle in franchi svizzeri collocate in Svizzera sono aumentate di \$510 milioni, salendo a \$1.530 milioni. Grandissima parte di questa espansione va attribuita ai collocamenti privati di prestiti garantiti da certificati di debito. Le emissioni in marchi tedeschi, pari a \$560 milioni e che, in considerazione del rendimento molto più alto delle obbligazioni tedesche interne sono state assorbite quasi esclusivamente da non residenti, hanno registrato soltanto una modesta variazione.

Il malessere sul mercato delle euroobbligazioni nel periodo in esame va in gran parte ascritto a quattro fattori parzialmente tra loro correlati: l'incertezza relativa ai saggi di cambio, le crescenti preoccupazioni inflazionistiche, il rapido aumento dei saggi a breve e l'attrattiva esercitata dal mercato delle eurovalute. L'instabilità del mercato valutario ha svolto la sua influenza specialmente sino all'estate 1973, quando il venir meno della fiducia nel dollaro ha inaridito la domanda di obbligazioni stilate in eurodollari. Il volume medio mensile dei titoli nuovi emessi durante tale periodo è stato pari solamente ad un quarto di quello registrato tra l'ottobre 1972 e il gennaio 1973, quando il mercato si era dimostrato ottimista riguardo al dollaro e alla politica antinflazionistica SU. La situazione è stata aggravata dall'incremento assai forte dei saggi sui depositi in eurodollari che li ha portati, per la prima volta dall'inizio del 1970, a superare i rendimenti delle euroobbligazioni. Ciò ha costituito un incentivo addizionale per gli investitori a dirottare le loro disponibilità sui mercati a breve. La situazione alquanto inusitata di rendimenti delle euroobbligazioni che crescevano, divenendo però ad un tempo inferiori ai saggi a breve, è risultata particolarmente dannosa per il mercato secondario. Gli operatori commerciali soliti a finanziare le loro scorte di obbligazioni principalmente ricorrendo al mercato delle eurodivise, non solo hanno dovuto fronteggiare perdite in conto capitale dei loro averi ma hanno potuto conservare questi ultimi soltanto a costo di considerevoli perdite in conto interessi. La conseguente debolezza del mercato secondario ha contribuito ulteriormente a ridurre l'interesse degli investitori per le nuove emissioni.

Ci si sarebbe potuti aspettare che le sfortune del dollaro facessero la fortuna delle altre valute, specialmente del marco tedesco, e che i fondi distolti dalle obbligazioni in dollari sarebbero stati investiti in altre componenti, non in dollari, del mercato euroobbligazionario. In effetti, tali previsioni si sono avverate solo in minima parte. Sebbene tra febbraio e giugno l'importo mensile medio delle emissioni non in dollari si sia mantenuto bene, esso si è comunque ragguagliato soltanto all'80%



della media del 1972 e non ha quindi colmato la forte contrazione delle emissioni in dollari. Una delle principali ragioni di ciò va ricercata nell'esitazione dei prenditori di prestiti ad indebitarsi in valute forti. Inoltre, dopo una certa flessione nei mesi precedenti, i rendimenti delle obbligazioni non stilate in dollari, specialmente quelli delle obbligazioni in DM, hanno preso a salire in maggio assai rapidamente, specie grazie all'aumento dei saggi d'interesse interni determinato dall'inasprirsi delle politiche antinflazionistiche. Di conseguenza, non soltanto il rischio valutario ma anche il costo assai elevato degli interessi ha contribuito a scoraggiare i potenziali mutuatari e, nel periodo da luglio ad agosto, la media mensile delle emissioni non in dollari è caduta a meno del 30% della media 1972.

Nel mese di luglio, l'inasprimento in Italia dei controlli sull'esodo di capitali ha in gran parte tagliato fuori dal mercato gli investitori italiani; fino a quel momento essi erano stati una delle residue principali fonti di fondi non bancari. D'altro canto, a partire da settembre, il mercato delle euroobbligazioni, soprattutto la sua componente in dollari, ha beneficiato del leggero miglioramento del clima del mercato valutario e di una temporanea attenuazione dei saggi d'interesse interni. Il volume medio mensile delle emissioni è salito da soli \$ 130 milioni in luglio ed agosto a \$ 340 milioni nel trimestre settembre-novembre. Il fatto che questo volume sia stato nondimeno assai inferiore a quello registrato durante gli ultimi mesi del 1972 e nel gennaio 1973 - periodo anch'esso di rafforzamento del dollaro - è in gran parte dovuto alle prospettive in termini di inflazione, che erano andate progressivamente aggra-

vandosi sin dall'inizio del 1973. In considerazione dell'incertezza riguardo al futuro andamento dei prezzi, i prestatori si sono dimostrati riluttanti ad impiegare le loro disponibilità a saggi d'interesse che, sebbene nominalmente elevati, erano assai bassi, se non negativi, in termini reali, ed hanno preferito tenere i loro mezzi in forma liquida sul mercato degli eurodepositi per giunta a rendimenti più elevati. Nel medesimo tempo, i prenditori esitavano ad indebitarsi a saggi d'interesse che, ove la lotta contro l'inflazione avesse avuto successo, sarebbero risultati troppo elevati in termini reali, ed hanno quindi ritenuto preferibile indebitarsi, a saggi elevati ma aggiustabili, sul mercato delle eurodivise. Gli alti saggi d'interesse e le incertezze connesse con l'inflazione hanno anche contribuito ad un fiacco andamento del mercato azionario. Di conseguenza le emissioni convertibili, che altrimenti avrebbero protetto in qualche modo gli investitori dall'inflazione consentendo ad un tempo ai mutuatari di aggirare l'ostacolo degli alti saggi, non hanno apportato alcun notevole sollievo al mercato delle euroobbligazioni. Al contrario, la quota rappresentata da tali emissioni rispetto al totale si è ridotta dal 19% del 1972 al 15%.

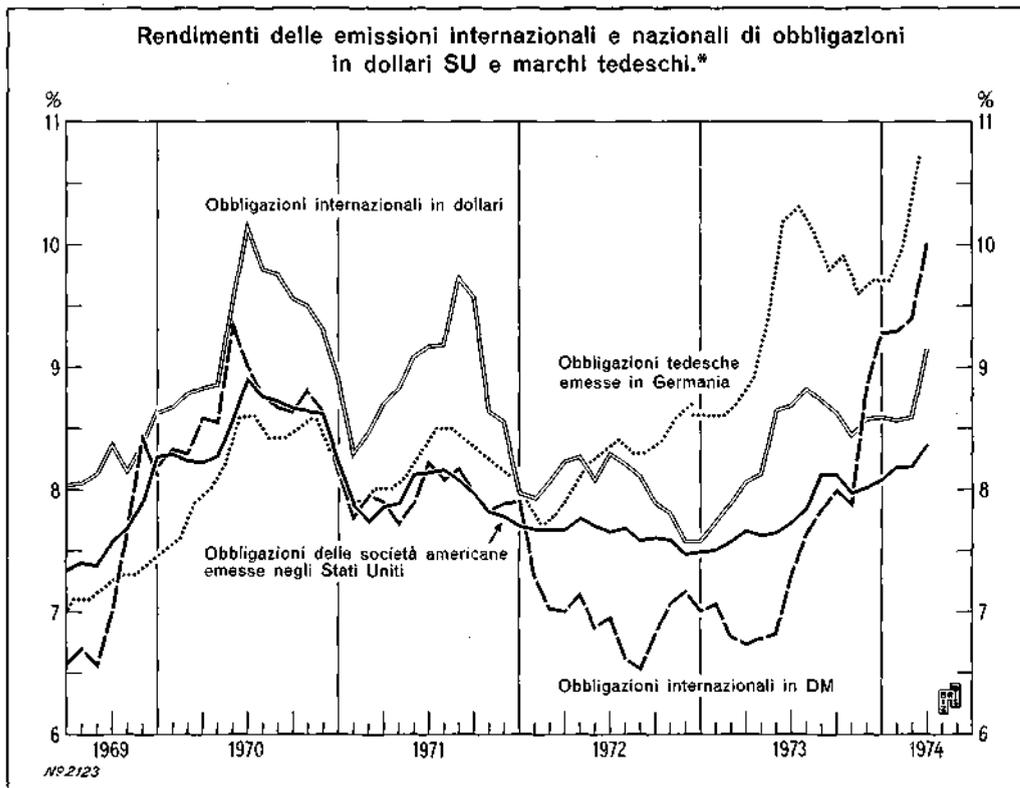
Nell'autunno del 1973 la nuova situazione dei prezzi del petrolio ha reso ancora peggiori le prospettive inflazionistiche e ha dato luogo a rinnovate incertezze sul mercato dei cambi. Il volume delle emissioni è caduto in dicembre a \$70 milioni e si è mediamente ragguagliato a soli \$210 milioni nel primo trimestre del 1974. Contrariamente al primo semestre del 1973, questa volta è stata la componente non in dollari del mercato ad essere particolarmente colpita, e ciò a causa del rafforzamento del dollaro nella seconda metà dell'anno e al forte aumento dei rendimenti delle obbligazioni interne. C'è stato qualche segno di ripresa delle emissioni stilate in unità di conto composite mentre il volume dei nuovi titoli in singole valute diverse dal dollaro è stato assai modesto, sicchè la quota rappresentata dal dollaro si è ragguagliata, durante questo quadrimestre, al 75% del volume globale. Peraltro, l'abolizione negli Stati Uniti dell'imposta di conguaglio sugli interessi, il nuovo indebolimento del dollaro sui mercati valutari e, soprattutto, la rinnovata ascesa dei saggi sui depositi in eurodollari hanno ulteriormente colpito il mercato delle obbligazioni in dollari, le cui emissioni sono cadute in aprile a \$40 milioni.

Considerando l'intero 1973, le emissioni in dollari sono diminuite di \$1.470 milioni a \$2.390 milioni, quelle in marchi tedeschi di \$250 a 990 milioni e quelle in altre valute e unità di conto diverse di \$680 a 710 milioni. Il fiacco andamento nel 1973 delle emissioni non in dollari diverse da quelle in marchi tedeschi — la cui quota rispetto al totale si è ridotta dal 21 al 17% — va principalmente attribuito alla diminuzione dei nuovi titoli stilati in fiorini olandesi e franchi francesi. Come nel caso del marco tedesco, le emissioni in tali valute si sono mantenute bene nel periodo da marzo a giugno ma sono bruscamente cadute nel secondo semestre. D'altro canto, le emissioni in unità di conto composite hanno manifestato una certa ripresa — da \$30 milioni nel 1972 a \$170 milioni l'anno scorso — dovuta in parte all'introduzione di una nuova unità, l'Eurco, il cui valore di cambio è dato da una media ponderata di tutte le monete CEE.

Più sensazionali delle variazioni nella struttura valutaria del mercato sono state quelle concernenti il peso relativo dei singoli gruppi di mutuatari. Caratteristica saliente del 1973 è la flessione da \$2.030 a 830 milioni del volume delle emissioni

effettuate da operatori SU. Tre principali fattori spiegano questa brusca contrazione: l'aumento del costo in conto interessi del finanziamento in euroobbligazioni rispetto a quello del finanziamento in obbligazioni interne SU; il deludente andamento del mercato azionario SU, che ha contribuito ad una riduzione delle euroobbligazioni convertibili emesse da operatori SU da \$1.070 a 360 milioni; ed inoltre, l'annuncio ufficiale nel febbraio 1973 dell'abolizione dell'imposta di conguaglio sugli interessi e del programma di contenimento del credito estero, che entrerà in vigore a fine 1974. Nell'anno corrente vi è stata una sola emissione da parte di operatori americani, effettuata prima che, a fine gennaio, venissero finalmente tolte le limitazioni all'uscita di capitali.

I nuovi titoli emessi da operatori di paesi dell'Europa occidentale sono scesi di soli \$430 milioni a \$2.060 milioni, il che ha portato la loro quota sul totale dal 38 al 50%. Gli organismi internazionali europei hanno coperto un altro 10%. Al livello di \$970 milioni, ovvero di \$180 milioni in più che nel 1972, il singolo importo più ampio è stato collocato dal Regno Unito, dove l'indebitamento all'estero ha avuto il favore ufficiale per ragioni inerenti alla bilancia dei pagamenti. Il ricorso al finanziamento in euroobbligazioni da parte dei paesi scandinavi, per contro, è sceso da \$790 a 310 milioni. Le emissioni di "Altri paesi sviluppati" sono cadute da \$600 a 140 milioni e quelle dei paesi in via di sviluppo da \$540 a 430 milioni.



Per quanto concerne i saggi d'interesse, dopo la flessione del secondo semestre 1972, i rendimenti delle euroobbligazioni in dollari hanno iniziato il 1973 leggermente al di sopra del 7,75 %. In febbraio, peraltro, il crollo della fiducia nel dollaro ha fatto muovere al rialzo i saggi d'interesse ed in luglio i rendimenti hanno raggiunto un massimo dell'8,75 % circa. Nel contempo il premio rispetto ai rendimenti delle obbligazioni interne emesse da società SU, che si era ristretto ad $\frac{1}{8}$ di punto a fine 1972, si è ampliato quasi all'1 %. Nel corso del medesimo periodo i rendimenti delle euroobbligazioni in dollari si sono comunque portati, da un livello superiore di circa 2 punti a quello dei saggi sui depositi a tre mesi in eurodollari, ad un altro mediamente inferiore di due punti. La ripresa del dollaro ha provocato una certa reazione al ribasso da parte dei rendimenti delle euroobbligazioni in dollari nel secondo semestre 1973 ma, con il peggiorare delle prospettive inflazionistiche, la rinnovata incertezza valutaria e la debolezza dei mercati secondari, i rendimenti sono saliti dall'8,5 % del gennaio 1974 ad oltre il 9 % in aprile e maggio.

Rispecchiando la fuga dal dollaro, i rendimenti delle euroobbligazioni in DM sono diminuiti dal 7 % circa dell'inizio 1973 al 6,75 % in marzo. A questo livello essi erano di circa 2 punti inferiori a quelli offerti dalle obbligazioni interne tedesche. L'aumento fortissimo dei saggi d'interesse tedeschi nel periodo marzo-luglio ha spinto verso l'alto i rendimenti delle euroobbligazioni in DM, sebbene lo scarto rispetto ai più elevati rendimenti delle obbligazioni interne sia talvolta arrivato al 3 %. Da agosto in avanti i rendimenti delle obbligazioni interne hanno preso a diminuire, ma, per l'effetto del rafforzamento del dollaro e delle previsioni circa un'attenuazione dei controlli tedeschi sulle entrate di capitali, i rendimenti delle euroobbligazioni in DM hanno continuato a salire rapidamente sino a raggiungere il 9,25 % alla fine dell'anno. A questo livello essi sono diventati superiori a quelli delle obbligazioni in eurodollari per la prima volta dal 1967, mentre il loro scarto rispetto ai più elevati rendimenti delle obbligazioni interne tedesche si è ridotto a meno di mezzo punto. All'inizio del 1974 il nuovo rialzo dei saggi a lungo termine in Germania ha contribuito ad un'ulteriore crescita dei rendimenti delle euroobbligazioni in DM; essi hanno superato in marzo il 10 %, toccando un livello superiore di tre punti e mezzo a quello di un anno prima, incremento questo eccezionalmente ampio per un mercato di obbligazioni a lungo termine.

VI. ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

Lo scorso anno la Banca è stata di nuovo attivamente impegnata nel compito di facilitare la cooperazione tra le banche centrali. Oltre alle regolari riunioni dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei dieci e della Svizzera e a quelle del Consiglio di amministrazione, la Banca ha organizzato riunioni periodiche di funzionari delle banche centrali per esaminare questioni, quali l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi e il mercato delle eurodivise, nonché convegni per effettuare studi e scambiare informazioni su altri problemi economici e monetari, tecnici e giuridici interessanti le banche centrali. I convegni su problemi tecnici hanno trattato un'ampia gamma di soggetti relativi allo sviluppo nell'uso dei calcolatori elettronici ad opera delle banche centrali. Essi hanno permesso non solo uno scambio di informazioni e di esperienze sull'impiego da parte delle banche centrali di apparecchiature e procedure per calcolatori, ma hanno anche incluso nei loro lavori materie diverse quali lo sviluppo di standards comuni, la creazione di una banca dei dati per la memorizzazione di informazioni monetarie ed economiche che possano interessare le banche centrali, e la messa in funzione di sistemi elettronici per lo smistamento di messaggi e per i trasferimenti internazionali di fondi.

La BRI ha anche partecipato, in veste di osservatore, ai lavori del Comitato del Consiglio dei Governatori del Fondo monetario internazionale per la Riforma del sistema monetario internazionale e questioni connesse, istituito nel settembre 1972 e comunemente noto come Comitato dei venti. Alle riunioni di questo Comitato la Banca è stata rappresentata a livello sia ministeriale che di sostituti, ed ha preso anche parte ai lavori del Gruppo tecnico su Interventi e Regolamenti creato dal Comitato stesso. Il 21 gennaio 1974 la Banca è stata designata dal FMI quale detentrica di diritti speciali di prelievo, diventando, così, il primo istituto non membro autorizzato ad accettare, conservare ed usare DSP.

La Banca ha continuato a mettere a disposizione il Segretariato per il Comitato dei Governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea e per il Consiglio dei Governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria nonché per i loro sottocomitati e gruppi di esperti tra i quali si possono ricordare: il Comitato dei supplenti dei Governatori, un gruppo specializzato nei problemi tecnici sollevati dall'integrazione monetaria (sistema di cambi nella Comunità, creazione di un fondo comune delle riserve, ecc.), un gruppo incaricato di esaminare periodicamente l'andamento dell'offerta di moneta nei paesi membri ed un gruppo cui è affidata l'elaborazione del regolamento per il futuro personale del Fondo europeo di cooperazione monetaria.

Questi gruppi, la maggioranza dei quali generalmente si riuniscono a Basilea, hanno tenuto numerose riunioni ad intervalli regolari durante il periodo 1973-74; i loro lavori hanno riguardato, in particolare, il funzionamento del sistema di margini fissi di fluttuazione in vigore tra le valute dei paesi della Comunità economica europea, l'adattamento dell'esistente meccanismo di sostegno monetario a breve termine tra le banche centrali della Comunità economica europea, le condizioni per la progressiva formazione di un fondo comune delle riserve, il problema dell'oro e la lotta contro l'inflazione.

Durante lo scorso anno, la Banca ha anche continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri del Gruppo dei dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri del Gruppo e al Gruppo di lavoro 3 dell'OCSE i dati statistici relativi ai mezzi impiegati per finanziare i saldi attivi e passivi nei conti con l'estero dei paesi stessi. Inoltre, la Banca svolge tuttora le funzioni di Agente dell'OCSE in connessione con l'applicazione dell'Accordo relativo alla Garanzia di Cambio stipulato da diciotto banche centrali europee il 1° gennaio 1973, immediatamente dopo lo spirare dell'Accordo monetario europeo. Nel corso del 1973 la Banca ha altresì proseguito nell'attività di raccogliere, esaminare e distribuire i dati statistici relativi al mercato delle eurodivise, partecipando anche ad altri lavori del Gruppo dei dieci e dell'OCSE.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio e il conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1974, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.*

* * *

Il totale del bilancio al 31 marzo 1974 ammonta alla cifra	
senza precedenti di fine esercizio di	F 31.615.466.191
contro, al 31 marzo 1973,	F 25.249.615.031
Si è pertanto registrato un incremento di	F 6.365.851.160

pari al 25 %, che compensa e supera la contrazione del 14 % subita durante il precedente esercizio finanziario.

E' opportuno, però, osservare che una parte del cennato aumento - circa 500 milioni di franchi - va ascritta sia alla rivalutazione del 5,5 % del marco tedesco nel giugno 1973, sia alla rivalutazione di fatto di altre monete, del franco svizzero in particolare.

* Qualora non sia diversamente specificato, tutti gli importi riportati in questo capitolo sono espressi in franchi oro (abbreviati in F). La conversione in franchi oro (unità di 0,290 322 58 ... grammi di oro fino, secondo l'articolo 4 dello Statuto) delle diverse valute che entrano in bilancio è stata effettuata sulle seguenti basi: per il dollaro SU sulla base della parità ufficiale, e cioè \$SU 42,22 per oncia di fino; per le monete fluttuanti congiuntamente, sulla base del cambio centrale; per le altre monete, è stato adottato il tasso medio di mercato rispetto al dollaro SU alla data del 28 marzo 1974.

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
1965	7.850	+ 2.072	+ 36
1966	7.882	+ 32	—
1967	8.232	+ 350	+ 4
1968	12.041	+ 3.809	+ 46
1969	14.643	+ 2.602	+ 22
1970	20.699	+ 6.056	+ 41
1971	23.856	+ 3.157	+ 15
1972	29.362	+ 5.506	+ 23
1973	25.250	— 4.112	— 14
1974	31.615	+ 6.365	+ 25

Nel bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività (saldi bancari, effetti e altri titoli) detenute dalla Banca in qualità di Terzo Designato ai termini del contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonchè di Fiduciario per il servizio di prestiti pubblici internazionali;
- 3) l'oro in custodia presso la BRI, che al 31 marzo 1974 ammontava a 1.014 milioni di franchi, rispetto a 931 milioni di franchi al 31 marzo 1973.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE).

**BRI: Evoluzione della composizione delle risorse
negli ultimi dieci esercizi finanziari.**

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale del bilancio
	milioni di franchi			
1965	151	7.417	282	7.850
1966	151	7.449	282	7.882
1967	151	7.764	317	8.232
1968	170	11.548	323	12.041
1969	200	14.133	310	14.643
1970	463	20.060	176	20.699
1971	539	23.086	231	23.856
1972*	754	28.401	207	29.362
1973*	849	24.179	222	25.250
1974*	967	30.378	270	31.615

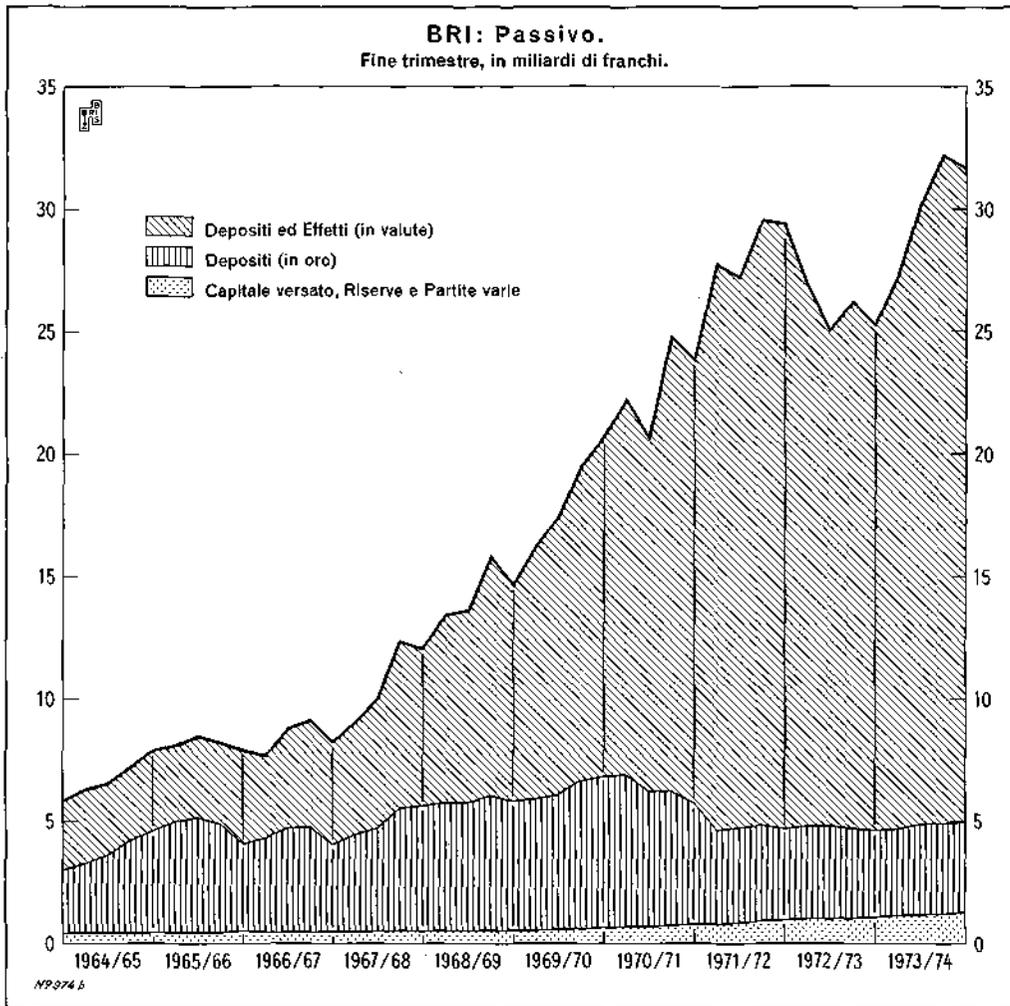
*Dopo la ripartizione dell'utile netto annuo.

A. Capitale, riserve, accantonamenti e passività diverse.

a) Capitale versato

F 300.703.125

Il capitale autorizzato è rimasto invariato; così pure il capitale emesso, che è suddiviso in 481.125 azioni, liberate nella misura del 25%.



b) Riserve

1) Fondo di riserva legale

F 30.070.313

Il relativo importo è rimasto invariato rispetto al 31 marzo 1973 avendo raggiunto il livello massimo previsto dall'Articolo 51(1) dello Statuto, e cioè il 10% del capitale versato.

2) Fondo di riserva generale

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1973-74

F 309.447.193

contro 252,6 milioni di franchi al 31 marzo 1973; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 56,8 milioni di franchi; poichè l'attribuzione statutaria al predetto Fondo, quest'anno, ne rende l'ammontare superiore a quello del capitale versato, la somma da trasferire è stata ridotta, conformemente alle disposizioni dell'Articolo 51(4) dello Statuto.

3) *Fondo speciale di riserva per dividendi* F 75.175.781

Il relativo importo è rimasto invariato, avendo raggiunto già nel 1973 il livello massimo di un quarto del capitale versato, in conformità dell'Articolo 51(5) dello Statuto.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1973-74 F 251.518.200

contro 190,3 milioni di franchi al 31 marzo 1973; la proposta di trasferimento al Fondo dell'utile netto è quindi di 61,2 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1973-74 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 666.211.487

contro 548,2 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, pari ad un incremento di 118 milioni.

c) le "Partite varie" ammontano a F 140.464.707

contro 101,7 milioni di franchi, pari ad un aumento di 38,8 milioni.

d) *Accantonamento per costruzioni* F 103.251.698

contro 92,9 milioni di franchi; l'incremento di 10,4 milioni di franchi deriva, al netto, da un ulteriore importo di 15 milioni di franchi assegnati a questa voce per decisione del Consiglio di amministrazione più un utile di cambio di 6,8 milioni, meno l'ammortamento di spese sostenute nella misura di 11,4 milioni di franchi.

e) *Conto profitti e perdite, prima della ripartizione* F 145.063.281

Questa cifra corrisponde all'utile netto per l'esercizio 1973-74, il quale presenta un aumento di 23 milioni di franchi rispetto all'utile netto di 122,1 milioni conseguito nel precedente esercizio, pur restando leggermente inferiore a quello dell'esercizio 1971-72 pari a 148,8 milioni. I dettagli delle proposte di ripartizione dell'utile per il 1973-74 sono riportati al paragrafo 7 di questo capitolo; tali proposte, di cui si è già fatta frequentemente menzione a proposito dell'andamento delle riserve, raccomandano in particolare di accantonare un importo di 27.063.281 franchi per il pagamento del dividendo, da effettuarsi alla data del 1° luglio 1974.

B. Fondi ricevuti in prestito.

Le due tabelle che seguono indicano l'*origine*, la *natura* e la *scadenza* delle risorse ricevute in prestito dalla Banca.

Ciascuna delle tre categorie di fondi ricevuti in prestito è aumentata; l'incremento dei "Depositi di banche centrali", che consistono essenzialmente di dollari SU, è molto forte sia in valore assoluto che relativo (+25%) ed è all'origine della parte maggiore dell'aumento complessivo del bilancio; lo sviluppo dei "Depositi di altri

BRI: Origine delle risorse ricevute in prestito.

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1973	1974	
milioni di franchi			
Depositi di banche centrali	23.086	28.809	+ 5.723
Depositi di altri depositanti	578	1.017	+ 439
Effetti	515	552	+ 37
Totale	24.179	30.378	+ 6.199

depositanti" è rilevante soprattutto in termini relativi (+76%); mentre il leggero aumento della voce "Effetti" - tutti stilati in franchi svizzeri - deriva unicamente dall'apprezzamento di questa moneta espressa in franchi oro durante il decorso esercizio.

L'aliquota di ciascuna di queste tre voci rispetto al totale delle risorse ricevute in prestito è rimasta sostanzialmente invariata nel corso dell'esercizio finanziario, continuando la prima a rappresentare la quasi totalità di tali risorse (95 %).

BRI: Natura e scadenza delle risorse ricevute in prestito.

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione	Fine esercizio		Variazione
	1973	1974		1973	1974		1973	1974	
milioni di franchi									
A vista	3.270	2.851	- 419	384	147	- 237	—	—	—
Fino a tre mesi	239	244	+ 5	17.202	22.691	+ 5.489	—	—	—
Ad oltre tre mesi	17	614	+ 597	2.552	3.279	+ 727	515	552	+ 37
Totale	3.526	3.709	+ 183	20.138	26.117	+ 5.979	515	552	+ 37

a) Depositi in oro

F 3.709.052.503

contro 3.526 milioni di franchi al 31 marzo 1973; l'aumento di 183 milioni, pari al 5%, compensa la contrazione di 174 milioni registrata nell'esercizio precedente; esso è da attribuire ai depositi con scadenza superiore ai tre mesi ed è in relazione alla possibilità offertasi alla Banca di utilizzare l'oro in modo remuneratore. Ai medesimi fini sono state effettuate alcune conversioni dei depositi a vista in depositi a termine, che spiegano sia il restante forte aumento dei fondi a più di tre mesi, sia la diminuzione dei depositi a vista; si è assistito pertanto ad un'inversione dell'andamento avutosi in questi ultimi anni, che ha portato la banca a ridurre progressivamente i suoi averi di oro a termine.

b) Depositi in valute

F 26.117.228.422

contro 20.138 milioni di franchi al 31 marzo 1973, pari ad un aumento di 5.979 milioni (+30%); questa forte espansione - che compensa ampiamente la diminuzione

di 4.079 milioni registrata nello scorso esercizio - è rappresentata quasi integralmente da fondi a tre mesi al massimo; si registra però anche una riduzione dei depositi a vista ed un incremento di quelli ad oltre tre mesi, ambedue notevoli in termini relativi (rispettivamente, -62% e +28%).

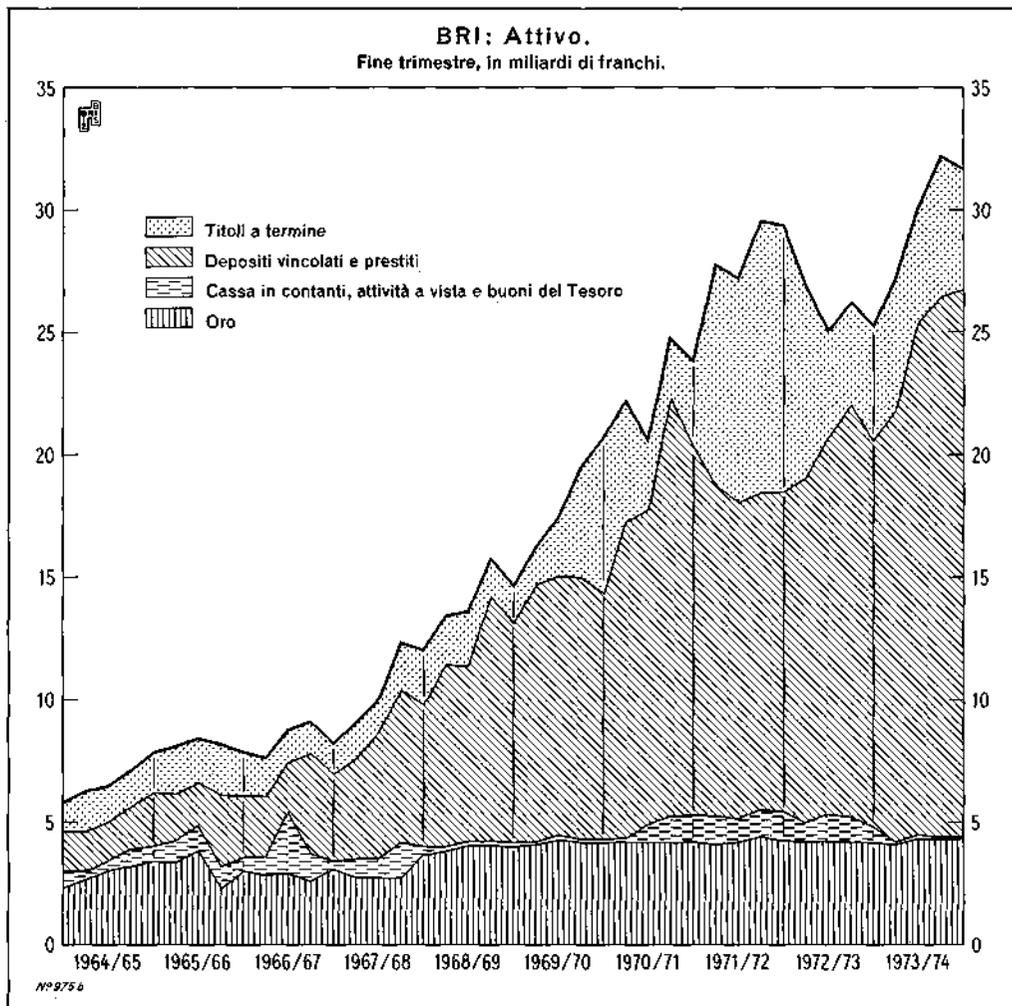
c) Effetti

F 551.490.968

contro 515 milioni di franchi al 31 marzo 1973.

All'inizio dell'esercizio finanziario, i "Depositi in oro" rappresentavano il 15% del totale dei fondi ricevuti in prestito, i "Depositi in valute" l'83% e gli "Effetti" il 2%; al 31 marzo 1974 tali aliquote erano rispettivamente del 12, 86 e 2%, manifestando così una maggiore predominanza dei fondi di valuta.

ATTIVO (UTILIZZO DELLE RISORSE).



La tabella che segue illustra la composizione delle principali attività della Banca in base alla loro *natura*.

BRI: Composizione delle attività a vista e di altri investimenti.

Natura	Fine esercizio		1974		Variazione	
	1973	1973	1974	1974		
milioni di franchi						
Attività a vista						
Oro	4.126		4.332		+ 206	
Valute	84	4.210	47	4.379	- 37	+ 169
Buoni del Tesoro						
Valute		596		8		- 588
Depositi vincolati e prestiti						
Oro	2		71		+ 69	
Valute	15.742	15.744	22.242	22.313	+ 6.500	+ 6.569
Titoli a termine						
Valute		4.638		4.889		+ 251
Totale						
Oro	4.128		4.403		+ 275	
Valute	21.060	25.188	27.186	31.589	+ 6.126	+ 6.401

La ripartizione di queste voci attive richiede i commenti seguenti:

- a) Oro F 4.331.647.919
 consistente unicamente di oro in barre - contro 4.126 milioni di franchi al 31 marzo 1973; l'aumento di 206 milioni registrato durante l'ultimo esercizio finanziario corrisponde ai nuovi depositi in oro ricevuti dalla Banca e ad una parte dell'oro liberato a seguito della scadenza di operazioni di riporto in oro contro valute; bisogna parimenti rilevare che, come risulta dalla nota 3 del bilancio, una parte degli averi in oro, pari a 761 milioni, è stata costituita in pegno.
- b) Cassa in contanti e in conti a vista presso le banche F 47.239.352
 contro 84 milioni di franchi al 31 marzo 1973; presenta quindi una flessione di 37 milioni, che esprime parzialmente quella dei depositi a vista in moneta.
- c) Buoni del Tesoro F 8.443.903
 contro 596 milioni di franchi al 31 marzo 1973; l'ammontare insignificante assunto da questa posta va ascritto alla scadenza di investimenti non rinnovabili sotto tale forma.
- d) Depositi vincolati e prestiti F 22.312.572.729
 contro 15.744 milioni di franchi al 31 marzo 1973, pari ad un aumento di 6.569 milioni. I depositi vincolati e i prestiti in oro passano da 2 milioni a 71 milioni di franchi, avendo la Banca reinvestito sotto forma di depositi a termine una parte dell'oro recuperato alla scadenza, già menzionata in precedenza, dei riporti contro valute; quelli in valute, saliti da 15.742 milioni a 22.242 milioni di franchi, registrano un forte aumento, di 6.500 milioni, che corrisponde ad incrementi spesso importanti di averi della Banca su diversi mercati, in particolare su quello degli Stati Uniti.

e) Titoli a termine F. 4.889.378.554

contro 4.638 milioni di franchi al 31 marzo 1973; l'accrescimento di questo portafoglio, pari a 251 milioni, rappresenta essenzialmente la differenza tra acquisti sul mercato degli Stati Uniti di certificati di deposito e di accettazioni bancarie, da una parte e scadenze di effetti stilati in monete europee, dall'altra.

f) Diversi F 26.183.733

contro 62 milioni di franchi al 31 marzo 1973, con una riduzione di 36 milioni.

La tabella che segue riproduce la ripartizione dei Depositi vincolati e prestiti e dei Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

BRI: Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1973	1974	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	15.063	21.967	+ 6.904
Ad oltre tre mesi	5.319	5.235	— 84
Totale	20.382	27.202	+ 6.820

Operazioni a termine su oro.

Questa partita, che figura alla nota 2 del Bilancio, ha conseguito un saldo attivo netto (oro da ricevere) di F 2.979.720

contro un saldo netto passivo di 95 milioni di franchi a fine marzo 1973, registrando cioè una riduzione di 92 milioni nel corso dell'esercizio. Tale variazione va ascritta alla scadenza delle già menzionate operazioni di riporto in oro (riacquistato a termine) contro valute.

* *
*

Durante l'esercizio sociale 1973-74, l'attività operativa della Banca ha avuto un andamento parallelo a quello del bilancio e dei profitti, portandosi così ad un livello molto elevato.

3. Le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali.

In conformità degli accordi in vigore, nell'anno sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le nuove obbligazioni emesse dal Governo della Repubblica federale tedesca, ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, rispettivamente per il Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) — ormai interamente giunto a scadenza — e per il Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young).

Per il Prestito Young, l'esercizio finanziario 1973-74 si è chiuso il 1° giugno 1974. I relativi interessi sono ammontati a circa 26,8 milioni di franchi e sono stati

debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Il rimborso delle obbligazioni convertite, relativamente all'anno finanziario 1973-74, è stato effettuato interamente mediante acquisti di obbligazioni sul mercato. Tutte le obbligazioni consolidate in essere sono state rimborsate il 1° dicembre 1972, mentre la data ultima di scadenza delle obbligazioni convertite è il 1° giugno 1980.

La questione se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'Accordo di Londra sia applicabile nel caso delle rivalutazioni del DM del 1961 e 1969 è stata deferita nel maggio 1971 alla corte di arbitraggio prevista dal suddetto Accordo; la procedura arbitrale è attualmente in corso. Le più recenti questioni relative all'applicazione della garanzia di cambio, sorte in seguito alla fluttuazione dei tassi di cambio di diverse valute di emissione e all'introduzione - e, in alcuni casi, alla successiva variazione - dei tassi centrali per talune di esse, sono state sottoposte dalla Banca all'esame dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni del Prestito suddetto.

**Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young).
Obbligazioni convertite.**

Emissione	Valuta	Valore di rimborso*			Saldo
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1958-59 al 1972-73	1973-74	
Americana . . .	\$	67.003.000	14.656.000	1.583.000	50.764.000
Belga	fr.belgi	202.869.000	43.287.000	4.160.000	155.422.000
Britannica . . .	£	20.665.500	4.393.400	406.000	15.866.100
Francese	fr.fr.	501.834.000	107.238.000	10.574.000	384.022.000
Olandese	florini	52.578.000	10.994.000	1.071.000	40.513.000
Svedese	cor.sv.	92.780.000	19.746.000	2.017.000	71.017.000
Svizzera	fr.sv.	58.392.000	12.316.000	1.147.000	44.929.000
Tedesca	DM	14.509.000	3.027.000	282.000	11.200.000

* Valore di rimborso al 1° maggio 1974, determinato in conformità delle disposizioni dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, ma senza tener conto delle rivalutazioni del DM del 1961 e del 1969, della fluttuazione dei tassi di cambio e dell'introduzione - ed in alcuni casi della successiva variazione - dei tassi centrali per alcune valute di emissione.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convaldate del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, le cui operazioni sono state eseguite in conformità degli accordi relativi.

La situazione di questo prestito è indicata nella seguente tabella.

Prestito internazionale del Governo austriaco 1930.

Emissione	Valuta	Valore nominale			Saldo
		Obbligazioni convaldate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		
			dal 1959 al 1972	1973	
Americana . . .	\$	1.667.000	1.095.000	97.000	475.000
Anglo-olandese .	£	856.600	543.900	47.500	265.200
Svizzera	fr.sv.	7.102.000	3.943.000	376.000	2.783.000

4. La Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio.

La tabella che segue riporta l'ammontare dei prestiti garantiti emessi tra il 1954 e il 1961 dalla Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio per la quale la Banca esercita le funzioni di Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità il 28 novembre 1954.

Durante l'esercizio finanziario sotto rassegna, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 12 milioni di franchi per interessi e circa 38 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si è ridotto a circa 218 milioni di franchi.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1974	Saggio d'interesse %	Data di scadenza o rimborso dei prestiti
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo SU	\$ 100.000.000	36.100.000	3 ³ / ₈	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	Fr.belgi 200.000.000	93.600.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^a	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf e Münster ¹	DM 50.000.000	17.345.600	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	9.360.000 —	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^a	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	786.047	4 ¹ / ₄	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	5.000.000	4 ¹ / ₄	1974
7 ^a	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	2.200.000	5 ¹ / ₂	1975
8 ^a			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^a			Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	56.337.957	5 ³ / ₈	1982
11 ^a	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	12.000.000	5	1978
12 ^a			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^a	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	11.600.000	5 ³ / ₈	1980
14 ^a			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1964
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	69.673.305	5 ¹ / ₂	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	26.550.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ I creditori originari Rheinische Girozentrale und Provinzialbank e Landesbank für Westfalen Girozentrale si sono fusi a partire dal 1° gennaio 1969, adottando la denominazione Westdeutsche Landesbank Girozentrale.
² Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di vecchi franchi francesi.

5. La Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria.

Dal 1° giugno 1973 la Banca opera come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria, costituito il 6 aprile 1973 dai paesi membri della Comunità economica europea. Poichè il Fondo è solo al suo stadio iniziale, le funzioni della Banca sono essenzialmente di natura contabile; esse consistono nel tenere i conti del Fondo allo scopo di registrare:

- i debiti e i crediti delle banche centrali CEE nei confronti del Fondo, derivanti dagli interventi effettuati nelle monete dei paesi membri, per mantenere il margine fissato del 2,25%; o dai finanziamenti concessi in base agli accordi di sostegno monetario a breve termine;
- il regolamento periodico di questi debiti e crediti.

A causa delle tensioni verificatesi sui mercati valutari nel 1973-74 le banche centrali CEE hanno ritenuto necessario intervenire frequentemente e a volte su larga scala, al fine di mantenere le loro valute nella fascia di fluttuazione generalmente nota come "serpente".

Nel corso dell'anno passato le cinque banche centrali interessate - ridotte a quattro dal 20 gennaio 1974, allorchè la Banca di Francia ha smesso di difendere i limiti di cambio sul suo mercato - sono state alternativamente debitrice e creditrice; la loro posizione si è più volte completamente invertita, spesso in un periodo molto breve. Questi movimenti in opposte direzioni sono stati, ovviamente, di differente entità cosicchè, globalmente, i saldi netti hanno presentato debiti e crediti sostanziali che sono stati, inoltre, solo in modesta misura ridotti mediante la compensazione automatica o volontaria di debiti e crediti con scadenze identiche o differenti.

Per l'Agente del Fondo questo andamento del "serpente" ha portato ad un aumento di operazioni da registrare, di calcoli da compiere (saggi d'interesse, cambi di conversione, ecc.) e di informazioni da raccogliere, controllare e distribuire.

6. Emendamento dell'Articolo 30 dello Statuto della Banca.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso nella sua riunione del 9 aprile 1974 di convocare un'Assemblea generale straordinaria per il 10 giugno 1974 al fine di apportare una lieve modifica al testo dell'Articolo 30 dello Statuto della Banca. Il Consiglio ha ritenuto che la limitazione contenuta nell'Articolo 30, che impedisce ad un consigliere di diritto di nominare consigliere della Banca secondo l'Articolo 27(2) un ex Governatore di banca centrale che sia stato eletto o nominato membro di un corpo legislativo, potrebbe, a volte, non essere nel migliore interesse della Banca. Il Consiglio di amministrazione ha, perciò, deciso di proporre all'Assemblea generale straordinaria che il testo dell'Articolo 30 dello Statuto della Banca venga così modificato:

"I membri o i funzionari di un governo non possono essere nominati o rimanere in carica quali consiglieri salvo quando si tratti di Governatori di banche centrali; parimenti, i membri di un corpo legislativo non possono essere nominati o rimanere in carica quali consiglieri salvo quando si tratti di Governatori o ex Governatori di banche centrali."

7. Distribuzione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantaquattresimo esercizio finanziario, chiuso il 31 marzo 1974, presentano un saldo attivo netto operativo di 168.212.066 franchi, a fronte di 136.048.276 franchi, per l'esercizio finanziario precedente e di 156.364.072 franchi per l'esercizio 1971-72. Questo consistente aumento è attribuibile in via principale al volume di fondi sostanzialmente più elevato che la Banca ha trattato durante lo scorso anno finanziario.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 8.148.785 franchi all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e 15.000.000 di franchi all' "Accantonamento per costruzioni". A seguito di tali decisioni, l'utile netto ammonta a 145.063.281 franchi a fronte di 122.063.281 franchi per l'esercizio finanziario precedente e 148.832.656 franchi per l'esercizio 1971-72. La distribuzione di tale importo è stabilita dall'Articolo 51 dello Statuto.

In conformità di tale Articolo, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale distribuisca l'utile netto di 145.063.281 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 18.042.187 franchi per il pagamento del dividendo prioritario del 6% l'anno, pari a 37,50 franchi per azione;
- 2) un importo di 9.021.094 franchi - somma che rientra nel limite statutario del 20% della rimanenza dell'utile netto - per il pagamento del massimo dividendo addizionale del 3% l'anno, pari a 18,75 franchi per azione.
- 3) un importo di 56.813.983 franchi al Fondo di riserva generale, ed infine
- 4) un importo di 61.186.017 franchi, rappresentante la rimanenza dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo globale ammonterà a 56,25 franchi per azione e sarà corrisposto il 1° luglio 1974 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1974.

Nell'interesse degli azionisti il Consiglio di amministrazione ha deciso nella sua riunione del maggio 1974 che, qualora la situazione del mercato dei cambi a quel momento esistente nei confronti del franco svizzero si dovesse protrarre sino alla data dell'Assemblea generale ordinaria, la conversione del dividendo in franchi svizzeri sia effettuata sulla base della parità ufficiale aurea del franco svizzero, e cioè di fr. sv. 1 = 0,217 592 5926 grammi di oro fino. Su questa base il dividendo verrebbe pagato nella misura di fr. sv. 75,05 per azione, ed a causa della differenza di cambio il costo totale del dividendo aumenterebbe di circa 4 milioni di franchi oltre e al di sopra dell'importo già destinato al pagamento del dividendo stesso in sede di bilancio al 31 marzo 1974. L'ammontare addizionale verrebbe stornato dagli utili della Banca per l'esercizio 1974-75.

Il bilancio, il conto profitti e perdite e i movimenti che si sono verificati durante l'esercizio finanziario nell'Accantonamento per costruzioni sono riportati alla fine

della presente Relazione. La contabilità della Banca è stata verificata dai Signori Price Waterhouse & Co., Zurigo, i quali hanno confermato che il bilancio e il conto profitti e perdite rispecchiano in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1974, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei Signori Price Waterhouse & Co. si trova in calce al bilancio.

8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

Il mandato del Dott. Jelle Zijlstra come Presidente del Consiglio e Presidente della Banca, venuto a scadere il 30 giugno 1973, è stato rinnovato in base all'Articolo 38 dello Statuto, nella riunione del Consiglio del 18 giugno 1973, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 30 giugno 1976.

Il 1° luglio 1973 il Signor Gordon W. H. Richardson è succeduto a Lord O'Brien of Lothbury nella carica di Governatore della Banca d'Inghilterra, divenendo così membro di diritto del Consiglio in sostituzione di Lord O'Brien. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 18 giugno 1973 il Presidente ha espresso a Lord O'Brien la sincera e profonda gratitudine di tutti i membri del Consiglio per il suo importante e prezioso contributo al lavoro della Banca durante questi sette anni in cui ha ricoperto la carica.

Alla fine di ottobre 1973 il Signor Per Åsbrink ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Governatore della Sveriges Riksbank, presentando contemporaneamente quelle dal Consiglio di amministrazione della BRI. Nella riunione del Consiglio dell'11 settembre 1973 il Presidente ha ringraziato il Signor Åsbrink per gli eminenti servizi resi alla Banca nel periodo di permanenza in carica durato circa diciotto anni.

Il mandato del Signor Henri Deroy come Consigliere, che veniva a scadere il 31 ottobre 1973, è stato rinnovato, in base all'Articolo 27(2) dello Statuto, dal Signor Olivier Wormser, Governatore della Banca di Francia, nell'ottobre 1973 per un ulteriore periodo di tre anni. Il mandato del Signor Deroy come Vice-Presidente del Consiglio è venuto pure a scadere il 31 ottobre 1973. Nella riunione del 13 novembre 1973 il Consiglio lo ha rieletto, in base all'Articolo 38 dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che avrà termine il 31 ottobre 1976.

Nella riunione del Consiglio dell'11 dicembre 1973 il Governatore della Sveriges Riksbank, Signor Krister Wickman, è stato eletto Consigliere, in base all'Articolo 27(3) dello Statuto, fino al 31 marzo 1975.

Il Presidente ha informato il Consiglio, nella riunione dell'11 dicembre 1973, che il Signor Wormser ha nominato suo Sostituto il Signor Henri Koch al posto del Signor Marcel Théron. Egli ha espresso la gratitudine della Banca al Signor Théron per gli apprezzati servizi da lui resi in oltre sei anni di attività.

Nella riunione del 12 marzo 1974 il Consiglio ha appreso con grande rammarico dal Presidente che il Signor Michael J. Babington Smith aveva deciso di lasciare la sua carica nel Consiglio a partire dal 20 febbraio 1974. Il Presidente gli ha tributato un caloroso omaggio per gli apprezzatissimi servizi resi alla Banca in quasi nove anni di attività.

Il mandato del Dott. Edwin Stopper come Consigliere, venuto a scadere il 31 marzo 1974, è stato rinnovato, in base all'Articolo 27(3) dello Statuto, nella riunione del 12 marzo 1974 per un ulteriore periodo di tre anni fino al 31 marzo 1977. Alla fine del mese successivo il Dottor Stopper ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Presidente del Direttorio della Banca Nazionale Svizzera, presentando contemporaneamente quelle dal Consiglio di amministrazione della BRI. Nella riunione del Consiglio del 9 aprile 1974 il Presidente ha ringraziato il Dottor Stopper per gli eminenti servizi resi alla Banca durante quasi otto anni. Nella stessa riunione il Dott. Fritz Leutwiler, che è stato nominato a succedere al Dottor Stopper nella carica di Presidente del Direttorio della Banca Nazionale Svizzera, è stato eletto, in base all'Articolo 27(3) dello Statuto, Consigliere fino al 31 marzo 1977.

Il Signor Donald H. Macdonald, venuto alla BRI dalla Banca d'Inghilterra nel 1954 e membro della Direzione dal 1962, ha lasciato la carica di Capo del Dipartimento bancario alla fine del 1973. Nella riunione del Consiglio dell'11 dicembre 1973 il Presidente ha espresso al Signor Macdonald la più viva stima e la gratitudine di tutti i membri del Consiglio per la grande abilità e le eminenti qualità professionali che ha sempre mostrato nello svolgimento delle sue importanti funzioni. Nella stessa riunione il Consiglio ha nominato il Signor R.T.P. Hall Capo del Dipartimento bancario dal 1° gennaio 1974. Il 31 ottobre 1973 il Signor A. Norman Bartrop, Condirettore, per quasi vent'anni Capo della Sezione della Contabilità della BRI, ha lasciato la Banca dopo oltre ventidue anni di apprezzata e devota attività.

Il Presidente, nella riunione del Consiglio dell'8 gennaio 1974, ha annunciato la decisione della Banca di promuovere il Signor Robert Chaptinel Direttore Supplente e il Dott. Karl Schmid Condirettore. Ambedue le nomine decorrono dal 1° gennaio 1974.

Nella riunione del Consiglio del 12 marzo 1974 il Presidente ha annunciato anche la promozione del Signor Roger G. Stevenson e del Signor Rémi Gros al grado di Condirettore dal 1° aprile 1974.

* *
*

La Banca ha appreso con profondo dolore il decesso del Dott. Wilhelm Vocke avvenuto il 19 settembre 1973 e quello del Dottor Rudolf Brinckmann il 2 gennaio 1974. Il Dottor Vocke è stato membro della delegazione tedesca alla Conferenza del 1929 a Baden-Baden, ove è stata elaborata la redazione dell'Atto costitutivo e dello Statuto della Banca. Tra il 1930 e il 1939 ha ricoperto la carica di Sostituto nel Consiglio di amministrazione e, come Presidente della Bank deutscher Länder, ha fatto parte del Consiglio dal 1950 alla fine del 1957. Anche il Dottor Brinckmann è stato membro del Consiglio di amministrazione dal 1950 alla fine di luglio 1970, quando ha lasciato il suo incarico.

CONCLUSIONE.

Le prospettive che circa un anno fa si presentavano ai paesi industrializzati lasciavano intravedere un periodo di assestamento delle loro economie. La produzione manifestava in generale un ritmo di espansione tale da ritenersi insostenibile, mentre nella maggior parte dei paesi la politica economica aveva assunto un orientamento decisamente restrittivo proprio per combattere l'inflazione e la struttura dei cambi aveva ceduto sotto il peso di forti squilibri nei pagamenti internazionali. In tale situazione, peraltro, l'aumento del prezzo del greggio ad un livello quadruplo di quello precedente, stabilito dai paesi esportatori di petrolio verso la fine dell'anno, ha impresso il suo sigillo sugli sviluppi dell'attività economica.

Il rapido ritmo di sviluppo segnato dalla produzione nel 1972 era continuato nel primo semestre del 1973, per poi attenuarsi nel secondo semestre fino a determinare un ristagno della produzione industriale nella maggior parte dei paesi. All'inizio, il rallentamento ha rispecchiato più le condizioni dell'offerta che quelle della domanda. L'intensità del boom ha spinto l'utilizzazione degli impianti in diverse industrie fino al limite della loro capacità, mentre carenze di materiali e di manodopera sono state a loro volta elementi limitativi. I Paesi Bassi e la Svezia hanno rappresentato, forse, gli unici paesi aventi la possibilità di un ulteriore sviluppo nella seconda metà dell'anno.

Ma anche l'effetto delle politiche restrittive ha cominciato a farsi sentire senza indugio. La politica monetaria, in particolare, è divenuta sempre più limitativa dall'inizio dell'anno, affiancata in molti casi da una politica di bilancio anch'essa restrittiva. La domanda di beni di consumo durevoli si è indebolita e l'attività edilizia per abitazioni ha subito una contrazione. E' sembrato, perciò, che l'obiettivo di ridurre l'aumento della domanda globale ad un livello più sostenibile stesse per essere raggiunto.

Durante questo assestamento, quasi abituale nei periodi successivi ad ogni rapida espansione economica, esplose a metà ottobre la crisi del petrolio. La prima misura adottata dai paesi esportatori di tale prodotto è stata quella di ridurre la produzione, per cui si è prospettata una grave carenza negli approvvigionamenti. Ma, successivamente, si è data maggiore importanza all'aumento del prezzo, allentando i freni posti alla produzione. In ambedue i casi, tuttavia, ne è conseguito un rafforzamento delle tendenze recessionistiche nelle economie, in primo luogo per la sostanziale diminuzione della domanda di automobili e di alcune categorie di beni e servizi connessi con l'uso dell'automobile stessa. Gli effetti sulla produzione erano già rilevanti nel quarto trimestre del 1973, ma si sono ancora più accentuati nei primi tre mesi di quest'anno. Negli Stati Uniti, per esempio, il prodotto nazionale lordo reale è ancora leggermente aumentato nel quarto trimestre, anche se solo con l'aiuto di un'abbondante accumulazione di scorte; nei primi tre mesi del 1974, vi è stata tuttavia una decisa regressione, ad un tasso annuale di oltre il 6%.

Dal momento in cui l'effetto della crisi petrolifera ha cominciato ad essere avvertito, è sembrato esistere qualche pericolo di un'ulteriore contrazione della produ-

zione nei mesi successivi. Gli esborsi assai maggiori richiesti per i prodotti petroliferi, anche se accompagnati da una riduzione delle quantità, avrebbero potuto assorbire potere d'acquisto, sottraendolo ad altre categorie di spesa. Tale prospettiva è stata considerata tanto reale da indurre diversi paesi ad adottare moderate misure di stimolo della domanda.

A primavera inoltrata, tuttavia, i dati disponibili non hanno indicato un aggravarsi della recessione. L'attività economica nel secondo trimestre non sembra aver subito molti cambiamenti rispetto ai primi tre mesi: la disoccupazione non è aumentata, le nuove commesse nella maggior parte dei paesi hanno registrato un andamento favorevole ed i programmi d'investimento in alcuni settori, come quelli della produzione di energia, hanno segnato un rilevante incremento. Non si può, peraltro, affermare neppure che si siano manifestati segni di una ripresa generale nello sviluppo economico.

Nonostante il mutamento congiunturale, l'ascesa dei prezzi è continuata, guidata dall'aumento di quelli delle merci. Questo movimento, iniziatosi per effetto delle pressioni della domanda e della contemporanea scarsità dell'offerta, ha risentito anche della psicologia inflazionistica generata dal crollo dei tassi cambio. Verso la fine dell'anno, il forte incremento nei costi del petrolio ha accelerato l'andamento ascendente dei prezzi. Nei primi mesi del 1974 i prezzi che, dopo quelli dei prodotti petroliferi, hanno registrato gli aumenti più consistenti, sono quelli concernenti le materie prime per l'industria e in particolare i metalli non ferrosi.

L'andamento febbrile dei prezzi delle merci ha inciso direttamente sugli indici dei prezzi all'ingrosso, spingendoli verso l'alto, e sta ancora svolgendo la sua azione sul livello di quelli al minuto. In molti paesi, i primi si sono assestati ad un livello del 20-25% più alto e quelli al consumo del 10% o anche più rispetto ad un anno prima. Solo in pochi paesi, in cui l'apprezzamento della moneta ha influito vantaggiosamente sui prezzi delle importazioni, il tasso d'inflazione è stato leggermente meno rapido.

Gli aumenti salariali, pure essendo stati rilevanti lo scorso anno, non hanno rappresentato il fattore determinante della espansione inflazionistica; essi, tuttavia, hanno in generale compensato, quanto meno, l'accresciuto livello del costo della vita, costituendo in tal modo un elemento essenziale nella spirale prezzi-salari. Si è ripetutamente osservato che ogni maggiorazione salariale molto superiore all'aumento potenziale della produttività è stata seguita da un rialzo compensativo dei prezzi.

In diversi paesi, le autorità hanno cercato di limitare questa spirale inflazionistica con una politica dei prezzi e dei redditi comportante controlli, direttive e procedure di autorizzazione. Poichè si è trattato di misure non applicabili ai prezzi del petrolio importato e di altri prodotti base, esse non hanno potuto impedire l'accelerazione dell'inflazione. Inoltre, la loro applicazione esige che lo stato imponga la sua autorità ed il pubblico dia il suo appoggio in misura tale, quale spesso non è stato possibile ottenere. Peraltro, in molti casi, in cui il problema non era quello di un eccesso della domanda, le restrizioni su prezzi e redditi hanno contribuito a contenere il saggio d'inflazione; quindi, tali misure non possono senza danno essere escluse dall'armamentario della politica economica.

Mentre è chiaro che le forze inflazionistiche ora in atto non possono essere soggiogate da un mese all'altro, non sembra neppure giustificato l'estremo pessimismo di alcuni osservatori. Le misure di politica economica sono state dirette ad impedire una nuova impennata della domanda globale e la situazione dell'offerta in alcuni settori importanti, quale quello dei prodotti alimentari, è migliorata. Di conseguenza si può con ragione prevedere che il rincaro dei prezzi delle merci si attenuerà, e infatti si è manifestato qualche segno di rallentamento; dovrebbero anche ridursi gli adeguamenti dei prezzi imposti dai più elevati costi dell'energia. Anzi, potrebbe darsi che col passare dei mesi le differenze negli aumenti salariali diventino il fattore più importante nel determinare gli incrementi relativi dei prezzi tra i vari paesi.

La principale incertezza sul futuro è rappresentata dalle ripercussioni che il più elevato prezzo del petrolio avrà sui pagamenti internazionali. I paesi esportatori di petrolio registreranno un aumento enorme negli introiti dalle loro esportazioni, mentre i paesi importatori si troveranno di fronte ad un corrispondente incremento dei costi delle loro importazioni. Le stime in proposito per il 1974 raggiungono \$60 miliardi, per quanto il relativo ammontare, anche approssimativo, sia ancora molto dubbio. La peculiarità della situazione è che, almeno per molti anni, i paesi produttori di petrolio potranno utilizzare solo una piccola parte dei loro più elevati ricavi in importazioni o investimenti a lungo termine all'estero; la parte maggiore affluirà alle loro riserve.

I paesi importatori di petrolio, nel loro complesso, si trovano perciò a dover finanziare un fortissimo saldo passivo nelle rispettive bilance dei pagamenti. Alcuni paesi potranno affrontare il problema, almeno per un certo periodo di tempo, da una posizione privilegiata, perchè già in partenza possiedono un avanzo delle partite correnti, hanno ampie riserve, possono prevedere un afflusso di fondi derivanti dal collocamento delle riserve da parte dei paesi produttori di petrolio, o sono in grado di attingere ingenti somme sui mercati internazionali monetari e dei capitali.

Per altri paesi, invece, le difficoltà stanno sorgendo o si può prevedere che sorgeranno con l'accentuarsi degli oneri conseguenti alla crisi petrolifera. Quelli che registrano già un saldo passivo della bilancia dei pagamenti o mantengono un pareggio precario solo a prezzo di rigidi controlli ed il cui accesso al credito privato sui mercati internazionali è da considerarsi limitato, dovranno fronteggiare queste difficoltà. Per essi potrebbe non esistere altra alternativa che cercare di ottenere un aggiustamento della bilancia dei pagamenti con restrizioni della domanda, con un deprezzamento del tasso di cambio, o con una limitazione diretta delle importazioni. Tali forme di aggiustamento avrebbero in genere l'effetto di trasferire i saldi passivi ad altri paesi e rischierebbero di ripercuotersi dannosamente sul commercio e sull'attività economica mondiale.

Sebbene il saldo attivo dei paesi produttori di petrolio possa in teoria essere reincanalato verso i paesi in passivo tramite l'intermediazione finanziaria privata, motivi di prudenza da parte sia degli istituti finanziari, sia dei paesi mutuatari, porranno ostacoli a tale processo. Gli istituti finanziari potranno inoltre essere poco propensi a gonfiare eccessivamente i loro bilanci con depositi provenienti da un piccolo numero di depositanti di prim'ordine, soprattutto dal momento che la forma

di impiego immediato dei fondi potrà presentare scadenze più lunghe di quelle dei depositi. Naturalmente, un certo contributo al problema del finanziamento sarà offerto dalle fonti ufficiali. Vi è la possibilità di effettuare prelievi sul Conto Generale del FMI ed inoltre è all'esame del Fondo la proposta di una speciale facilitazione relativa alla crisi petrolifera. Gli stessi paesi produttori di petrolio stanno cercando di organizzare forme di assistenza finanziaria. Nondimeno, si profilano problemi che potranno minacciare seriamente l'economia mondiale e mettere alla prova la saldezza della cooperazione fra governi.

Col secondo semestre del 1972 era divenuto evidente che il riallineamento monetario smithsoniano non sarebbe stato sufficiente a raggiungere il suo scopo che era quello di correggere squilibri estremi nel commercio e nei pagamenti. Gli squilibri si erano, in realtà, acuiti. Tuttavia, difficoltà di natura politica e tecnica sembravano sbarrare definitivamente la strada ad un riesame del problema a livello internazionale. Si è lasciato, perciò, che a sbloccare la situazione provvedessero le forze di mercato nel febbraio 1973, allorquando fu necessario chiudere i mercati dei cambi. Stando così le cose, la seconda svalutazione del dollaro non è riuscita a ristabilire la fiducia in un sistema di cambi fissi, soprattutto per il fatto che il dollaro era rimasto inconvertibile e le autorità SU non si erano impegnate a sostenerne le quotazioni sul mercato. Di conseguenza, tutte le principali monete furono lasciate fluttuare rispetto al dollaro.

Caratteristica principale del funzionamento del sistema di cambi fluttuanti, quale lo si è sperimentato sinora, è stata la presenza di mutamenti ampi e discontinui nei tassi di cambio. Inizialmente, il dollaro è sceso molto al di sotto della svalutazione del 10% rispetto alle monete europee; poi, per circa sei mesi, si è rafforzato al punto da cancellare non solo la precedente flessione, ma anche gran parte del deprezzamento; è sopravvenuta, infine, una nuova fase di debolezza, durante la quale esso è ricaduto quasi ai livelli minimi precedentemente raggiunti. Sebbene questi movimenti siano dipesi a volte dall'andamento del commercio, sembra che essi siano stati soprattutto provocati da flussi di capitali, nonchè da motivi psicologici. Il mercato non è stato in grado di formulare tassi di cambio equilibrati validi per un più lungo periodo o di impedire fluttuazioni di ampiezza eccessiva. Anzi, quando si sono sviluppate pressioni all'acquisto o alla vendita di particolari monete è sembrato che le forze di segno contrario, che avrebbero potuto agire in senso compensativo, non siano entrate in azione. E' stato quindi rischioso assumere posizioni valutarie a breve.

Di conseguenza, solo un ristretto numero di banche centrali di paesi minori ha potuto contare sulla libera fluttuazione per ottenere risultati ragionevoli sul mercato dei cambi. Il fatto che i tassi di cambio abbiano costituito un bersaglio mobile agli attacchi speculativi si è dimostrato utile, ma la maggior parte delle banche centrali hanno ritenuto necessario consentire un certo grado di libertà nei movimenti dei tassi di cambio ed effettuare anche interventi sul mercato per limitare l'ampiezza delle loro oscillazioni. I paesi deficitari hanno sostenuto le loro monete per impedire che l'eccessiva svalutazione contribuisse ad alimentare la spirale prezzi-salari attraverso più elevati prezzi delle importazioni. I paesi eccedentari sono intervenuti per evitare che un apprezzamento eccessivo delle loro monete compromettesse la loro

posizione concorrenziale. Inoltre, è stato necessario intervenire per mantenere le monete del serpente europeo entro i margini fissati del 2,25%. Globalmente considerati, gli interventi lordi sono stati assai ampi e quella che si definiva un tempo fluttuazione "sporca" viene ormai accettata come un necessario strumento di politica monetaria.

Con l'emergere del problema creato dal finanziamento dei saldi passivi originati dalla crisi petrolifera, è divenuto ancora più evidente che era impossibile abbandonare i mercati dei cambi semplicemente alle forze della libera fluttuazione. Data la natura di una simile situazione, non sarebbe stato possibile un effettivo aggiustamento fra paesi importatori ed esportatori di petrolio, per cui la libera fluttuazione avrebbe dato luogo a svalutazioni competitive, a restrizioni del commercio, nonché ad una spirale discendente negli scambi fra i paesi importatori di petrolio. Questa prospettiva ha costretto i paesi a prendere in considerazione la zona di equilibrio del tasso di cambio, astruendo dal saldo passivo causato dal petrolio, e per quanto possibile, ad adeguarvisi.

Quando è divenuta palese la gravità del problema del finanziamento degli acquisti di petrolio, il Comitato dei venti ha convenuto, nel gennaio 1974, che non è possibile, nelle presenti circostanze, attuare una riforma del sistema monetario internazionale sulla base di parità delle monete stabili ma aggiustabili. Tutti si sono inoltre convinti che il sistema dei cambi fluttuanti continuerà ad esistere per un tempo indefinito.

Tuttavia, ancor prima che si dichiarasse ufficialmente rinviata la riforma del sistema monetario internazionale, le discussioni in proposito avevano assunto aspetti poco realistici e sembravano inceppate su contrasti di vedute circa gli elementi fondamentali del sistema e sul modo in cui questo avrebbe dovuto funzionare. Da una parte, si poneva l'accento sulla necessità di indicatori obiettivi che segnalassero posizioni di squilibrio e su variazioni dei cambi che assicurassero il processo di aggiustamento; dall'altra, si invocava l'adozione di un sistema obbligato di regolamenti delle attività di riserva con severe limitazioni all'espansione delle monete che le costituiscono. Oltre al fatto che molti stati sovrani avrebbero potuto essere restii ad impegnarsi a priori al rispetto di norme così restrittive, c'è da chiedersi se l'attuazione dell'una o dell'altra di queste proposte avrebbe contribuito in pratica alla stabilità dei tassi di cambio.

Presupposto per il ritorno ad un sistema di cambi stabili è sempre stata la presenza di un dollaro che ispiri fiducia grazie alla sua convertibilità e alle salde condizioni monetarie che ne erano alla base. Per conseguire un simile obiettivo occorrerebbe risolvere in modo costruttivo il problema dell'oro e accettare un certo grado di disciplina quanto alle bilance dei pagamenti. Ma, data l'attuale fluidità della situazione dei pagamenti internazionali, un sistema di parità non è probabilmente realizzabile. L'accettazione del rispetto di alcune regole, da osservare nella fluttuazione delle monete, può tuttavia costituire un primo passo - per quanto modesto - verso il ritorno all'ordine monetario internazionale.

RENÉ LARRE
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1974

BILANCIO AL

(Prima e dopo la ripartizione)

ATTIVO

	<u>Franchi oro</u>
Oro	4.331.647.919
Cassa in contanti e in conti a vista presso banche ...	47.239.352
Buoni del Tesoro	8.443.903
Depositi vincolati e prestiti	
In oro	
A 3 mesi al massimo	69.285.234
Ad oltre 3 mesi	1.723.079
In valute	
A 3 mesi al massimo	18.549.776.293
Ad oltre 3 mesi	<u>3.691.818.123</u>
	22.312.572.729
Titoli a termine	
A 3 mesi al massimo	3.348.167.752
Ad oltre 3 mesi	<u>1.541.210.802</u>
	4.889.378.554
Partite varie	26.183.733
Terreno, Immobili ed arredi	<u>1</u>
	<u><u>31.615.466.191</u></u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto.

Nota 2: Al 31 marzo 1974, il saldo in oro da ricevere contro valute per contratti a termine ammontava a 2.979.720 franchi oro.

Nota 3: Il 31 marzo 1974 un importo di oro equivalente a 761.221.009 franchi oro era costituito in pegno in connessione con depositi ricevuti.

31 MARZO 1974

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	Prima della ripartizione		Dopo la ripartizione
	Franchi oro		Franchi oro
Capitale			
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	1.500.000.000		
Emesso: 481.125 azioni	1.202.812.500		
Liberato per il 25%		300.703.125	300.703.125
Riserve			
Fondo di riserva legale	30.070.313		30.070.313
Fondo di riserva generale	252.633.210		309.447.193
Fondo di riserva speciale per dividendi	75.175.781		75.175.781
Fondo di riserva libero	190.332.183		251.518.200
		548.211.487	666.211.487
Depositi (in oro)			
Banche centrali			
A vista	2.818.109.222		
A 3 mesi al massimo	244.396.585		
Ad oltre 3 mesi	613.455.789		
Altri depositanti			
A vista	33.090.907		
		3.709.052.503	3.709.052.503
Depositi (in valute)			
Banche centrali			
A vista	136.235.347		
A 3 mesi al massimo	22.020.905.696		
Ad oltre 3 mesi	2.976.168.264		
Altri depositanti			
A vista	11.364.911		
A 3 mesi al massimo	670.042.266		
Ad oltre 3 mesi	302.511.938		
		26.117.228.422	26.117.228.422
Effetti			
Ad oltre 3 mesi		551.490.968	551.490.968
Partite varie		140.464.707	140.464.707
Accantonamento per costruzioni		103.251.698	103.251.698
Conto profitti e perdite		145.063.281	—
<i>Dividendo pagabile il 1° luglio 1974</i>		—	27.063.281
		<u>31.615.466.191</u>	<u>31.615.466.191</u>

RELAZIONE DEI REVISORI DEI CONTI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ED ALL'ASSEMBLEA GENERALE DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA

A nostro giudizio, il bilancio e il conto profitti e perdite rispecchiano in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1974, nonchè degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in maniera appropriata; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 26 aprile 1974

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1974

	Franchi oro
Interessi netti e altri redditi	191.327.974
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	367.892
Direzione e personale	17.401.773
Funzionamento degli uffici e altre spese	5.346.243
	23.115.908
Avanzo netto delle operazioni	168.212.066
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti:	
per spese straordinarie di amministrazione	8.148.785
per costruzioni... ..	15.000.000
	23.148.785
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1974	145.063.281
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:	
Dividendo del 6% all'anno sul capitale versato	
37,50 franchi oro per azione	18.042.187
	127.021.094
Dividendo aggiuntivo (massimo statutario) del 3% all'anno sul capitale versato	
18,75 franchi oro per azione	9.021.094
	118.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva generale... ..	56.813.983
	61.186.017
Trasferimento al Fondo di riserva libero	61.186.017
	118.000.000

Variazioni nell'Accantonamento per costruzioni
durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1974

	Franchi oro
Saldo al 1° aprile 1973	92.939.483
più: Differenze di cambio	6.772.326
Trasferimento dal Conto profitti e perdite	15.000.000
	114.711.809
meno: Ammortamento delle spese sostenute	11.460.111
Saldo al 31 marzo 1974, come in bilancio	103.251.698

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca
Henri Deroy, Parigi Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Barone Ansiaux, Bruxelles
Dott. Guido Carli, Roma
Dott. Leonhard Gleske, Brema
Dott. Karl Klasen, Francoforte
Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo
Dott. Donato Menichella, Roma
Gordon W.H. Richardson, Londra
Robert Vandeputte, Bruxelles
Krister Wickman, Stoccolma
Olivier Wormser, Parigi

Sostituti

Dott. Paolo Baffi, Roma, oppure
Prof. Francesco Masera, Roma
Dott. Otmar Emminger, Francoforte, oppure
Johannes Tüngeler, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
André de Lattre, Parigi, oppure
Henri Koch, Parigi
Christopher W. McMahon, Londra, oppure
M. J. Balfour, Londra

DIREZIONE

René Larre Direttore Generale
Dott. Milton Gilbert Consigliere economico,
Capo del Dipartimento monetario
ed economico
Dott. Antonio d'Aroma Segretario Generale,
Capo di Dipartimento
R. T. P. Hall Capo del Dipartimento bancario
Henri Guisan Consigliere giuridico
Dott. Antonio Rainoni Direttore
Maurice Toussaint Direttore

D. H. Stapleton Vice Segretario Generale
Prof. Dott. F. E. Klein Vice Consigliere giuridico
Robert Chaptinel Direttore Supplente
Dott. Warren D. McClam Condirettore
M. G. Dealtry Condirettore
Dott. Karl Schmid Condirettore
R. G. Stevenson Condirettore
Rémi Gros Condirettore