

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

QUARANTACINQUESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1974 – 31 MARZO 1975

BASILEA

9 giugno 1975

INDICE

	Pagina
Introduzione	I
I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1974-75	3
Produzione e domanda (p. 3); inflazione dei prezzi e dei salari (p. 11); politica monetaria e saggi d'interesse (p. 17); l'aumento dei prezzi del petrolio e gli squilibri nei pagamenti internazionali (p. 23); andamenti dei tassi di cambio e sistema monetario (p. 29).	
II. Tendenze e politiche economiche nei singoli paesi	36
<i>Stati Uniti (p. 36), Germania (p. 40), Giappone (p. 44), Regno Unito (p. 46), Canada (p. 51), Francia (p. 54), Italia (p. 57), Belgio (p. 58), Paesi Bassi (p. 60), Svizzera (p. 63), Austria (p. 65), Danimarca (p. 66), Norvegia (p. 68), Svezia (p. 69), Finlandia (p. 71), Spagna (p. 73), Jugoslavia (p. 74), Ungheria (p. 75), Cecoslovacchia (p. 76), Repubblica Democratica Tedesca (p. 77), Polonia (p. 77), Romania (p. 78), Bulgaria (p. 78), Unione Sovietica (p. 79), Sud Africa (p. 80), Australia (p. 81), Nuova Zelanda (p. 82)</i>	
III. Scambi e pagamenti internazionali	84
Commercio mondiale (p. 84); andamento delle transazioni invisibili (p. 89); pagamenti internazionali (p. 92); sviluppi nei singoli paesi: <i>Stati Uniti (p. 95), Canada (p. 96), Giappone (p. 98), Regno Unito (p. 99), Germania (p. 101), Francia (p. 102), Italia (p. 104), Unione Economica Belgio-Lussemburgo (p. 106), Paesi Bassi (p. 106), Danimarca (p. 107), Irlanda (p. 108); altri paesi europei: Austria (p. 109), Svizzera (p. 110), Finlandia (p. 110), Islanda (p. 111), Norvegia (p. 111), Svezia (p. 113), Portogallo (p. 113), Spagna (p. 113), Grecia (p. 114), Turchia (p. 115), Jugoslavia (p. 115)</i>	
IV. Oro, riserve e cambi	117
Oro: produzione, mercati e riserve (p. 117); riserve globali (p. 120); movimenti monetari: <i>Stati Uniti (p. 124), Regno Unito (p. 126), Francia (p. 127), Italia (p. 128), Germania (p. 130), Svizzera (p. 131), Belgio-Lussemburgo (p. 131), Paesi Bassi (p. 132), Svezia (p. 132), Austria (p. 132), Danimarca (p. 133), Finlandia (p. 133), Norvegia (p. 133), Spagna (p. 133), Portogallo (p. 134), altri paesi europei (p. 134), Canada (p. 134), Giappone (p. 134); Fondo Monetario Internazionale (p. 135); la fluttuazione congiunta di alcune monete europee (p. 137); altri sviluppi sul mercato dei cambi (p. 139): <i>regolamentazione e vigilanza delle operazioni valutarie delle banche (p. 139); variazioni intervenute nei controlli sui movimenti internazionali dei capitali (p. 140)</i></i>	

V. Il mercato delle eurodivise e delle euroobbligazioni 145

Il mercato delle eurodivise (p. 145); principali fattori (p. 146), composizione del mercato (p. 151), fonti e impieghi (p. 155), saggi di interesse (p. 159); il mercato delle euroobbligazioni (p. 161)

VI. Attività della banca 165

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 165); operazioni del Dipartimento bancario (p. 167): passivo (composizione delle risorse) (p. 168), attivo (utilizzo delle risorse) (p. 172); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 174); la Banca come Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (p. 176); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 177); emendamento degli articoli 51 e 52 dello Statuto della Banca (p. 177); distribuzione dell'utile netto (p. 179); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 180)

Conclusioni 182

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1975.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

Pagina

I. Rassegna delle tendenze e politiche economiche nel 1974-75

Stati Uniti: attuale e precedenti cicli del dopoguerra*	3
Produzione industriale*	5
Offerta e usi delle risorse	8
Prezzi delle merci a mercato mondiale: Indicatore Economist*	12
Prezzi e salari*	14
Saggi d'interesse a breve e a lungo termine*	19
Offerta di moneta	22
Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera: Saldi commerciali nel 1973 e 1974 e fattori di variazione	24
Paesi dell'OCSE: Saldi commerciali con l'estero, 1974-75	26
Valute dei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera: Variazioni dei tassi di cambio effettivi (stime)	30

II. Tendenze e politiche economiche nei singoli paesi

Stati Uniti: Fonti e utilizzi dei fondi del mercato creditizio	39
Germania: Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	41
Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie	46
Regno Unito:	
Risparmio, investimenti e variazioni nelle attività e passività finanziarie	48
Espansione del credito interno	50
Canada: Fondi raccolti per grandi settori	53
Francia: Usi e fonti del credito	55
Paesi Bassi: Variazioni delle attività e passività finanziarie	62
Svezia: Flussi creditizi netti	70
Economie dei paesi dell'Europa orientale: Produzione per settori e reddito nazionale prodotto	76

III. Scambi e pagamenti internazionali

Commercio mondiale	84
Ragioni di scambio, tassi di cambio effettivi e prezzi relativi*	86
Volume delle esportazioni e delle importazioni, valori unitari relativi delle esportazioni di manufatti (in dollari SU) e domanda interna	87

	Pagina
Saldi delle partite invisibili	90
Bilancio dei pagamenti	
Aree sviluppate	93
Stati Uniti	95
Canada	97
Giappone	98
Regno Unito	100
Germania	101
Francia	103
Italia	105
Altri paesi CEE	107
Austria e Svizzera	109
Paesi nordici	112
Portogallo e Spagna	114
Paesi mediterranei	115

IV. Oro, riserve e cambi

Produzione mondiale di oro	117
Fonti e usi dell'oro, 1970-74 (stime)	118
Prezzi di mercato dell'oro*	119
Variazioni nelle riserve globali	121
Stati Uniti: Movimenti monetari esterni	125
Regno Unito: Movimenti monetari esterni	127
Paesi dell'Europa continentale, Canada e Giappone: Posizioni monetarie verso l'estero	129
Fluttuazione congiunta delle monete europee rispetto al dollaro SU*	137

V. Il mercato delle eurodivise e delle euroobbligazioni

Banche di otto paesi europei dichiaranti: Passività verso l'estero in divise straniere*	145
Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari e altre valute estere	148
Passività e attività verso l'estero, in valute nazionali ed estere, delle banche dei singoli paesi dichiaranti	153
Passività e attività verso l'estero, in dollari e altre valute estere delle banche dei singoli paesi dichiaranti	154
Posizioni in valute estere delle banche europee dichiaranti verso non residenti	156
Dimensione del mercato delle eurodivise (stima)	158
Saggi interbancari sui depositi a tre mesi in eurodivise e saggi sui certificati di deposito negli Stati Uniti*	159
Saggi di interesse sui depositi in eurodollari e rendimenti delle obbligazioni in eurodollari*	160
Emissioni obbligazionarie internazionali ed estere: Offerte al pubblico e collocamenti privati	162
Rendimenti delle emissioni internazionali e nazionali di obbligazioni in dollari SU e marchi tedeschi*	164

VI. Attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari	167
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari	168
Passivo*	169
Origine delle risorse ricevute in prestito	170
Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito	171
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti	172
Attivo*	173
Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine suddivisi per scadenza	174
Prestito internazionale del Governo tedesco 1930 (Prestito Young)	175
Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	175
Prestiti garantiti dalla CECA	176

QUARANTACINQUESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 9 giugno 1975.

Signori,

ho l'onore di presentare la quarantacinquesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1974 e terminato il 31 marzo 1975.

Dopo il trasferimento di franchi oro 5.559.195 all'"Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 182.063.281 a fronte di franchi oro 145.063.281 del precedente esercizio e di franchi oro 122.063.281 dell'esercizio 1972-73.

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 62.000.000 al Fondo di riserva generale, e il residuo di franchi oro 93.000.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo complessivo della Banca per l'esercizio finanziario 1974-75 ammonterà a 56,25 franchi oro per azione, pagabile agli azionisti il 1° luglio 1975 nella misura di fr. sv. 75,05 per azione.

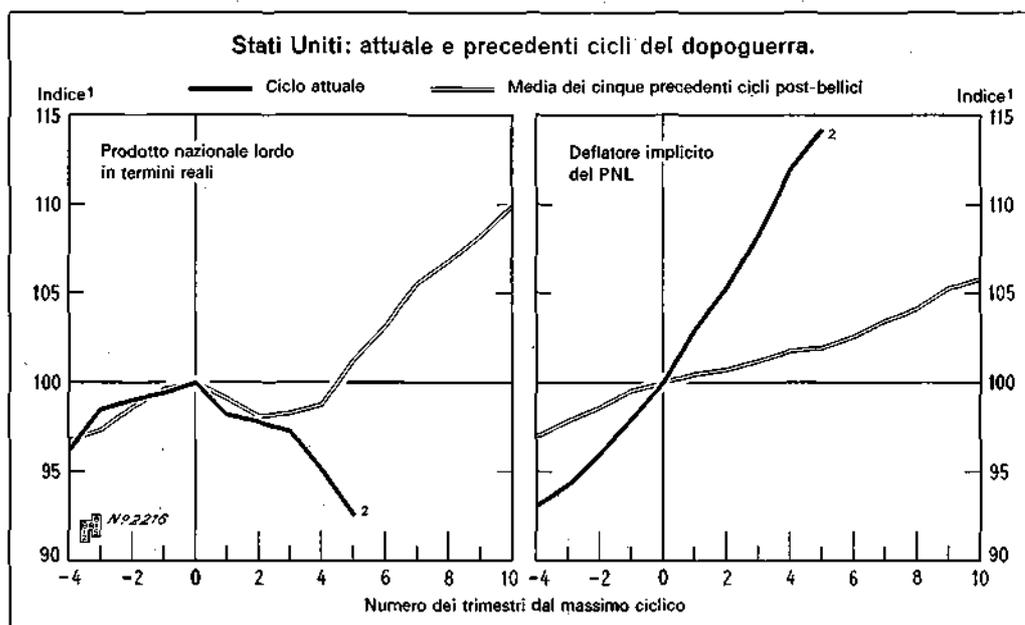
Il capitolo I della presente Relazione passa in rassegna le tendenze e le politiche economiche nel periodo 1974-75 in un contesto di inflazione a livello mondiale e di grave recessione, la cui combinazione contraddistingue l'attuale ciclo economico rispetto ai precedenti del periodo post-bellico; particolare riferimento viene fatto alle politiche monetarie, alle oscillazioni dei saggi d'interesse, agli effetti dell'aumento di prezzo del petrolio sulle bilance dei pagamenti internazionali e ai movimenti dei tassi di cambio delle principali valute. Il capitolo II analizza l'andamento della produzione, dei prezzi e delle politiche monetarie e fiscali nei singoli paesi. I due capitoli successivi esaminano 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. Il capitolo VI illustra le attività della Banca durante l'esercizio finanziario, il bilancio ed i risultati finanziari.

I. RASSEGNA DELLE TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE NEL 1974-75.

Produzione e domanda.

L'andamento dell'economia durante lo scorso anno emerge chiaramente dal grafico che segue, dove l'attuale contrazione ciclica nell'economia degli Stati Uniti è messa a confronto con l'andamento medio dei cinque cicli precedenti del periodo post-bellico. Sotto l'impatto di una grave inflazione, unita agli effetti dirompenti dell'enorme rincaro del petrolio, il mondo industrializzato è slittato nella recessione più acuta ed estesa del periodo post-bellico. In tale depressione si sono trovati in prima linea tre importanti paesi: Germania, Giappone e Stati Uniti, in ciascuno dei quali erano state attuate forti misure antinflazionistiche a partire dal 1973. Nel Regno Unito, ove nell'autunno del 1973 problemi attinenti alla bilancia dei pagamenti avevano parimenti richiesto l'adozione di una politica monetaria restrittiva, la fase discendente è iniziata nello stesso periodo, ma è stata meno accentuata. Questa inusitata coincidenza di svolte cicliche ha determinato un rallentamento del commercio internazionale e ha facilitato la trasmissione di impulsi recessivi alla maggior parte degli altri paesi.

Verso la metà del 1973, alcuni mesi prima che iniziasse la crisi petrolifera, il tasso di espansione aveva iniziato ad accusare una flessione in molti paesi, a causa delle restrizioni imposte dalle scarsità di materiali e di capacità produttiva. E' significativo che negli Stati Uniti l'indice di utilizzo della capacità produttiva nelle industrie di prima trasformazione fosse salito ad un livello senza precedenti, largamente



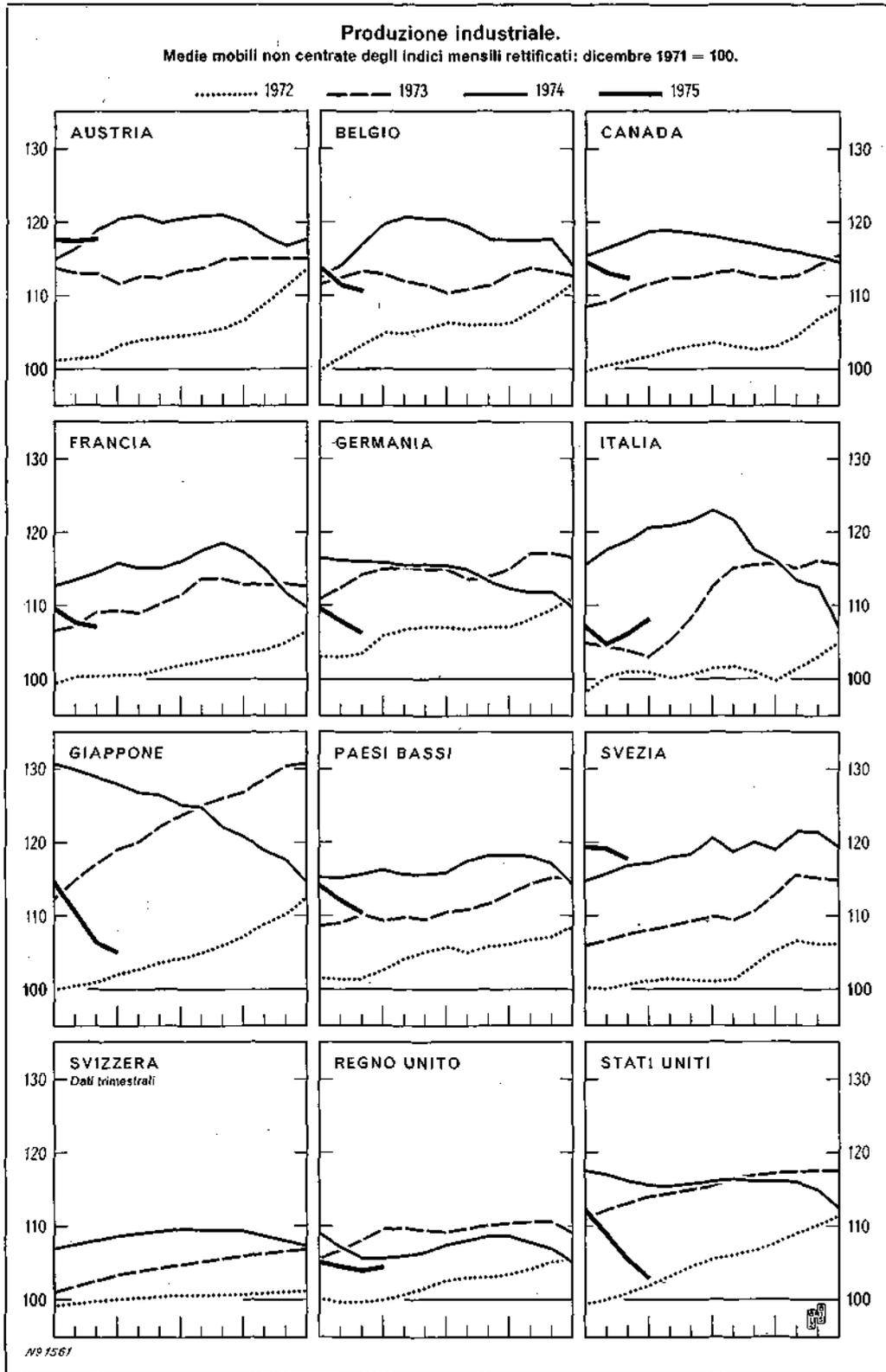
superiore a quello delle industrie manifatturiere in generale. In seguito, il progressivo intensificarsi delle misure di politica restrittiva, adottate per fronteggiare l'inflazione, ha accentuato la tendenza recessiva. I primi sintomi di un effettivo rallentamento nella produzione si sono manifestati nei maggiori paesi alla fine del 1973. Era tuttavia incerto in quale misura tali sviluppi riflettessero un andamento ciclico di lungo periodo, ovvero fossero solo una reazione temporanea al blocco delle forniture petrolifere attuato dai paesi arabi nei confronti degli Stati Uniti, nonché allo sciopero nelle miniere di carbone nel Regno Unito, con la conseguente riduzione a tre giorni della settimana lavorativa. Nel secondo trimestre del 1974, dopo la rimozione del blocco petrolifero e la conclusione dello sciopero dei minatori, in entrambi i paesi la produzione ha presentato un modesto recupero. Benchè l'espansione della produzione industriale avesse cominciato a rallentare sensibilmente in molti altri paesi, non vi erano segni di un grave deterioramento, fatta eccezione per il Giappone. Verso la metà del 1974, per la maggior parte dei paesi le prospettive erano di crescita modesta o di temporaneo ristagno o, nel caso peggiore, di un moderato regresso.

Nella seconda metà dell'anno la situazione è tuttavia notevolmente peggiorata. La produzione industriale è diminuita in Austria, Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia e Svizzera, mentre si registrava un'ulteriore brusca flessione negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In Giappone proseguiva intanto la contrazione produttiva. Particolarmente colpita dalla depressione risultava l'attività nell'industria automobilistica e nel comparto edile. Il calo produttivo è proseguito nel 1975, e nella tarda primavera dell'anno in corso la maggior parte dei paesi si trovava in una situazione di recessione alquanto grave.

Nelle precedenti fasi cicliche discendenti non si era mai assistito ad un contemporaneo rallentamento in un numero così esteso di paesi. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto o superato il livello registrato in recessioni precedenti in Germania, Canada, Danimarca, Francia, Paesi Bassi e Belgio. L'aumento più impressionante è avvenuto negli Stati Uniti, dove il tasso di disoccupazione ha raggiunto l'8,9% nello scorso mese di aprile. Sebbene nessun paese si sia interamente sottratto al ridimensionamento che ha investito il mondo industrializzato, l'attività economica si è mantenuta su posizioni discretamente buone in Svezia, paese in cui si era precedentemente perseguita una politica fiscale di incentivazione, e particolarmente in Norvegia, ove l'attività connessa al petrolio del Mare del Nord ha rappresentato un fattore di stimolo.

La gravità relativa della recessione è derivata sia dalla reazione all'inflazione eccezionalmente acuta, espressasi in politiche di stabilizzazione e decisioni di spesa nel settore privato, sia dagli effetti senza precedenti dell'improvvisa impennata del prezzo, quadruplicato, del petrolio. Nelle precedenti fasi recessive non vi era stato, nei principali paesi industrializzati, un analogo impatto simultaneo di fattori depressivi di tale gravità. Le condizioni di recessione sono state inoltre accentuate dagli atteggiamenti improntati a cautela, dapprima dei consumatori ed in seguito degli imprenditori.

La forte inflazione registrata nei due precedenti anni ha agito nel senso di deprimere l'attività imprenditoriale: indirettamente, attraverso l'adozione ed il mantenimento di rigorose misure antinflazionistiche e, direttamente, provocando una contrazione della domanda in termini reali. Nel corso del 1973, la maggior parte dei



paesi più importanti avevano introdotto politiche di contenimento della domanda. Nei paesi minori, le politiche sono state generalmente meno restrittive. L'ostinata persistenza di una grave inflazione congiunta, in alcuni paesi, al manifestarsi di pesanti situazioni deficitarie nei conti con l'estero, ha richiesto il mantenimento di politiche relativamente restrittive anche dopo che il rallentamento dell'espansione reale era divenuto alquanto evidente. La domanda aggregata è risultata ulteriormente depressa dall'inflazione a causa dell'accresciuta situazione di incertezza, dell'aggravio fiscale esercitato da alcuni sistemi tributari atti ad operare in un contesto relativamente non inflazionistico, nonché dell'erosione del potere d'acquisto.

Il dilemma di politica economica posto dal ridotto sviluppo unito ad una persistente inflazione è stato bruscamente acuito dall'impennata del prezzo mondiale del petrolio, verificatasi tra la fine del 1973 e l'inizio del 1974. E' risultato subito evidente che l'impatto dei più elevati prezzi del petrolio sulla domanda interna dei paesi importatori avrebbe prodotto effetti simili a quelli di una nuova forte imposta sul consumo. In tali paesi la domanda interna in termini reali si è contratta nella misura in cui i trasferimenti di reddito a favore dei paesi esportatori di petrolio non sono stati prontamente bilanciati da una maggiore domanda di beni e servizi esterni da parte dei paesi dell'area petrolifera. Inoltre il prezzo relativamente maggiore dell'energia ha alterato la struttura della domanda, aggravando la disoccupazione a causa della limitata mobilità nel breve periodo della manodopera specializzata e degli investimenti. Apportando un nuovo impulso all'inflazione e determinando diffusi disavanzi nelle bilance dei pagamenti, l'aumento di prezzo del petrolio ha accresciuto la riluttanza di molti governi a controbattere le pressioni deflazionistiche derivanti dalla crisi petrolifera mediante uno spostamento verso politiche di gestione della domanda orientate in senso espansivo.

Nel valutare l'impatto recessivo dei maggiori prezzi del petrolio, è opportuno notare che la gravità relativa della recessione nei singoli paesi è dipesa solo approssimativamente dal grado di dipendenza dalle importazioni di petrolio. E' bensì vero che in Giappone, paese fortemente dipendente dal petrolio di importazione, il calo produttivo è stato particolarmente accentuato. Tuttavia, i paesi europei, pur essendo dipendenti dal greggio di produzione esterna in misura maggiore rispetto agli Stati Uniti, hanno registrato recessioni più lievi. Ovviamente la dipendenza dall'importazione di per sé non rappresenta un parametro adeguato a valutare l'effetto deflazionistico prodotto dal maggior prezzo del petrolio. Importante è stata anche l'ampiezza delle attività strettamente legate all'energia, in quanto ha inciso sulla percentuale del prodotto direttamente interessato dall'impatto dei maggiori prezzi relativi dell'energia. Ad esempio, molti paesi europei di minori dimensioni hanno subito una flessione inferiore a quella registrata in gran parte dei maggiori paesi industriali, in quanto le loro economie erano molto meno dipendenti dall'industria automobilistica interna. Hanno poi agito anche altri fattori, fra cui il differente ordine di priorità assegnato a misure di politica economica volte ad affrontare i problemi del disavanzo nei pagamenti, dell'inflazione e della disoccupazione.

Fra le maggiori componenti della domanda aggregata l'edilizia residenziale ha subito in genere la flessione maggiore. In certa misura il calo nelle costruzioni abitative ha rappresentato una reazione all'elevatissimo volume di attività registrato negli

anni precedenti. Comunque, anche le politiche monetarie restrittive ed i saggi d'interesse estremamente elevati hanno ridotto sia la propensione immediata all'acquisto di abitazioni, sia la reperibilità di fondi ipotecari atti a soddisfare il livello pur diminuito della domanda. Il più elevato costo del petrolio ha determinato inoltre un calo nella domanda di abitazioni non servite da mezzi pubblici di trasporto. Negli Stati Uniti, nonostante gli sforzi ufficiali per fare affluire fondi agli istituti di risparmio in difficoltà nel reperire depositi, l'edilizia residenziale ha subito la più acuta flessione del periodo post-bellico. Dopo aver avuto un ruolo di primo piano nell'espansione della domanda aggregata nel 1973, l'attività edile ha segnato un indebolimento in Canada ed è bruscamente caduta in Giappone. Nel Regno Unito, in Germania, in Svizzera, nei Paesi Bassi ed in quasi tutti i paesi scandinavi, dove il settore dell'edilizia residenziale aveva già dato segni di rallentamento nel corso dell'anno precedente, l'attività connessa alla costruzione di abitazioni ha subito una marcata flessione nel 1974-75. In molti paesi dell'Europa continentale l'edilizia residenziale pare adeguarsi non soltanto alle condizioni congiunturali, ma anche ad un livello più basso della domanda a seguito del prolungato sforzo tendente a ridurre la carenza di abitazioni.

Il rallentamento della spesa in beni di consumo ha inciso più del consueto sul calo dell'attività economica. Sebbene siano da considerare come importanti fattori l'atteggiamento restrittivo nella politica monetaria, l'inflazione dei prezzi e la caduta nella domanda di beni di consumo durevoli per la casa collegata alla situazione nell'edilizia residenziale, vi sono pure state influenze affatto nuove, derivanti dal rincaro del petrolio. Particolarmente colpite dal maggiore costo del petrolio sono state le vendite di automobili. Inoltre, poichè nel breve periodo la domanda di energia è solo moderatamente sensibile alle variazioni di prezzo, la spesa per energia ha assorbito una parte maggiore delle disponibilità dei consumatori, il cui potere d'acquisto per altre categorie di spesa è risultato di conseguenza minore. La crescita dei consumi reali ha subito un rallentamento in Francia, Italia, Svizzera, Canada, Giappone e Belgio. In Germania e nel Regno Unito la spesa in consumi è risultata stagnante, mentre si è verificata una notevole caduta negli Stati Uniti e in Danimarca. L'espansione della spesa per beni di consumo ha tenuto abbastanza bene in Spagna ed ha addirittura segnato un aumento in Norvegia e Svezia, paesi in cui il reddito disponibile in termini reali è stato accresciuto mediante misure di politica fiscale. Un aspetto piuttosto inquietante del quadro globale dei consumi sta nel fatto che diverse indagini di opinione hanno registrato eccezionali livelli di pessimismo da parte dei consumatori. Tali atteggiamenti non destano sorpresa, se si considera, da un lato l'insicurezza dei posti di lavoro e, dall'altro, l'andamento dell'inflazione.

Nei primi mesi del 1974, quando si prevedeva soltanto un lieve regresso generale nell'economia, gli investimenti in impianti ed attrezzature avevano ancora rappresentato, nella gran parte dei paesi, una componente discretamente vivace della domanda. I costi crescenti hanno agito da incentivo nel sostenere il livello della spesa per investimenti. Tuttavia, nei mesi seguenti, di fronte al calo nella spesa per consumi ed abitazioni e al peggioramento del quadro economico generale, gli investimenti hanno registrato un indebolimento notevole. La spesa in investimenti fissi delle imprese ha assunto un ritmo di espansione decisamente rallentato in Francia, Italia e Stati Uniti; una flessione si è avuta nel Regno Unito e nei Paesi Bassi, mentre si è

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	1963-72	4,7	3,4	7,4	.	.	8,9	9,3	5,2
	1973	4,1	3,8	2,8	.	.	8,3	12,4	5,8
	1974	3,7	4,0	1,2	.	.	8,6	8,0	4,4
Belgio	1963-72	4,2	5,7	4,3	4,7	3,0	9,1	8,6	4,8
	1973	6,6	5,2	5,2	2,3	16,9	15,7	20,4	5,3
	1974	2,8	6,7	7,4	5,1	13,9	7,5	8,5	4,0
Canada	1963-72	5,2	5,8	5,6	5,5	6,3	9,3	9,0	5,4
	1973	8,0	4,1	10,4	9,8	12,7	8,3	12,4	6,8
	1974	4,3	8,9	7,4	9,3	0,8	- 1,1	9,4	3,7
Danimarca	1963-72	3,9	6,8	5,8	5,3	6,4	7,6	6,7	4,6
	1973	4,3	4,7	10,9	.	.	9,2	18,3	3,8
	1974	- 3,0	2,0
Finlandia	1963-72	4,5	5,4	3,9	3,4	5,2	7,5	6,9	4,8
	1973	6,6	4,7	5,8	6,0	5,2	6,4	11,0	6,0
	1974	3,5	3,7	4,1	3,5	6,2	- 0,6	6,5	3,7
Francia	1963-72	5,5	3,5	7,9	7,8	8,3	11,1	11,3	5,7
	1973	6,0	3,4	8,0	7,0	5,8	12,6	14,1	6,0
	1974	4,3	2,3	4,6	.	.	12,4	9,7	4,1
Germania	1963-72	4,7	3,8	4,7	5,1	3,6	9,4	9,9	4,5
	1973	2,9	4,0	1,1	1,0	1,7	16,2	9,8	5,3
	1974	0,2	4,4	- 7,9	- 6,0	- 14,7	13,4	4,9	0,4
Giappone	1963-72	8,9	6,8	12,8	12,4	14,6	15,2	13,1	10,4
	1973	8,1	7,0	14,3	14,6	13,5	7,3	23,0	10,2
	1974	1,6	3,2	- 10,8	- 11,8	- 7,2	21,2	12,2	- 1,8
Italia	1963-72	5,4	3,8	2,4	2,5	2,2	10,8	9,9	4,6
	1973	5,6	2,7	8,2	9,3	5,6	5,4	10,2	6,3
	1974	2,3	1,9	4,2	4,0	4,7	10,8	2,3	3,4
Norvegia	1963-72	4,2	5,1	5,1	4,6	7,6	7,7	6,9	4,7
	1973	2,7	4,5	15,3	18,3	2,9	8,7	14,4	4,1
	1974	3,2	4,0	6,9	8,7	- 1,3	1,2	5,6	3,6
Paesi Bassi	1963-72	5,8	3,2	6,1	5,2	9,4	9,8	9,8	5,4
	1973	2,1	0,7	6,5	7,4	3,9	13,0	12,2	4,6
	1974	3,0	3,0	- 6,5	- 4,0	- 13,0	4,5	1,5	1,9
Regno Unito	1963-72	2,6	2,2	4,0	4,1	3,9	5,2	5,2	2,7
	1973	4,7	3,7	4,1	4,8	1,2	11,6	11,2	6,0
	1974	- 0,1	2,0	- 2,6	- 1,3	- 8,3	4,1	1,5	0,0
Spagna	1963-72	6,1	5,9	8,6	10,5	1,1	12,5	11,8	6,6
	1973	6,7	6,0	15,5	.	.	12,8	17,2	7,9
	1974	5,0	4,5	5,5	.	.	2,4	7,0	5,0
Stati Uniti	1963-72	4,5	3,4	4,9	5,6	3,0	6,3	8,4	4,2
	1973	4,7	1,3	6,4	8,6	- 4,0	19,6	5,6	5,9
	1974	- 2,3	0,7	- 5,7	2,3	- 26,6	8,0	1,5	- 2,1
Svezia	1963-72	3,2	4,7	4,1	4,3	3,4	7,3	6,9	3,7
	1973	1,8	2,2	0,0	0,0	- 1,5	15,7	6,7	3,1
	1974	4,4	3,7	1,5	5,0	- 10,0	3,7	14,7	4,2
Svizzera	1963-72	4,4	3,2	4,8	4,8	4,9	7,3	7,3	4,1
	1973	3,9	4,1	- 0,2	- 1,4	3,2	7,1	5,6	3,5
	1974	2,0	1,8	- 9,3	- 7,5	- 14,4	2,4	- 1,0	- 0,8

verificata una sensibile caduta in Germania, Svizzera e Giappone. Era ovviamente prevedibile che le politiche restrittive di stabilizzazione, unite ai più alti saggi d'interesse, avrebbero avuto un effetto deprimente sugli investimenti. Tuttavia i settori imprenditoriali di alcuni paesi, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, hanno dovuto fronteggiare forti tensioni finanziarie, dovute non soltanto alla scarsità di denaro. I profitti netti delle imprese hanno risentito della dinamica salariale generalmente in linea con l'andamento dei prezzi al consumo, nonché della quota crescente beneficiata dai produttori di petrolio sulle maggiori entrate derivanti dai più alti prezzi. In parte, il deterioramento della posizione finanziaria delle società ha riflesso in molti paesi un aggravio fiscale derivante dalla tassazione di profitti determinati computando le rimanenze e gli impianti in base al costo di acquisizione anziché secondo il maggiore costo di sostituzione. Nel Regno Unito un ulteriore importante fattore di compressione dei profitti è stato il sistema dei prezzi controllati.

Il forte rincaro del petrolio ha stimolato in alcune aree gli investimenti per lo sfruttamento di nuove fonti di energia. L'attività svolta a tale scopo nel Mare del Nord ha permesso alla Norvegia di ottenere uno sviluppo in termini reali relativamente forte ed ha evitato che il Regno Unito segnasse una flessione ancora più marcata. Ovunque l'impulso derivante dalla ricerca energetica è stato più che controbilanciato dalla situazione di ristagno che ha pervaso le altre aree di investimento, in quanto la presenza di una recessione nella domanda ha decisamente abbassato i saggi di utilizzazione della capacità produttiva. Come è confermato da recenti indagini concernenti la propensione ad investire, in molti paesi è pertanto improbabile nel breve periodo una decisa ripresa degli investimenti.

A seguito del generale indebolimento della domanda, nel 1974 le importazioni di beni e servizi hanno presentato una crescita in termini reali assai più contenuta. Benché l'importazione di petrolio da parte dei paesi industrializzati sia diminuita in volume, la spesa monetaria è salita enormemente. I disavanzi nei pagamenti che ne sono derivati in alcuni paesi hanno spinto all'adozione di politiche stabilizzatrici volte a ridurre le importazioni non petrolifere. Le importazioni totali hanno avuto un aumento molto modesto negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Italia e nei Paesi Bassi e sono diminuite in Svizzera. Il tasso di espansione si è ridotto sostanzialmente anche in altri paesi, fatta eccezione per la Svezia, dove vi è stata una certa accelerazione rispetto al 1973.

Nel 1974 il volume delle esportazioni di beni e servizi nella maggior parte dei paesi è stato mediamente assai inferiore a quello del precedente anno. Le eccezioni più rilevanti sono state il Giappone e l'Italia, che hanno conseguito risultati notevolmente migliori, e l'Austria, la Germania e la Francia, in cui l'aumento delle esportazioni è proseguito come in passato. Dopo aver sostenuto la domanda all'inizio dell'anno, l'espansione delle esportazioni di merci ha subito un notevole rallentamento nella seconda metà del 1974, per cui, considerando l'anno nel suo insieme, gli scambi commerciali fra i paesi industriali hanno registrato il più basso tasso di espansione a partire da molti anni addietro. Per contro sono aumentate sensibilmente le esportazioni verso i paesi non industrializzati, in particolare i paesi produttori di petrolio. All'epoca degli aumenti iniziali del prezzo del petrolio, è stata probabilmente sottovalutata la capacità di assorbimento a breve termine da parte dei paesi dell'OPEC,

che si presentano ora come un mercato in netta ascesa nell'immediato futuro. Ciononostante, i miglioramenti registrati nelle esportazioni verso i paesi emergenti non produttori di petrolio paiono non essere sostenibili, in quanto questi ultimi hanno recentemente subito peggioramenti nelle ragioni di scambio tali da compromettere la loro capacità di finanziare ulteriori importazioni industriali. Dopo i notevoli risultati conseguiti nel primo semestre del 1974, la crescita delle esportazioni di merci si è arrestata nell'ultima parte dell'anno in Germania, Francia e negli Stati Uniti ed ha subito un considerevole rallentamento nel Regno Unito. In Canada le esportazioni hanno dato segni di calo già nei primi mesi del 1974, presentando una flessione sulla base dell'anno considerato nel suo insieme. Dopo il precedente forte incremento, le esportazioni italiane hanno continuato a salire nel corso del 1974, conservandosi alquanto forti nei primi mesi del 1975. Un'eccezione rilevante nel quadro generale è stato il Giappone, dove l'espansione delle esportazioni si è mantenuta estremamente vigorosa fino alla primavera di quest'anno. Per contro in molti paesi le esportazioni nei primi mesi del 1975 si sono mantenute su livelli piuttosto deboli.

Nonostante il deterioramento della domanda dianzi descritto, le politiche di spesa di parte governativa hanno spesso fornito un modesto stimolo alla domanda, essendo l'attenzione accentrata su problemi di inflazione e di bilancia dei pagamenti. Si aggiunga che l'impatto reale delle spese nominali, soprattutto a livello degli enti pubblici locali, è stato spesso smorzato da un'inflazione incredibilmente rapida. Negli Stati Uniti il volume dei consumi pubblici è cresciuto ad un tasso modesto pari a quello dell'anno precedente. Moderate flessioni nella domanda del settore pubblico si sono verificate nel Regno Unito, in Francia, Norvegia, Spagna, Svizzera, Giappone ed Italia. Un'espansione dei consumi pubblici leggermente superiore a quella del 1973 si è registrata in Belgio, Germania e Svezia, mentre in Canada l'aumento è stato consistente. In considerazione dell'inopportunità di un forte prelievo fiscale in presenza di una domanda declinante, alcuni governi hanno apportato variazioni alle aliquote fiscali. In alcuni paesi, in particolare quelli nord-europei, la politica fiscale è stata coordinata con politiche dei redditi in un approccio multiplo tendente a moderare la spirale inflazionistica prezzi/salari.

Durante gli ultimi sei-nove mesi, la recessione economica è stata fortemente influenzata dall'andamento degli investimenti in scorte. Nella maggior parte dei principali paesi industriali la scarsità di offerta ha fatto sì che le scorte rimanessero ad un livello alquanto basso fintanto che perdurava la situazione di *boom*, ma agli inizi del 1974, allorchè il manifestarsi di un certo rallentamento era stato largamente interpretato come un temporaneo adeguamento alla nuova situazione creatasi in campo energetico, vi è stata una corsa all'accaparramento di scorte, probabilmente favorita da acquisti speculativi. Il progressivo peggioramento del quadro economico nel corso dell'anno ha però portato ad una caduta nella costituzione di scorte volontarie, anche se il fenomeno di accumulo è continuato sotto forma di crescenti giacenze forzate di prodotti finiti, a seguito dell'inaspettata flessione delle vendite. In molti paesi il conseguente elevato livello delle scorte in rapporto alle vendite reali è stata la prova di quanto inaspettata fosse la recessione. La massiccia liquidazione delle scorte esuberanti è divenuta condizione preliminare per una ripresa economica, ma in diversi paesi le deliberate riduzioni delle scorte aziendali hanno avuto un

temporaneo effetto deprimente nel quarto trimestre del 1974 e nei primi tre mesi del presente anno.

Come più innanzi descritto, l'aggravamento della recessione ha indotto alcuni mutamenti nelle politiche di gestione della domanda. Vi è stato in genere un allentamento della politica monetaria, con un'azione particolarmente energica in Germania e negli Stati Uniti. Già agli inizi dello scorso anno erano stati introdotti incentivi fiscali in alcuni paesi minori, come i Paesi Bassi e la Svezia, e nel corso dell'anno la politica di bilancio è divenuta più espansiva in Canada e nel Regno Unito. All'inizio dell'anno in corso le autorità tedesche si sono decisamente orientate verso un atteggiamento di incentivazione fiscale, ed un sensibile alleggerimento delle imposte è stato deciso in marzo negli Stati Uniti. In molti paesi, tuttavia, il persistente problema dell'inflazione e del disavanzo con l'estero ha indotto ad una certa cautela.

Approssimandosi la metà del 1975 il panorama appare quindi alquanto incerto. In Germania l'opinione prevalente è che ci si debba attendere un'inversione di tendenza nel prossimo futuro; analogamente negli Stati Uniti la maggior parte degli osservatori economici prevede una ripresa all'incirca nella seconda metà dell'anno. Un andamento in ascesa in questi due paesi-chiave determinerebbe naturalmente un miglioramento dell'atmosfera in generale. E' tuttavia significativo il fatto che la recessione economica tende ad essere assorbita alquanto lentamente. E ciò non solo per il fatto che settori chiave come l'edilizia, l'industria automobilistica e l'energia non abbiano ancora risolto reali problemi di riadattamento, ma anche perchè le autorità devono tuttora fare i conti con un'eccessiva inflazione e temono fortemente la possibilità di una sua nuova accelerazione.

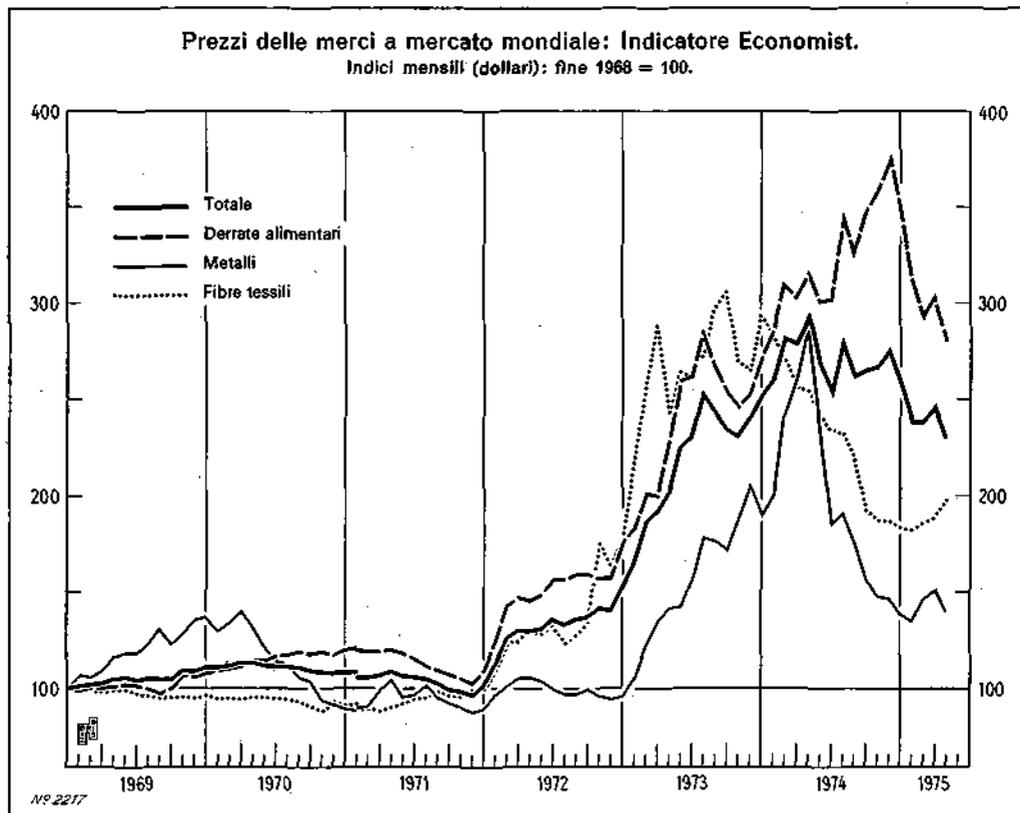
Inflazione dei prezzi e dei salari.

Per la maggior parte del 1974 l'inflazione dei prezzi ha continuato a guadagnare terreno, nonostante l'andamento incerto dell'attività economica. A partire all'incirca dalla primavera, allorchè i prezzi delle materie prime sul mercato internazionale hanno iniziato a diminuire rapidamente, quelli all'ingrosso hanno rallentato la loro ascesa in quasi tutti i paesi, mentre i prezzi al consumo hanno continuato a risentire gli effetti di incrementi precedenti. D'altro canto si è avuta una impennata negli aumenti contrattuali dei salari che, combinata con la caduta ciclica della produttività del lavoro, ha elevato bruscamente i costi della manodopera. All'inizio del 1975, però, trascorso un anno dall'aumento dei prezzi del petrolio e aggravatasi la recessione, il tasso di inflazione ha mostrato una flessione in diversi paesi. In alcuni tuttavia, e particolarmente nel Regno Unito e in Italia, l'aumento dei prezzi al consumo è rimasto ancora molto elevato.

Il rallentamento dell'inflazione è stato provocato dall'improvviso esaurirsi del *boom* delle materie prime, la cui durata, intensità e diffusione hanno superato ogni precedente. I prezzi sul mercato mondiale delle materie prime industriali hanno in genere raggiunto la loro punta massima all'incirca nell'aprile 1974, allorchè la loro ascesa rispetto al livello del dicembre 1971 ha raggiunto il 180%, come misurato dall'indicatore in dollari dell'*Economist* (non comprendente il petrolio), con un aumento del 220% per i metalli e di oltre il 150% per le fibre. Altrettanto impressionante è stato il successivo calo, accelerato da aggiustamenti nel livello delle scorte

e dalla eliminazione degli eccessi speculativi. L'indicatore delle materie prime industriali dell'Economist è caduto del 36% tra l'aprile 1974 e l'aprile 1975, riflettendo, in particolare, un crollo nel prezzo del rame sceso a due quinti del livello massimo raggiunto nel 1974, il dimezzamento del prezzo della gomma ed una sostanziale riduzione per il piombo, lo zinco, la lana e il cotone. Considerato il deprezzamento del dollaro in quel periodo, la caduta in termini della maggior parte delle altre monete è stata anche più forte. D'altro canto si sono avuti aumenti ritardati nei prezzi di prodotti, quali il minerale ferroso e l'alluminio, generalmente in linea con l'aumento dei costi alla produzione.

I prezzi a pronti della maggior parte dei prodotti alimentari si sono mantenuti su livelli abbastanza elevati, oppure hanno continuato ad aumentare fino alla fine del 1974, per poi calare successivamente. Dopo una caduta nel corso dell'estate i prezzi dei cereali hanno avuto ancora una impennata in autunno, prima di subire una flessione dovuta sia alle aspettative di un raccolto migliore, sia all'azione svolta dagli Stati Uniti per limitare le esportazioni verso l'URSS. Il basso livello delle scorte mondiali ha reso incerte le prospettive ed ha contribuito a rallentare la flessione dei prezzi. Sugli instabili mercati del caffè e del cacao i prezzi sono crollati rapidamente in autunno, allorchè si è ridotta la febbre speculativa. I prezzi dello zucchero hanno raggiunto livelli senza precedenti in novembre, per poi precipitare; quelli della carne, aumentati relativamente poco, sono diminuiti nel corso di quasi tutto il 1974.

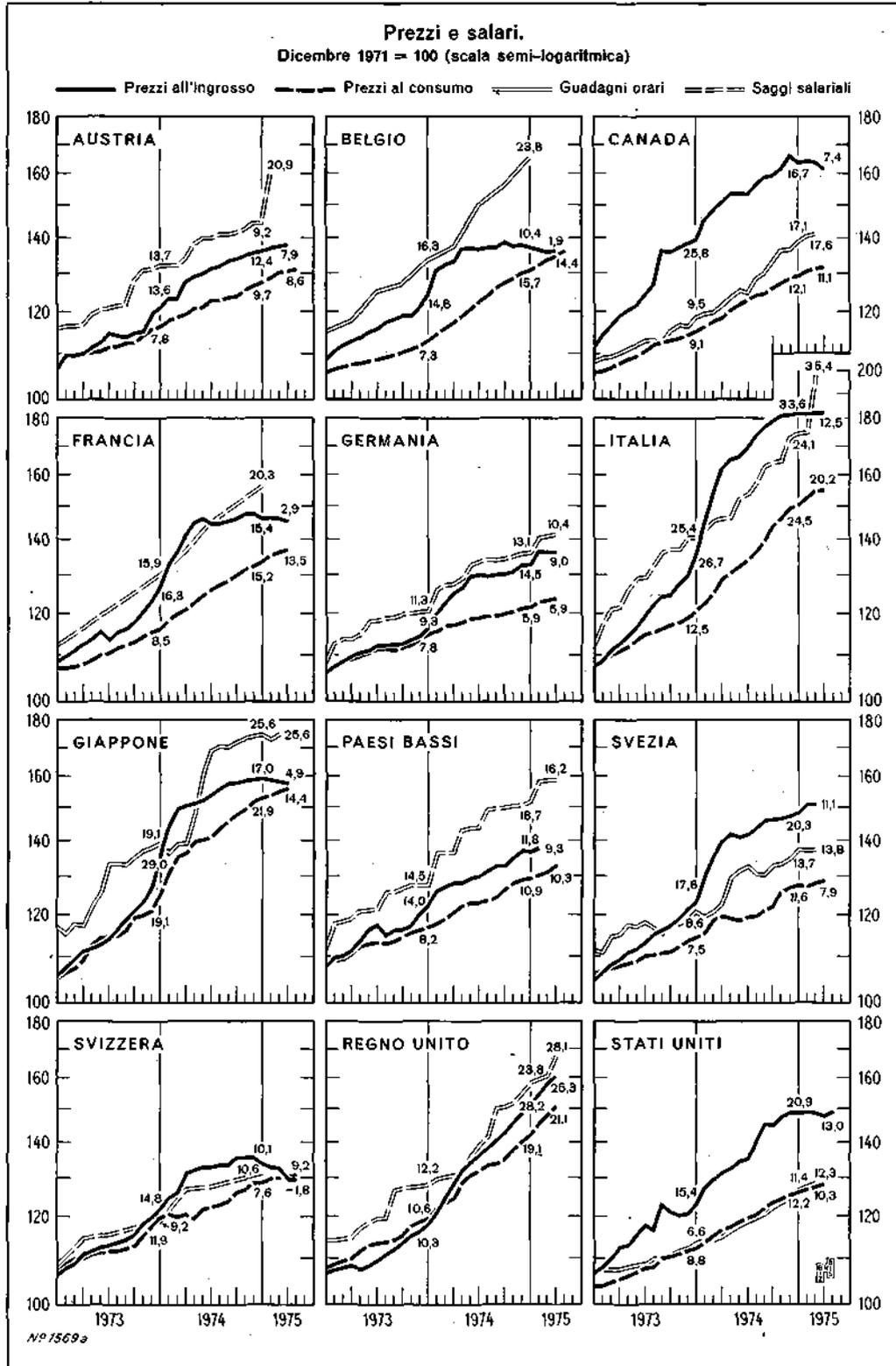


L'esperienza dell'ultimo anno ha ancora una volta dimostrato che i prezzi di diverse materie prime sono ancora reattivi alle condizioni della domanda e possono sia diminuire che aumentare. Se la loro offerta sul mercato non è diminuita di molto dinnanzi ad una caduta della domanda, ciò è dovuto in parte al fatto che i prezzi rimanevano più elevati dei bassi costi variabili della produzione ad alta intensità di capitale di diverse materie prime, e in parte ai lunghi periodi di pianificazione in agricoltura, alle difficoltà di finanziare scorte "cuscinetto" e alla pressante necessità per alcuni paesi produttori di reperire valute estere. I prezzi della maggior parte dei prodotti sono rimasti molto al di sopra dei livelli precedenti al periodo di *boom*, e ciò può aver gradualmente stimolato una più elevata produzione. Tuttavia, il contemporaneo consistente incremento dei prezzi dei manufatti, di gran lunga superiore a quello registrato durante il *boom* dell'inizio degli anni 50, ha elevato i costi di produzione delle materie prime ed ha probabilmente accresciuto il prezzo di offerta medio di più lungo periodo di molte di queste.

I prezzi agli altri stadi del processo produttivo hanno reagito solo lentamente alla riduzione dei costi delle materie prime, poichè il rallentamento della domanda globale è stato inizialmente attutito dalla costituzione di scorte e da riduzioni nella produzione. I prezzi all'ingrosso hanno avuto un deciso aumento all'inizio del 1974, ma la loro ascesa è andata rallentando alla fine della primavera. Essi hanno manifestato un ulteriore forte incremento nella seconda metà del 1974 in Canada e negli Stati Uniti, ove l'aumento dei prezzi del petrolio è stato assorbito gradualmente e ove i prezzi dei beni alimentari hanno continuato a salire fino all'autunno. Gli indici dei prezzi ai diversi stadi della produzione mostrano come l'onda del costo delle materie prime si sia trasmessa gradualmente agli stadi ulteriori in forma attenuata. Verso l'inizio del 1975, allorchè produttori e intermediari hanno cercato di liquidare le scorte in eccesso, gli indici aggregati dei prezzi all'ingrosso hanno registrato una caduta in numerosi paesi.

L'esorbitante aumento nei prezzi dei prodotti finiti è stato la prova lampante della virulenza dell'inflazione nei paesi industriali durante lo scorso anno. Nell'autunno del 1974, l'aumento su base annua nei prezzi dei manufatti all'ingrosso o alla produzione è stato superiore al 20% in tutti i principali paesi industriali, ad eccezione della Germania, ove l'incremento è stato dell'11% circa. In Italia e nel Regno Unito l'aumento è stato più vicino al 30%. Tra la fine del 1974 e l'inizio del 1975 tali prezzi hanno rallentato il loro ritmo di ascesa negli Stati Uniti, in Germania e in Italia, sono addirittura calati in Francia e Giappone, mentre in Canada e nel Regno Unito hanno ancora mostrato un andamento costantemente ascendente.

I prezzi al consumo hanno continuato a crescere rapidamente per la maggior parte del 1974, mentre al volgere dell'anno si sono manifestati sintomi assai diffusi di rallentamento. Nei paesi dell'Europa occidentale e in Giappone si è avuta una improvvisa ripresa all'inizio dell'anno, che ha largamente riflesso l'aumento dei prezzi del petrolio, che negli Stati Uniti e in Canada è stato invece tenuto sotto controllo. Col progredire dell'anno i prezzi dei manufatti sono passati in prima linea nel movimento ascendente. Per contro, nel 1974 i prezzi dei prodotti alimentari sono aumentati meno di quelli di altri beni in tutti i paesi, con eccezione dell'Italia e del Giappone, ove hanno avuto un'impennata in autunno dopo l'abolizione dei controlli, e in Canada. I canoni d'affitto, spesso tenuti bassi attraverso controlli, sono saliti molto lentamente



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

quasi ovunque, almeno fino alla fine dell'anno. In Italia e nel Regno Unito anche altri servizi hanno costituito un elemento stabilizzatore, grazie in parte agli interventi compiuti per contenere i prezzi dei servizi pubblici, ma in gran parte dei paesi il loro rincaro è stato accelerato dall'estendersi dell'inflazione dei salari. Le variazioni nei sistemi di imposizione indiretta ed i sussidi sui generi alimentari hanno sensibilmente influenzato la distribuzione nel tempo dell'aumento dei prezzi al consumo in Italia, Svezia e Regno Unito in particolare.

La marcata divergenza tra i tassi di inflazione dei diversi paesi ha continuato a rappresentare una caratteristica del tutto particolare. Nella primavera del 1975 i tassi di incremento dei prezzi al consumo su base annua variavano da circa il 6% in Germania a circa il 20% in Italia, Irlanda e Regno Unito. In posizione intermedia si collocavano l'Austria, il Canada, i Paesi Bassi, la Svezia, la Svizzera e gli Stati Uniti, con incrementi intorno all'8-11%. Intorno a valori varianti dal 13 al 15% si situavano il Belgio, la Danimarca, la Francia e, dopo una rapida decelerazione, il Giappone.

Sebbene parzialmente dipendenti dalle importazioni di materie prime e di petrolio, le variazioni dei tassi di inflazione hanno riflesso anche il diverso grado di severità della politica restrittiva, la gravità della recessione e la portata delle contrattazioni sindacali. La posizione relativa del Giappone, considerevolmente deteriorata nel 1973, ha avuto recentemente un miglioramento alquanto sensibile, e anche l'Italia ha registrato risultati più incoraggianti. Il fatto che l'ampia divergenza nei tassi di inflazione si sia associata al passaggio al sistema di tassi di cambio fluttuanti è più che una semplice coincidenza. I tassi fluttuanti hanno ridotto la tendenza dell'inflazione a trasmettersi da nazione a nazione, accentuando però l'impatto degli impulsi inflazionistici monetari o dei costi sui prezzi nel paese in cui essi hanno avuto origine. In diversi paesi, inoltre, i prezzi al consumo sono sensibilmente influenzati da quelli all'importazione e hanno a loro volta un notevole influsso sull'andamento dei salari e quindi sulla competitività delle esportazioni.

I forti aumenti dei salari sono stati tra le cause principali del protrarsi e spesso dell'acuirsi del processo inflazionistico. A partire dalla primavera del 1974 è iniziata in tutti i paesi, anche se con intensità diversa, un'accelerazione degli aumenti salariali. Alla fine dell'anno i tassi di incremento dei salari e dei guadagni orari su base annua andavano da un minimo del 10-14% negli Stati Uniti, in Germania, in Svezia e in Svizzera, al 25% circa in Italia, in Giappone e nel Regno Unito. Nella maggior parte degli altri paesi dell'Europa occidentale e in Canada gli aumenti variavano dal 15 al 20%.

Sebbene associato a più rapidi aumenti del costo della vita, l'incremento dei salari ha nuovamente superato quello dei prezzi al consumo nella maggior parte dei paesi. Una flessione dei salari reali si è verificata solo negli Stati Uniti, ove lo scorso anno alla rimozione del programma di controllo è seguita un'accelerazione dell'incremento dei tassi salariali che però non è riuscita, per il secondo anno, a tenere il passo con i prezzi al consumo.

Per svariate ragioni, sembra che il comportamento dei salari sia divenuto meno sensibile alle politiche restrittive della domanda. Le richieste salariali avanzate riflettono non solo le aspettative radicate di regolari aumenti dei salari reali, ma a volte

anche il tentativo di mettersi al riparo da attesi aumenti di prezzo e dalla erosione per effetto dell'inflazione dei redditi disponibili al netto delle imposte. Analogamente, i tentativi effettuati in alcuni paesi per migliorare la posizione relativa dei livelli retributivi inferiori hanno provocato slittamenti salariali nell'ambito della manodopera a retribuzione più elevata.

Nel 1974, particolarmente in Germania, in Giappone e negli Stati Uniti, una brusca spinta verso l'alto è stata impressa ai costi unitari della manodopera oltre che dalla crescita dei salari anche dal rallentamento ciclico della produttività del lavoro. In Belgio, Francia e Paesi Bassi, invece, ove la recessione è stata più lenta a manifestarsi, l'aumento della produttività ha contribuito ad assorbire parzialmente l'impatto sui costi dell'aumento abbastanza consistente dei salari. I prezzi dei prodotti industriali sono cresciuti rapidamente nel corso dell'anno ma, specie dove era in atto un sistema di controlli, sono stati in genere sopravanzati dai salari, con una conseguente compressione dei profitti in quasi tutti i paesi, anche se con intensità diversa. Nello stesso tempo, la tassazione degli incrementi di valore delle rimanenze non realizzati ha indebolito la capacità di autofinanziamento delle imprese, che, perciò, hanno dovuto ricorrere maggiormente all'indebitamento a saggi di interesse fortemente più elevati. Col passar del tempo, le crescenti incertezze sulle aspettative in materia di prezzi e di redditi, in un contesto di costi rapidamente crescenti, hanno portato ad un sensibile indebolimento degli investimenti e dell'attività economica.

Ad un costo palesemente oneroso in termini di produzione e di occupazione, le più deboli condizioni sul mercato del lavoro a partire dalla fine del 1974, insieme ai sintomi di raffreddamento dei prezzi al consumo, hanno contribuito a moderare le richieste salariali. La media delle remunerazioni è stata anch'essa abbassata dalla forte riduzione del lavoro straordinario. Nella primavera del 1975 gli incrementi dei salari sembrano aver abbandonato i livelli massimi in molti paesi, con le notevoli eccezioni del Canada, dell'Italia e del Regno Unito. In quest'ultimo paese, a seguito di alcuni accordi di portata estremamente ampia nel settore pubblico, l'incremento annuale nei tassi salariali ha raggiunto il 32,5 % in marzo. Per contro, in Germania, agli inizi del 1975 la media per gli accordi contrattuali più rappresentativi è stata del 6-7 %. In Giappone gli aumenti salariali nella primavera del 1975 si sono mantenuti su una media del 15 % circa, contro il 32 % dell'anno precedente.

Il ritmo dell'inflazione ha richiesto un severo impegno negli sforzi compiuti per porre sotto controllo prezzi e redditi. I controlli ufficiali dei salari sono stati aboliti negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre nei Paesi Bassi sono rimasti in vigore fino alla fine dell'anno. I soli paesi che hanno emanato quest'anno direttive ufficiali in materia salariale sono stati la Danimarca e la Spagna. Tuttavia, un crescente numero di governi ha cercato esplicitamente di influire sulle contrattazioni salariali attraverso riduzioni delle imposte dirette, fra cui sono esempi di rilievo il Canada, la Germania, i Paesi Bassi e la Svezia. Più in generale, in alcuni paesi, particolarmente in quelli dell'Europa del Nord, sono stati compiuti ripetuti sforzi per inserire il processo di contrattazione salariale nel contesto di un approccio basato sull'impiego di una pluralità di politiche tendenti al conseguimento della stabilizzazione economica. Elementi integrativi dei contratti nazionali sono stati le variazioni nelle aliquote delle imposte sui redditi, i contributi per l'assistenza sociale, i sussidi sui generi alimentari e le tasse o imposte temporanee sui profitti d'impresa. Sembra che approcci

di questo tipo abbiano più probabilità di successo laddove le trattative principali sono centralizzate ed esiste un ampio consenso sugli obiettivi economici nazionali. Si ritiene che in Germania e in Giappone l'impegno delle autorità a perseguire una politica monetaria restrittiva abbia contribuito a moderare le richieste salariali. Nel Regno Unito il Congresso delle organizzazioni sindacali si è impegnato a mantenere gli adeguamenti salariali in linea con gli aumenti del costo della vita. In pratica, però, le nuove richieste su tale base venivano a sovrapporsi ai continui scatti della scala mobile che sopravvivevano come strascico della precedente fase di controllo. Altrove l'azione regolatrice è stata per lo più limitata alla sorveglianza dei prezzi, dei margini di profitto e delle locazioni. Al fine di contenere gli aumenti dei prezzi, si è fatto inoltre ampio ricorso ai sussidi sui generi alimentari, a variazioni nell'imposta sul valore aggiunto e ai rinvii degli aumenti di tariffe del settore pubblico. Quanto ai controlli sui prezzi, è stato spesso necessario liberalizzarli o abolirli perchè nella misura in cui erano efficaci contribuivano a determinare una compressione dei profitti. In Giappone, tuttavia, sembra che l'obbligo di sottoporre a preventiva autorizzazione ogni aumento di prezzo, in vigore nel 1974, da marzo a settembre abbia contribuito a trattenere tali aumenti fin quando le restrizioni monetarie non sono diventate efficaci.

Al momento attuale, in una situazione in cui è scomparsa da tempo ogni traccia di eccesso di domanda e la concorrenza su mercati più ristretti impone un'attenta politica dei prezzi da parte delle imprese, gli incrementi salariali sono la causa principale del perdurare dell'inflazione.

Politica monetaria e saggi d'interesse.

Dal punto di vista della condotta politica, gli eventi economici successivi alla primavera dello scorso anno hanno deluso la speranza di poter ridurre in modo significativo l'inflazione evitando, al contempo, un forte calo nella produzione e un aumento della disoccupazione; essi hanno piuttosto rafforzato l'opinione che ad un lungo periodo di rapida inflazione sarebbe seguita una fase di lento e gravoso aggiustamento. E' chiaro che, dopo gli eccessi del *boom* inflazionistico del periodo 1973-74, e le distorsioni provocate dal forte aumento dei prezzi energetici, le possibilità che un'eventuale recessione non sarebbe stata di tipo ordinario sono divenute maggiori. La costituzione di eccessive scorte per fini speculativi, la presenza di capacità inutilizzata nel settore dell'edilizia residenziale, gravi problemi di cassa e di liquidità, mercati azionari ed obbligazionari indeboliti, sono tutti elementi che hanno preannunziato la possibilità di una reazione più acuta rispetto a precedenti fasi di stabilizzazione.

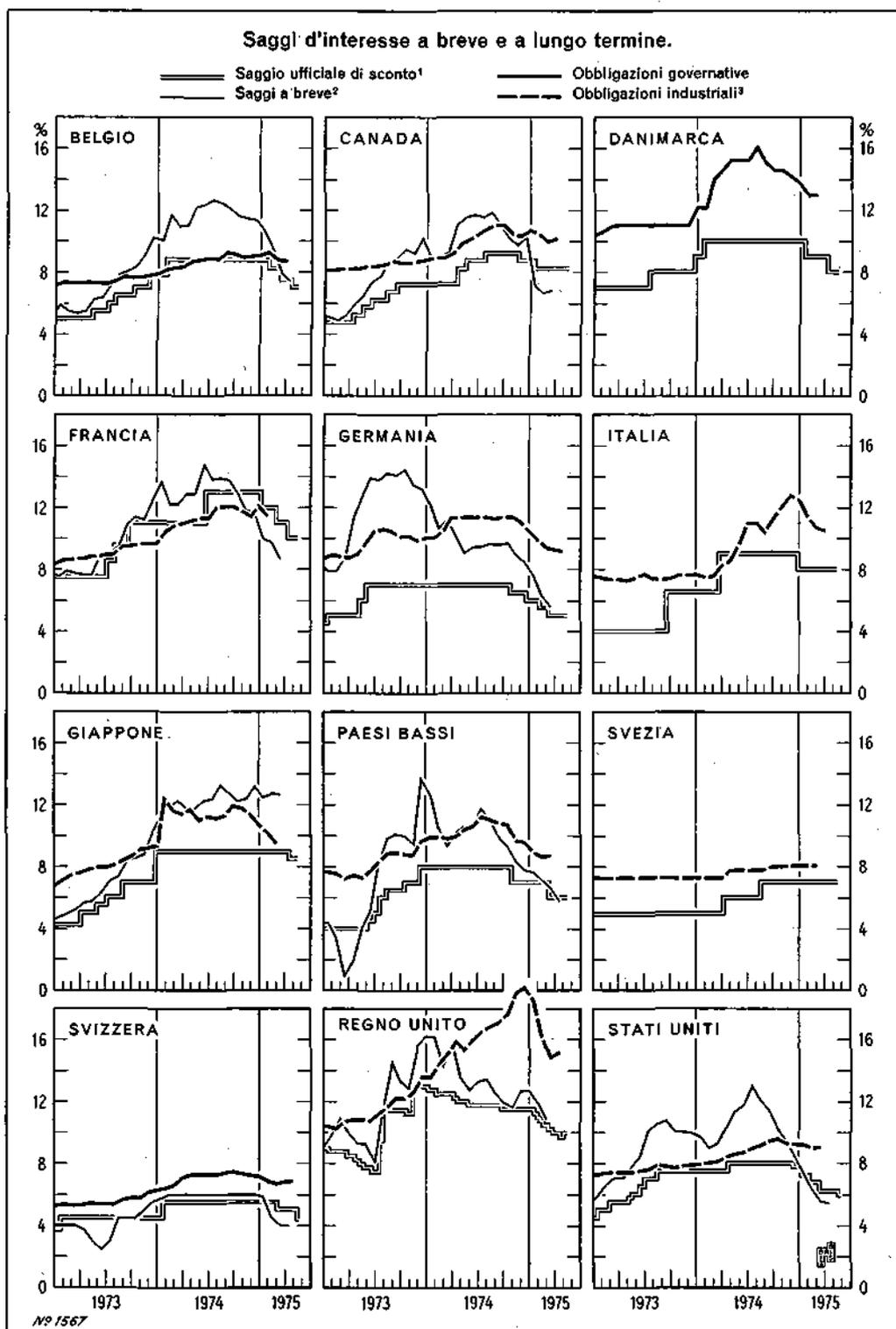
E' controverso se all'inizio del 1974 le autorità nazionali fossero pienamente consapevoli dei rischi collaterali insiti in una politica restrittiva, è certo comunque che esse si sono trovate di fronte al grave dilemma se agire contro l'inflazione, il cui saggio andava accelerando in modo allarmante, oppure intervenire per neutralizzare l'incipiente recessione. Vi è stato tuttavia un buon grado di consenso sul fatto che dovesse darsi la precedenza all'inflazione e che delle tendenze recessive ci si dovesse occupare man mano che queste fossero emerse, intervenendo preferibilmente con stimoli selettivi piuttosto che con una azione di reflazione generale. Quanto agli obiettivi esterni

si è accresciuta la convinzione che i paesi che presentavano già forti disavanzi di parte non petrolifera dovessero compiere particolari sforzi per realizzare l'aggiustamento. Si auspicava infine che le politiche nazionali tenessero in debita considerazione l'opportunità di ripartire l'onere dei disavanzi petroliferi e di assicurare un ragionevole grado di stabilità sui mercati valutari.

In un siffatto contesto, durante la primavera e l'inizio d'estate del 1974 i saggi d'interesse hanno continuato ad aumentare quasi ovunque. Durante questa fase, a segnare il ritmo dell'andamento sono stati soprattutto gli Stati Uniti, che, dopo un periodo di allentamento all'inizio della crisi petrolifera, hanno ripreso la politica di limitare l'espansione degli aggregati monetari, sottolineata da un aumento del saggio ufficiale di sconto al livello senza precedenti dell'8%. Da quel momento la crescita degli aggregati monetari è di nuovo avvenuta più lentamente, ma verso la metà dell'estate, quando i saggi d'interesse hanno toccato il massimo, il saggio sui fondi federali aveva raggiunto il 13,5%, il rendimento dei certificati di deposito era di circa il 12,5% e si era riusciti a stento a mantenere il tasso per i crediti di prim'ordine entro il 12%.

Di fronte a saggi d'interesse che toccavano livelli mai raggiunti, ci si cominciò a chiedere se le restrizioni monetarie non fossero troppo severe. Gli elevati saggi d'interesse avevano originato, naturalmente, vistosi effetti collaterali, fra i quali non ultimo quello di deviare l'afflusso di fondi dagli istituti di risparmio e dal mercato azionario e di aggiungere un peso crescente sui costi. Inoltre, sebbene sia vero che i saggi d'interesse, alla luce dei recenti aumenti dell'inflazione dei prezzi, siano apparsi relativamente bassi, è probabile che le aspettative inflazionistiche stessero affievolendosi con l'approssimarsi dell'economia al punto di svolta, sicché i saggi d'interesse "reali" crescevano rispetto a quelli nominali. In ogni caso si è inteso attribuire ai saggi d'interesse un ruolo maggiore rispetto a precedenti fasi di restrizione. Essendo stato rimosso il massimale imposto dalla Regolamentazione Q sui depositi vincolati di elevato importo, le banche commerciali si sono valse della possibilità, che ora avevano, di praticare un'accesa concorrenza nella ricerca dei fondi. Di conseguenza le limitazioni all'espansione del credito bancario dovute a scarsa "disponibilità", a causa della disintermediazione nei mercati del credito, non hanno giocato un ruolo importante. I saggi d'interesse hanno inoltre subito un'ulteriore spinta verso l'alto in seguito all'indebitamento contratto dagli enti federali a sostegno di istituti finanziari non bancari che non potevano competere adeguatamente nella ricerca di fondi.

Sembra che inizialmente il marcato aumento dei saggi d'interesse negli Stati Uniti non abbia rappresentato affatto o solo minimamente un elemento di disturbo per gli altri paesi; anzi, la conseguente tendenza all'aumento dei saggi altrove è stata generalmente accettata e in alcuni casi anche accentuata. Si trattava di paesi anch'essi afflitti dall'inflazione, spesso d'intensità anche maggiore rispetto a quella presente negli Stati Uniti, e in alcuni di essi - Francia, Italia, Giappone, Regno Unito - un motivo addizionale per attuare una politica monetaria restrittiva era costituito dalla necessità di finanziare e ridurre disavanzi molto ampi nelle partite correnti. Nel Regno Unito, dove l'espansione delle passività delle banche era stata contenuta dall'imposizione di un deposito speciale, è stato possibile in effetti alle autorità ridurre i saggi



¹ Per il Canada, *Bank rate*; per il Regno Unito, saggio attivo minimo. ² Saggio interbancario a tre mesi, eccetto nei seguenti casi: Canada, carta finanziaria a 90 giorni; Francia, effetti privati a un mese; Giappone, danaro a vista; 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.

a breve, mentre quelli a lungo termine hanno continuato ad aumentare. Anche in Germania la Bundesbank ha potuto incoraggiare un'ulteriore flessione dei saggi d'interesse a breve rispetto agli elevati livelli raggiunti in precedenza; la liquidità bancaria è stata però tenuta a freno e i saggi d'interesse a lungo termine sono saliti a circa l'11%.

In Belgio e in Francia si è provveduto a far aumentare i saggi del mercato monetario e ad inasprire i massimali all'espansione del credito bancario. Un corso pressoché analogo si è dovuto seguire in Italia, soprattutto per esigenze di bilancia dei pagamenti, ed i saggi a breve e a lungo termine sono aumentati molto sensibilmente. Anche il Giappone ha fatto largo ricorso all'imposizione di massimali all'espansione del credito bancario, come pure, in misura minore, la Svizzera, sebbene unicamente al fine di combattere l'inflazione. In Canada, i saggi d'interesse sono aumentati parallelamente a quelli degli Stati Uniti in primavera, ma dalla fine di maggio le autorità hanno cercato di rallentarne l'ascesa. Tra i paesi con forti posizioni esterne, la Svizzera e i Paesi Bassi sono intervenuti a volte per ridurre le tensioni sulla liquidità bancaria e sul tasso di cambio.

Negli Stati Uniti i saggi d'interesse a breve hanno iniziato a segnare una leggera riduzione in estate. Divenuto chiaro, nel corso dell'autunno, che la domanda s'andava indebolendo e l'espansione monetaria era rallentata, la Riserva Federale ha seguito una politica meno rigida nelle operazioni di mercato aperto e ha ridotto le riserve obbligatorie. Al volgere dell'anno la flessione dei saggi d'interesse si è fatta più rapida, contribuendo in tal senso anche successive riduzioni del saggio ufficiale di sconto, e alla fine di febbraio, in presenza di una domanda di credito bancario in netta flessione, i saggi sul mercato monetario erano scesi intorno al 5,5-6%. I rendimenti obbligazionari si sono mantenuti costanti fino ad ottobre, per subire poi una riduzione di mezzo punto percentuale o più verso l'inizio del 1975. La tendenza al ribasso dei saggi ha indotto un sensibile aumento delle emissioni obbligazionarie, mentre quelle azionarie si riducevano a proporzioni trascurabili.

D'altra parte, l'indirizzo della politica fiscale degli Stati Uniti, rafforzato dall'effetto dell'inflazione sul gettito fiscale e dal più lento aumento della spesa, si è mantenuto fondamentalmente restrittivo per tutto l'anno ed anche durante i primi mesi del 1975. Per di più, nell'autunno, cioè quando l'economia era proprio alle soglie di una caduta improvvisa nell'attività, l'Amministrazione raccomandava l'introduzione di una soprattassa sul reddito, temperata da un aumento nel credito d'imposta sugli investimenti. Sebbene la politica fiscale dovesse ben presto invertire la sua rotta e crescenti consensi si facessero strada in favore di un programma fiscale di incentivazione, era da escludere che il bilancio potesse fornire un notevole sostegno all'economia fino a 1975 inoltrato.

Altri paesi sono stati inizialmente molto cauti nell'adattare i loro saggi d'interesse alla tendenza al ribasso prevalente negli Stati Uniti e sul mercato dell'eurodollaro. Perfino in Germania, paese in cui una flessione è stata sufficiente a causare forti deflussi netti di capitali, l'orientamento monetario è stato condizionato dalla prospettiva di un crescente disavanzo del settore pubblico e dall'obiettivo di limitare all'8% l'incremento della moneta della banca centrale nel 1975. Nel Regno Unito,

il cui tasso d'inflazione è rimasto costantemente elevato e dove è stato necessario un bilancio di novembre per sostenere le finanze delle imprese, si è mantenuto un differenziale dei saggi a breve favorevole alla sterlina.

Per quanto i saggi del mercato monetario avessero cominciato a flettere nella maggior parte degli altri paesi europei e in Canada, le autorità si sono trattenute dall'allentare in modo significativo la loro politica fino ad anno inoltrato ed anzi in due o tre paesi la politica monetaria è stata, per alcuni aspetti, irrigidita. Nei Paesi Bassi si è ridotta la liquidità bancaria e si sono elevate le riserve obbligatorie al fine di rallentare l'espansione monetaria.

Verso l'inizio del 1975, tuttavia, la maggior parte dei paesi si stava orientando verso un certo alleggerimento delle restrizioni monetarie. Si sono avute, fra l'altro, una liberalizzazione o la revoca dei massimali al credito bancario e una riduzione delle riserve obbligatorie in Belgio, Francia e Svizzera. In Belgio e in Germania è stato liberalizzato l'accesso al rifinanziamento consentito alle banche. In alcuni paesi, fra i quali la Francia, l'Italia e il Giappone, sono state disposte linee di credito speciali in favore di settori specifici. All'inizio della primavera le autorità italiane hanno abolito il deposito obbligatorio del 50% sulle importazioni ed eliminato i massimali all'espansione del credito. Nel Regno Unito la ridotta richiesta di credito ha consentito alle autorità di sospendere l'obbligo di costituire depositi speciali sull'espansione delle passività delle banche. Più in generale, un gran numero di banche centrali, seguendo l'esempio della Riserva Federale, iniziava, nel dicembre 1974 e all'inizio del 1975, una serie di riduzioni del saggio ufficiale di sconto. In molti casi, soprattutto per effetto di influenze esterne — del resto sempre più bene accette in base a considerazioni d'ordine interno — i saggi dei mercati monetari si sono ridotti nettamente e in numerosi paesi sono stati diminuiti anche i saggi d'interesse sul credito bancario. Solo in Giappone non si era avuto ancora un significativo allentamento nella politica monetaria. Nella maggior parte degli altri paesi il recente alleggerimento della politica fiscale, insieme al diminuito gettito causato dal rallentamento economico, darà luogo probabilmente a forti disavanzi del settore pubblico nel 1975.

Dopo i massicci incrementi dell'offerta di moneta del 1972 e del 1973, lo scorso anno il ritmo dell'espansione monetaria si è contratto nettamente nella maggior parte dei principali paesi. Negli Stati Uniti l'aumento per il 1974 è risultato di appena il 4,5% per M_1 e del 7,5% per M_2 . Verso la fine di marzo 1975 l'espansione dell'offerta di moneta nella sua definizione più ampia è stata nettamente inferiore a quella dell'anno precedente anche in Germania (1,7%), Belgio, Giappone, Regno Unito (9-11%) e in Italia (17%). Nel Regno Unito la brusca decelerazione di M_2 è stata in parte imputabile ad un capovolgimento dei particolari fattori che ne avevano gonfiato l'aumento nel 1973. In Italia il deposito obbligatorio sulle importazioni ha svolto un ruolo significativo. In tutti questi paesi l'aumento di M_2 è stato, lo scorso anno, inferiore all'aumento dei prezzi al consumo, a volte anche di molto. In Canada, in Francia e in Olanda invece l'espansione della massa monetaria in senso lato si è collocata entro una fascia del 16-20%, superando l'aumento dei prezzi al consumo. Poiché i più elevati saggi d'interesse sui depositi a tempo e a risparmio distoglievano fondi dai depositi a vista nel 1974, l'espansione di M_1 è stata molto inferiore a quella di M_2 in tutti i paesi tranne che in Germania, dove il pubblico ha aumentato

fortemente le proprie disponibilità in contante in seguito alla crisi della Banca Herstatt. Alla fine del 1974, tuttavia, l'espansione di M_1 è accelerata in alcuni paesi, fra i quali soprattutto il Regno Unito, il Canada, i Paesi Bassi e la Danimarca, probabilmente come risultato sia di condizioni monetarie più agevoli, sia di reazioni cautelative ad una situazione economica che andava deteriorandosi.

Offerta di moneta.

Paesi		1970	1971	1972	1973		1974		1975
		Dicembre	Dicembre	Dicembre	Giugno	Dicembre	Giugno	Dicembre	Marzo
variazioni percentuali su base annua									
Stati Uniti	M_1	6,1	6,3	9,7	8,7	6,1	5,4	4,7	4,2
	M_2	8,4	11,2	11,1	10,2	8,8	8,6	7,4	7,1
Canada	M_1	5,0	19,9	11,8	15,8	12,9	9,4	3,6	17,1
	M_2	10,3	16,4	14,5	12,1	19,1	19,5	16,3	19,5
Giappone	M_1	16,8	29,7	24,7	29,9	16,7	15,7	11,5	11,6 ¹
	M_2	15,9	24,7	24,7	24,7	16,8	13,3	11,5	11,6 ¹
Belgio	M_1	8,3	11,1	14,0	12,8	8,8	6,7	8,8	7,3 ¹
	M_2	8,2	13,1	16,1	15,9	13,5	10,5	9,0	10,5 ¹
Francia	M_1	10,9	11,2	14,3	11,0	9,0	11,2	16,8	10,9 ¹
	M_2	15,0	19,7	18,4	14,2	15,0	16,6	17,6	16,6 ¹
Germania	M_1	8,6	11,9	14,0	5,8	1,8	5,2	11,7	12,4
	M_2	10,4	14,4	16,7	18,3	13,9	8,3	5,1	1,7
Italia	M_1	27,2	18,8	24,6	22,2	24,1	18,6	10,1	7,0
	M_2	13,6	17,1	22,2	20,7	23,3	21,3	15,3	16,8
Paesi Bassi	M_1	11,8	15,0	17,7	9,4	0,0	1,8	12,2	10,8 ¹
	M_2	8,3	9,0	11,9	14,9	21,9	25,9	20,0	16,3 ¹
Svezia	M_1	.	9,3	6,9	8,0	13,2	15,5	13,8	16,9
	M_2	.	9,9	12,3	12,5	13,8	13,4	9,4	9,4
Svizzera	M_1	6,9	39,7	4,6	2,3	2,1 ²	- 0,7 ²	0,7 ²	4,3 ²
	M_2	8,7	26,6	2,4	2,4	5,0	10,2	6,6	.
Regno Unito	M_1	9,7	15,3	13,8	12,3	5,8	0,0	10,8	13,2
	M_2	9,5	13,4	25,5	24,0	28,0	21,5	12,5	10,1

Nota: M_1 = moneta e depositi a vista.

M_2 = M_1 più quasi moneta, conforme alle definizioni nazionali varianti da paese a paese.

¹ Febbraio. ² Dati basati su nuove serie.

Il credito bancario al settore privato ha continuato ad espandersi a un ritmo molto sostenuto fino all'estate nella maggior parte dei paesi ed è stato in genere la principale contropartita alla creazione di moneta. Dato che i saggi attivi praticati dalle banche erano rimasti inferiori a quelli prevalenti sul mercato monetario, spesso i clienti avevano un incentivo, in presenza di condizioni inflazionistiche, a mutuare fondi al fine di finanziare l'accumulazione di scorte o investimenti fissi. Anche in paesi in cui vigevano massimali al credito, esenzioni speciali hanno in genere consentito un'espansione abbastanza rapida del credito bancario complessivo. Sebbene il clima d'incertezza ben presto deteriorasse l'andamento degli investimenti, l'accumulazione involontaria di scorte si è protratta ancora per un certo tempo e l'inflazione ha provocato una contrazione nei profitti e nella liquidità delle società. La debolezza del mercato azionario e obbligazionario ha costretto le imprese a rivolgersi alle banche per soddisfare esigenze di finanziamenti improrogabili. Dall'autunno in poi, ad

ogni modo, il credito bancario alle imprese è diminuito in quasi tutti i paesi, con il Canada e i Paesi Bassi come uniche eccezioni di rilievo.

All'inizio del 1974, i rendimenti del mercato obbligazionario sono aumentati gradualmente, ma per gran parte dell'anno si sono mantenuti piuttosto modesti rispetto ai saggi d'interesse a breve e, soprattutto, sono stati in genere — ad eccezione della Germania — inferiori ai tassi d'inflazione correnti. Data la mancanza d'interesse da parte degli investitori, le nuove emissioni obbligazionarie si sono contratte sensibilmente nella maggior parte dei paesi. I rendimenti delle obbligazioni si sono in genere mantenuti costanti o hanno continuato ad aumentare fino ad ottobre, quando si è avuta una flessione negli Stati Uniti, in Germania e nei Paesi Bassi, come riflesso di una più debole attività. Sino alla fine dell'anno, comunque, i rendimenti obbligazionari sono rimasti più o meno stabili in Belgio, Francia, Giappone e Svizzera, mentre in Italia e nel Regno Unito hanno continuato a salire. All'inizio del 1975, col diffondersi della recessione e il progressivo alleggerimento delle politiche monetarie, i rendimenti sono diminuiti nella maggior parte di questi paesi, in particolare nel Regno Unito. Altrove i saggi a lungo termine si sono ridotti molto meno di quelli del mercato monetario, ricostituendo relazioni più normali nella curva dei rendimenti. Ai saggi in fase di flessione si è in genere accompagnato un rilancio delle emissioni. Il debito del settore pubblico ha rappresentato una parte rilevante del totale, sebbene emittenti del settore privato abbiano anch'essi profittato della situazione protraendo le scadenze dei prestiti da loro contratti.

Con le recenti variazioni nel dosaggio delle politiche le condizioni monetarie dei vari paesi sono diventate comparativamente più equilibrate. Il notevole sgravio fiscale negli Stati Uniti e il crescente fabbisogno finanziario del governo avevano opposto resistenza alla diminuzione dei saggi d'interesse. In altri paesi si è continuato a porre un certo accento su una politica di bilancio espansionistica spesso orientata in senso selettivo e, nella gran parte di essi, sembra che il margine per ulteriori flessioni dei saggi d'interesse si stia riducendo. In taluni paesi, limitazioni di ordine esterno hanno continuato a svolgere un ruolo preminente. Tuttavia in questi paesi come pure in quelli caratterizzati da una forte posizione sull'estero, il desiderio di contenere l'inflazione e di mantenere i saggi d'interesse a un livello sufficiente ad incoraggiare il flusso del risparmio verso i mercati a lungo termine, induceva a ritenere poco opportuno un eccessivo alleggerimento della politica monetaria. In effetti, a causa dell'afflusso di capitali, alcuni di questi paesi sono stati indotti a ridurre i saggi d'interesse parecchio più di quanto intendessero fare.

L'aumento dei prezzi del petrolio e gli squilibri nei pagamenti internazionali.

Oltre all'impatto depressivo sull'attività economica ed all'ulteriore spinta impressa all'inflazione nello scorso anno, il rincaro del petrolio ha determinato una trasformazione nel quadro mondiale delle bilance dei pagamenti. Il prezzo medio del greggio esportato dai paesi dell'OPEC è salito da circa \$20 la tonnellata nel 1973 a \$77 nel 1974. Benchè tale rincaro ed il rallentamento economico abbiano leggermente ridotto la domanda di prodotti petroliferi, si stima che il valore delle esportazioni di petrolio dai paesi dell'OPEC sia salito fra i due anni da circa \$32 a

\$115 miliardi. Pur considerando i sensibili aumenti in termini quantitativi e monetari delle importazioni OPEC, l'eccedenza di parte corrente di tali paesi ha raggiunto nel 1974 circa \$70 miliardi contro i \$5 miliardi dell'anno precedente. Come di consueto le entrate di valuta hanno presentato un ritardo rispetto alle esportazioni di greggio, così che l'eccedenza di cassa dell'OPEC, per l'anno 1974, è stata di circa \$55 miliardi.

La parte maggiore dell'eccedenza OPEC è naturalmente ricaduta sui paesi industrializzati. Il saldo delle transazioni correnti dei paesi dell'OCSE è passato da una posizione eccedentaria di \$2 miliardi nel 1973 - una cifra di per sé contenuta a causa del forte rincaro di altre materie prime - al disavanzo di circa \$33 miliardi dell'anno passato. Tale disavanzo si raffronta ad un aumento di \$60 miliardi nelle importazioni di petrolio e ad un peggioramento di circa \$45 miliardi nella bilancia commerciale dell'area rispetto ai paesi dell'OPEC. Benchè quantitativamente più ridotto, il deterioramento nella posizione dei pagamenti dei paesi emergenti non produttori di petrolio è stato ovviamente assai più gravoso: si stima che il disavanzo corrente di tali paesi sia salito da circa \$8 miliardi ad una cifra probabilmente superiore ai \$25 miliardi.

Nell'ambito del gruppo di paesi dell'OCSE la tendenza dell'anno scorso, per quanto concerne i saldi delle transazioni correnti, è stata nel senso di un aggravamento degli squilibri relativi preesistenti, in particolare fra i maggiori paesi industriali. Oltre al fatto che i maggiori costi del petrolio hanno interessato i vari paesi in misura differente, i saldi delle transazioni commerciali non petrolifere hanno segnato evoluzioni ampiamente differenziate, che vanno da miglioramenti a variazioni negative. Tali difformità nelle risultanze dell'interscambio riflettono vari fattori, fra cui, in

Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera:
Saldi commerciali nel 1973 e 1974 e fattori di variazione.

Paesi	Saldi commerciali*		Variazioni dei saldi commerciali 1973-74	variazioni nella spesa petrolifera netta	Fattori di variazione		
	1973	1974			variazioni dell'interscambio non petrolifero		
					valore totale	volume	ragione di scambio
miliardi di dollari SU							
Belgio	0,5	- 1,5	- 2,0	- 1,7	- 0,3	- 0,2	0,1
Canada	1,9	0,5	- 1,4	+ 0,4	- 1,8	- 2,1	+ 0,3
Francia	- 1,4	- 6,9	- 5,5	- 6,4	+ 0,9	+ 1,8	- 0,9
Germania	12,9	19,7	+ 6,8	- 6,3	+ 13,1	+ 8,4	+ 4,7
Giappone	- 1,4	- 6,8	- 5,4	- 14,2	+ 8,8	+ 5,6	+ 3,2
Italia	- 5,6	- 10,7	- 5,1	- 5,6	+ 0,5	+ 3,2	- 2,7
Paesi Bassi	0,3	- 1,6	- 1,9	- 0,9	- 1,0	+ 1,3	- 2,3
Svezia	1,5	0,1	- 1,4	- 1,4	0,0	- 0,8	+ 0,8
Svizzera	- 2,1	- 2,5	- 0,4	- 0,5	+ 0,1	+ 0,5	- 0,4
Regno Unito	- 8,3	- 15,5	- 7,2	- 5,7	- 1,5	+ 1,1	- 2,6
Stati Uniti	1,3	- 2,3	- 3,6	- 16,3	+ 12,7	+ 7,0	+ 5,7

* Importazioni c. l. f.

particolare, gli incrementi relativi dei prezzi all'esportazione, la misura in cui l'indebolimento della domanda interna ha agito sulle importazioni, le variazioni nei tassi di cambio e, non da ultimo, lo sforzo compiuto per incrementare le esportazioni.

Tali sviluppi possono essere osservati nel modo più chiaro sulla base dei dati relativi ai sei maggiori paesi industriali: Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti. Tali paesi sono risultati essere i più colpiti in termini assoluti dai maggiori prezzi petroliferi, con incrementi nel costo delle importazioni che vanno da circa \$5,5 miliardi per l'Italia ed il Regno Unito a più di \$16 miliardi per gli Stati Uniti. Ad un'estremità della scala si colloca la Germania, che ha più che assorbito l'aumento di \$6,3 miliardi nella spesa netta per l'importazione di petrolio con un incremento globale dell'eccedenza commerciale da \$12,9 a \$19,7 miliardi. La recessione interna ha mantenuto le importazioni non petrolifere al livello del 1973, fornendo al tempo stesso lo sprone per un'ulteriore espansione del 12% nel volume delle esportazioni, sostenuta altresì da una generosa politica di crediti all'esportazione. La Germania ha inoltre segnato nel 1974 un considerevole miglioramento nelle proprie ragioni di scambio non afferenti il petrolio, conseguenza di un ulteriore apprezzamento del DM, unito al rincaro dei manufatti esportati e ad una caduta dei prezzi relativi alle materie prime d'importazione. All'estremità opposta, il disavanzo commerciale del Regno Unito si è ampliato di \$7,2 miliardi, con un aumento di \$5,7 miliardi nella spesa netta per importazioni di petrolio. Fattori importanti sono stati il deterioramento delle ragioni di scambio non petrolifere in seguito al deprezzamento della sterlina - in gran parte già verificatosi nel 1973 - e l'incremento relativamente modesto, circa 5%, del volume delle esportazioni.

Fra altri quattro maggiori paesi industriali, il risultato migliore nell'interscambio è chiaramente quello degli Stati Uniti: il saldo commerciale complessivo presenta un peggioramento inferiore di un quarto all'incremento di valore segnato dalle importazioni nette di petrolio. Come nel caso della Germania, gli Stati Uniti hanno conseguito nel 1974 un forte miglioramento dell'interscambio in termini di volume. Le importazioni sono state leggermente inferiori al livello del 1973, mentre le esportazioni hanno registrato un aumento dell'8,5%, certamente dovuto, in parte, alla migliorata posizione concorrenziale determinata dal deprezzamento del dollaro avvenuta a partire dal 1971. Inoltre, nonostante l'ulteriore abbassamento del tasso di cambio nel 1974, le ragioni di scambio non petrolifere degli Stati Uniti sono migliorate: all'effetto esercitato sul valore delle importazioni dal riflusso del *boom* delle materie prime si è aggiunto un forte rincaro dei prodotti agricoli esportati dagli Stati Uniti.

Anche il Giappone ha coperto più della metà dell'aumento nella spesa netta per l'acquisto di petrolio con miglioramenti ottenuti in altri settori dell'interscambio. Complessivamente le esportazioni sono aumentate di oltre il 50% in termini di dollari, riflettendo sia un incremento quantitativo pari a quello tedesco, sia un sensibile rincaro dei prodotti esportati. In Francia, ove fra il 1973 e il 1974 pare esservi stato un modesto peggioramento nelle ragioni di scambio non petrolifere, quasi un terzo della maggiore spesa netta per l'importazione di greggio è stato controbilanciato dall'incremento positivo dell'interscambio in termini di volume, essendo le esportazioni aumentate con un vigore pari a quello della Germania e del Giappone. In Italia l'ampliamento del disavanzo commerciale fino ad oltre \$10 miliardi ha approssimativamente

rispecchiato i maggiori costi del petrolio, benchè l'effetto combinato di minori importazioni e di un incremento del volume delle esportazioni abbia determinato un leggero miglioramento nell'interscambio non petrolifero, nonostante un deterioramento nelle ragioni di scambio.

A partire dalla metà del 1974 parecchi sviluppi hanno modificato il quadro risultante dalle cifre relative all'anno 1974. Dal lato dei paesi aderenti all'OPEC la produzione di greggio ha iniziato a calare e si trova attualmente di un 20% al di sotto della punta massima del periodo successivo all'embargo, registrata nel maggio 1974. A causa dell'inverno particolarmente mite la spola delle petroliere fra il Medio Oriente e l'Europa è stata più lenta del solito, avendo incontrato difficoltà nella scarico del greggio a destinazione, causa la mancanza di depositi vuoti. Vi sono pure state alcune proposte di lievi riduzioni nei prezzi di vendita, sia direttamente, sia attraverso crediti più dilazionati, riduzioni dei differenziali connessi alle diverse quantità di petrolio ed altre concessioni simili. D'altro lato, le importazioni dei paesi dell'OPEC hanno continuato ad aumentare. Fino alla fine del 1974 l'eccedenza nelle transazioni correnti dell'OPEC era ancora in espansione, dai \$15,5 miliardi stimati per il secondo trimestre - allorchè i rincari del dicembre 1973 hanno iniziato ad avere effetto - ai \$17,4 miliardi del quarto trimestre. Le prime indicazioni relative al primo trimestre del 1975 sono tuttavia nel senso di un'eccedenza inferiore di più di un terzo. La diminuita domanda di petrolio è ovviamente legata alla recessione in atto nel mondo industrializzato ed agli effetti dei prezzi più elevati.

Paesi dell'OCSE: Saldi commerciali con l'estero, 1974-75.

Paesi	1974		1975
	1° semestre	2° semestre	1° trimestre
	miliardi di dollari SU; dati destagionalizzati su base annua		
Francia ¹	- 3,6	- 3,1	+ 1,8
Germania	+ 20,4	+ 18,6	+ 19,5
Giappone	- 9,2	- 4,5	- 0,5
Italia	- 12,5	- 9,1	- 3,4
Regno Unito ¹	- 12,5	- 11,6	- 6,5
Stati Uniti	- 0,1	- 4,5	+ 8,3
Altri paesi OCSE	- 35,3 ²	- 28,0 ²	- 30,0
Totale paesi OCSE	- 52,8 ²	- 42,2 ²	- 9,8 ²

¹ Importazioni f.o.b. ² Non depurati delle variazioni stagionali.

Dal lato dei paesi industrializzati sono osservabili chiari segni di miglioramento nei pagamenti di parte corrente. Le loro economie, con poche eccezioni, hanno proseguito l'andamento recessivo, con importazioni stabili o in diminuzione; vi è stato un miglioramento nelle ragioni di scambio derivante dalla stabilità di prezzo del petrolio e dal calo dei prezzi di altre materie prime, contrapposti ad un ulteriore aumento dei prezzi all'esportazione. Le esportazioni dei paesi industriali verso l'OPEC, accresciutesi in valore del 75% nel corso del 1974, permangono in ascesa. Le vendite ai paesi emergenti non produttori di petrolio si sono inoltre mantenute

su livelli relativamente buoni, tenuto conto dei peggioramenti nelle ragioni di scambio di tali paesi. Dei cinque paesi industriali con i maggiori disavanzi commerciali nel 1974 considerato globalmente, soltanto il Regno Unito e l'Italia presentavano ancora saldi sensibilmente negativi nel primo trimestre del 1975, benchè assai ridotti rispetto ai livelli dell'anno precedente. Francia, Giappone e Stati Uniti hanno registrato tutti nel primo trimestre eccedenze nell'interscambio, particolarmente elevate nel caso degli Stati Uniti. L'eccedenza della Germania, benchè sempre cospicua, ha registrato una lieve flessione.

Il miglioramento nella situazione dei pagamenti avvenuto nei mesi recenti è ovviamente ancora molto limitato. Lo squilibrio fra l'OPEC ed il resto del mondo permane assai grande, così come quello esistente fra le posizioni di paesi importanti come la Germania ed il Regno Unito. Gran parte del miglioramento recentemente verificatosi è inoltre imputabile a fattori che non potranno probabilmente essere sostenuti a lungo, e cioè: il livello di relativa depressione dell'attività economica mondiale ed un disavanzo nei pagamenti, già ampio e tuttavia ancora crescente, da parte dei paesi emergenti non produttori di petrolio.

Per quanto concerne il finanziamento degli squilibri emersi lo scorso anno, si può dire che i problemi hanno in genere dimostrato di poter essere tenuti sotto controllo. Ciò vale sia per l'allocazione dei fondi eccedentari da parte dei paesi petroliferi, sia per la copertura delle necessità di finanziamento dei paesi deficitari. D'altra parte, nell'estate 1974 sono emerse difficoltà finanziarie non previste che hanno temporaneamente determinato pressioni alquanto forti sul sistema bancario internazionale.

Come previsto, nel 1974 una larga parte dei fondi eccedentari dei paesi petroliferi è stata impiegata a breve: \$28 miliardi in depositi bancari, per lo più nel mercato delle eurodivise. Ciò non ha destato sorpresa, se si considerano gli elevati saggi di interesse a breve prevalenti durante la maggior parte dell'anno. In seguito all'alleggerimento della situazione monetaria, la parte dell'avanzo totale investita sotto tale forma è scesa a circa un terzo nell'ultimo trimestre dell'anno, rispetto ad una proporzione di quasi due terzi durante i primi sei mesi. I fondi accumulati non hanno vagato da un centro finanziario all'altro, nonostante che la crisi di fiducia di metà anno nei confronti dell'euromercato abbia comportato un aumento temporaneo della quota delle eccedenze correnti investita nel mercato statunitense. Inoltre, i fondi petroliferi hanno verosimilmente avuto un certo ruolo nel forte apprezzamento del franco svizzero avvenuto fra la fine del 1974 e l'inizio del 1975.

A partire dai primi mesi del 1974 i principali spostamenti sono avvenuti in direzioni generalmente riconosciute come desiderabili: in primo luogo, come già accennato, verso impieghi un po' più a lungo termine e, secondariamente, verso programmi bilaterali di aiuto a favore dei paesi in via di sviluppo, congiunti a prestiti tramite il Fondo Monetario Internazionale ed altri organismi internazionali. Verso l'ultimo trimestre del 1974 la quota dei capitali eccedentari impiegati a più lungo termine attraverso questi ed altri canali non di mercato pare essere stata di circa due quinti.

Per quanto concerne i problemi di finanziamento dei paesi importatori di petrolio, essi si sono dimostrati meno ardui di quanto previsto. Il totale delle riserve lorde di tali paesi è in effetti leggermente aumentato nel 1974; la *oil facility* di \$3,5

miliardi disponibile presso il FMI per il 1974 - formalmente estinta alla fine di febbraio 1975 - non è stata completamente utilizzata, nè vi è stato un diffuso ricorso a restrizioni commerciali o a deprezzamenti competitivi delle monete nazionali.

Nel 1974 l'Italia è stato l'unico importante paese industriale che abbia fatto ricorso in larga misura alle fonti ufficiali per il finanziamento del disavanzo prendendo a prestito complessivamente \$5,5 miliardi dal Fondo Monetario Internazionale, dagli altri paesi della Comunità Economica Europea nell'insieme e, in forma bilaterale, dalla Germania. Il disavanzo del Regno Unito è stato in gran parte coperto dall'aumento delle riserve in sterline dei paesi petroliferi, integrato da prestiti attinti dal settore pubblico sull'euromercato; il disavanzo giapponese è stato coperto mediante crediti ottenuti dalle banche commerciali sui mercati degli Stati Uniti e dell'eurodollaro; il deficit della Francia mediante il credito commerciale integrato dall'indebitamento in eurovalute. Il governo francese non ha tuttavia utilizzato l'eurocredito di \$1,5 miliardi concordato la primavera scorsa. Le riserve totali dei paesi dell'OCSE, dopo una contrazione di \$2,3 miliardi nella prima metà del 1974, sono aumentate di \$5 miliardi nel secondo semestre dell'anno.

Anche al di fuori dell'area industrializzata una parte sorprendentemente elevata dei maggiori disavanzi nei pagamenti dello scorso anno è stata assorbita dai canali di mercato. I crediti in eurodivise ai paesi emergenti non produttori di petrolio sono saliti da \$5 a 6,6 miliardi fra il 1973 ed il 1974, benchè gran parte di tale aumento sia avvenuto nella prima metà dell'anno; i prestiti a breve di tali paesi dal sistema bancario degli Stati Uniti sono saliti da circa \$1,5 miliardi nel 1973 a circa \$5,5 miliardi nell'anno scorso.

Si può inoltre stimare che i paesi in questione abbiano ricevuto circa \$2,5 miliardi sotto forma di sussidi diretti e prestiti da singoli paesi produttori di petrolio. Anche il ricorso alle istituzioni internazionali di credito risulta accresciuto. Dopo aver effettuato nell'insieme un modesto rimborso netto al FMI nel 1973, cinquantun paesi emergenti non produttori di petrolio hanno prelevato dal Fondo un totale di \$1,5 miliardi nell'anno successivo. Tale cifra ha rappresentato solo una piccola frazione dei fabbisogni finanziari totali; di questo importo più di tre quarti sono però stati prelevati durante la seconda metà del 1974; ciononostante le loro riserve congiunte sono diminuite di \$1 miliardo.

In previsione di esigenze future, quest'anno è stata adottata una serie di importanti misure intese ad ampliare gli strumenti ufficiali di finanziamento. In gennaio il nuovo Comitato ad interim del Fondo Monetario Internazionale ha convenuto di incrementare di circa un terzo, portandole a DSP 39 miliardi, le quote complessive del Fondo, nonchè di prorogare al 1975 la *oil facility*, fissando in DSP 5 miliardi il totale delle nuove risorse da reperire - oltre alla parte inutilizzata della linea di credito del 1974. Non sono stati ancora stabiliti in dettaglio i contributi dei singoli paesi all'aumento totale delle quote. Per quanto concerne la *oil facility* per il 1975, è stato comunicato che i mezzi finora raccolti ammontano a DSP 3,5 miliardi. Una nuova caratteristica della linea di credito è l'inserimento di disposizioni tese a sovvenzionare gli interessi pagati sui prelievi effettuati dai paesi in via di sviluppo più seriamente colpiti dal rincaro del petrolio.

In febbraio il Consiglio dei Ministri delle Comunità Europee ha adottato un programma per la CEE per il reperimento di capitali nei paesi non membri, ed in particolare nei paesi produttori di petrolio, allo scopo di procurare prestiti a medio termine ai paesi membri. Inizialmente il totale di tali prestiti (fra capitale e interessi) non dovrà superare i \$ 3 miliardi.

Parallelamente a tali sviluppi, i paesi dell'OCSE hanno deciso di costituire un Fondo di sostegno finanziario, il cui scopo è quello di concedere prestiti ai paesi membri "in circostanze eccezionali", cioè di funzionare come una specie di rete di sicurezza. L'accordo che istituisce il Fondo è stato sottoscritto in aprile da quasi tutti i paesi membri dell'OCSE ed attende ora la ratifica da parte dei rispettivi organi legislativi. Ad ogni paese partecipante al Fondo verrà assegnata una quota che servirà per determinare sia i suoi impegni finanziari, sia i suoi diritti di ricorso al prestito, nonché il peso relativo nelle votazioni. Qualora tutti i paesi dell'OCSE partecipassero al Fondo, l'ammontare totale delle quote sarebbe pari a \$ 25 miliardi.

Parzialmente collegate ai problemi di finanziamento dello scorso anno sono state le pressioni verificatesi nel settore bancario internazionale. Il mercato eurovalutario è stato investito da un'eccezionale richiesta di mezzi per il finanziamento delle bilance dei pagamenti che, unita alle politiche monetarie restrittive, ha prodotto un brusco aumento dei saggi di interesse, nonché preoccupazioni circa una possibile carenza di liquidità. Forti inquietudini ha suscitato in aprile la notizia di ingenti perdite da parte della Franklin National Bank di New York; il fallimento della Banca Herstatt di Colonia ha decisamente scosso la fiducia nel mercato eurovalutario.

Le pressioni cui sono state soggette le eurobanche durante l'estate hanno portato ad una effettiva contrazione dei depositi, ma all'inizio del successivo autunno la situazione ha iniziato a raddrizzarsi. Ciò è stato agevolato, in parte, da un certo miglioramento delle condizioni monetarie ed in parte dalle misure adottate dalle banche e dalle autorità. Le prime hanno migliorato i propri sistemi di controllo interni sulle transazioni in valuta, adottando altresì politiche più caute nella concessione dei prestiti, mentre in un certo numero di paesi le autorità hanno reso più severe le procedure di vigilanza bancaria. Le banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci hanno annunciato da parte loro che sarebbero intervenute come prestatori di ultima istanza nel caso di difficili condizioni di liquidità nell'euromercato. In particolare si è concordato che la responsabilità per le filiali estere delle banche sarebbe stata affidata alla banca centrale del paese in cui risiede la sede centrale. Inoltre i proprietari delle numerose banche consorziate operanti a Londra hanno esplicitamente riconosciuto la loro responsabilità "morale" per tali istituti. Le banche centrali hanno istituito in seguito un comitato internazionale di vigilanza bancaria, per attuare uno scambio di informazioni concernenti le migliori procedure di ordine pratico, nonché per mantenere un costante aggiornamento sugli sviluppi del momento che potrebbero richiedere il loro intervento.

Andamenti dei tassi di cambio e sistema monetario.

Di fronte agli sconvolgimenti nei pagamenti internazionali dello scorso anno, i movimenti dei tassi di cambio ponderati su base commerciale delle principali valute sono stati relativamente moderati. Dalla fine del gennaio 1974, ad esempio, poco

dopo l'ultimo aumento dei prezzi del petrolio e la rimozione dei controlli sui deflussi di capitali SU, le variazioni nei tassi di cambio non sono state complessivamente superiori a quelle registrate durante le precedenti fasi di fluttuazione, con la sola eccezione della rapidissima ascesa del franco svizzero a partire dall'estate scorsa. Il motivo, ovviamente, va ricercato nel fatto che la fluttuazione, seppure con gradazione diversa, ha continuato ad essere controllata: le valute fondamentalmente deboli sono state sostenute sul mercato valutario, mentre nei paesi a valute più forti le autorità sono pure intervenute sul mercato, sebbene in misura minore, per moderare l'andamento ascendente dei loro tassi di cambio.

**Valute dei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera:
Variazioni dei tassi di cambio effettivi (stime).**

Valute	25 gennaio- 10 maggio 1974	10 maggio- 6 settembre 1974	6 settembre 1974- 28 febbraio 1975	28 febbraio- 16 maggio 1975	25 gennaio 1974- 16 maggio 1975	5 maggio 1974- 16 maggio 1975
	variazioni percentuali					
Franco svizzero	+ 7,1	+ 0,1	+ 14,7	- 2,7	+ 19,6	+ 42,7
Marco tedesco	+ 7,4	- 5,8	+ 6,2	- 1,8	+ 5,5	+ 26,3
Fiorino olandese	+ 4,2	- 0,7	+ 3,6	- 0,9	+ 6,3	+ 15,9
Yen giapponese	+ 3,1	- 5,9	+ 1,1	- 0,4	- 2,3	+ 11,4
Franco belga	+ 3,8	- 0,5	+ 3,6	- 1,1	+ 5,7	+ 8,6
Franco francese	- 3,3	+ 6,7	+ 3,9	+ 5,3	+ 13,0	+ 6,2
Corona svedese	+ 4,3	- 0,6	+ 4,5	+ 0,7	+ 9,1	+ 5,1
Dollaro canadese	- 1,1	- 0,2	- 4,1	- 2,1	- 7,4	- 7,9
Dollaro SU	- 9,3	+ 6,0	- 8,6	+ 2,7	- 9,8	- 18,9
Lira italiana	- 2,9	- 1,1	- 5,9	+ 1,7	- 8,2	- 24,1
Sterlina	+ 1,2	- 0,7	- 4,6	- 4,0	- 7,9	- 24,5

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) Ad eccezione dell'ultima colonna, le variazioni sono calcolate in base ai tassi centrali e medi post-smithsoniani, ad esclusione del dollaro canadese il cui tasso di cambio adottato è \$can. 1 = \$SU 1.
 3) Laddove è in vigore il doppio mercato, si è applicato il tasso per le operazioni commerciali.
 Fonte: Banca d'Inghilterra.

Di tutte le principali valute lo yen giapponese ha avuto la variazione complessiva minore dall'inizio del 1974, con un deprezzamento ponderato su base commerciale del 2,3%. Durante i primi otto mesi del 1974 il disavanzo della bilancia dei pagamenti giapponese ha raggiunto i \$7,9 miliardi, ma è stato peraltro più che coperto dagli \$8,5 miliardi di afflussi netti di valuta estera attraverso il sistema bancario. Di conseguenza, per parte di questo periodo - e cioè dalla fine di gennaio all'inizio di maggio, mentre il dollaro si andava indebolendo - lo yen ha registrato in pratica un apprezzamento del 3% circa, cui peraltro è seguito, verso l'inizio di settembre, un calo del 6% circa, allorchè le autorità sono intervenute per prevenire un eccessivo indebitamento delle banche sul mercato delle eurovalute. Da allora il tasso di cambio effettivo è salito di molto poco, benchè la bilancia dei pagamenti abbia presentato un marcato miglioramento dal settembre 1974 in poi.

Anche la sterlina ha beneficiato di massicci interventi di sostegno nel periodo sotto rassegna. Nonostante un disavanzo corrente di \$9 miliardi nel 1974, alla metà

di aprile 1975 il tasso di cambio effettivo era sceso soltanto del 4,3 % rispetto al livello di fine gennaio 1974. Tale flessione è avvenuta in gran parte nell'ultimo trimestre del 1974 e le autorità sono intervenute in modo alquanto consistente fra il novembre 1974 ed il gennaio 1975. Alla fine dell'aprile 1975 la sterlina ha ripreso a deprezzarsi abbastanza rapidamente e nella terza settimana di maggio la flessione del tasso effettivo di cambio rispetto alla fine di gennaio 1974 aveva raggiunto il 7,9%. Se si prescinde da queste due fasi di declino, gli interventi ufficiali sono stati relativamente contenuti, in quanto la sterlina è stata sostenuta dalla presenza di saggi interni d'interesse elevati e dalla accumulazione di saldi in sterline da parte dei paesi produttori di petrolio.

L'esempio forse più rilevante di modifica al movimento del tasso di cambio ad opera di interventi ufficiali di vario genere è rappresentato dal franco francese. Nonostante un disavanzo di parte corrente di oltre \$6 miliardi registrato nello scorso anno, a partire dal maggio 1974 il franco è andato pressochè costantemente apprezzandosi su una base di ponderazione commerciale. Gli afflussi di capitali - originati in parte da saggi di interesse elevati e in parte dall'indebitamento all'estero per iniziativa ufficiale - hanno superato il deficit di parte corrente, consentendo anche un'ascesa alquanto costante delle riserve. All'inizio del maggio 1975, quando il governo ha manifestato il proprio interesse a rientrare nel "serpente" monetario, il franco superava del 7,5 % il livello su base ponderata commerciale raggiunto all'epoca in cui ne era uscito. In seguito il suo rapporto con le altre valute del "serpente" si è prontamente riportato entro i margini prescritti.

In Italia, per contro, l'indebitamento compensativo verso l'estero per circa \$8 miliardi, prevalentemente impiegato per interventi sul mercato, si è accompagnato a un ulteriore e relativamente cospicuo deprezzamento della lira. Ad eccezione dei mesi estivi, in cui al consueto miglioramento stagionale della bilancia dei pagamenti si sono aggiunti gli effetti di una severa restrizione della politica monetaria, la lira è andata calando per la maggior parte dell'anno. A fine febbraio 1975 il tasso di cambio era inferiore di quasi il 10% al livello dell'anno precedente. Da allora, però, un più rapido miglioramento della bilancia dei pagamenti, iniziato alla fine del 1974, è stato accompagnato da un miglioramento dell'1,7% del tasso di cambio ponderato su base commerciale, nonchè da consistenti acquisti ufficiali di dollari sul mercato.

Per le altre valute riportate nella tabella - che nel complesso, con l'eccezione del dollaro statunitense e di quello canadese, hanno registrato un apprezzamento dall'inizio del 1974 - gli interventi ufficiali sono stati molto più ridotti.

Dalla fine di gennaio 1974 il dollaro SU è passato attraverso tre fasi principali: un deprezzamento ponderato su base commerciale del 9,3 % fino all'inizio di maggio 1974, una ripresa del 6% durante l'estate ed un nuovo declino dell'8,6% tra l'inizio di settembre 1974 e la fine di febbraio di quest'anno, epoca in cui il dollaro era tornato quasi ai minimi dei primi di luglio del 1973. Oltre che dai maggiori costi delle importazioni di petrolio - non interamente compensati dall'aumento delle importazioni dagli Stati Uniti e degli investimenti ivi effettuati dai paesi dell'OPEC - il movimento discendente del dollaro è stato influenzato da diversi altri fattori. Nella prima parte del 1974 si è avuta una forte espansione degli impieghi sull'estero delle

banche SU, dovuta all'azione combinata della rimozione dei controlli e delle necessità di finanziamenti degli altri paesi; successivamente nel corso dell'anno si è avuto un certo incremento negli investimenti effettuati dai paesi produttori di petrolio in valute diverse dal dollaro, oltre ad una forte riduzione dei saggi di interesse SU. Durante l'estate del 1974, d'altra parte, il dollaro è stato sostenuto da saggi di interesse molto elevati e, meno direttamente, dalle conseguenze delle perturbazioni nel settore bancario europeo.

Nel periodo febbraio-luglio 1974, gli interventi della Riserva Federale a sostegno del dollaro hanno raggiunto \$0,5 miliardi, per la maggior parte sotto forma di prelievi, poi rimborsati, sulla rete di *swaps*. Tra la metà di ottobre 1974 e la fine di marzo 1975 le autorità SU hanno sostenuto il dollaro sul mercato con interventi per un ammontare di \$1,1 miliardi. Dopo il volgere dell'anno le pressioni sul dollaro sono andate notevolmente aumentando e gli interventi relativamente massicci effettuati in febbraio e marzo hanno contribuito ad invertire nuovamente la tendenza del dollaro. Tra la fine di febbraio e la metà di maggio il dollaro ha avuto un apprezzamento del 2,7% su base ponderata commerciale e si sono registrati progressi nel rimborso dei debiti contratti con le operazioni di *swap*.

Tra le valute complessivamente apprezzatesi a partire dall'inizio del 1974, spicca il franco svizzero con un aumento del 20% su base ponderata commerciale. L'entità di questo apprezzamento è collegata al forte movimento ascendente del franco, dalla metà del 1974, rispetto al marco tedesco e alle altre valute del "serpente", nei cui confronti il franco aveva precedentemente registrato variazioni abbastanza contenute. Il "decollo" è iniziato come un movimento di fuga dal marco tedesco, conseguente al fallimento della Herstatt, che ha portato il franco ad apprezzarsi rispetto al marco tedesco dell'8% circa dalla fine di giugno a metà ottobre. A questo punto interveniva l'abolizione del divieto di corrispondere interessi sui depositi in franchi detenuti in Svizzera da non residenti, con conseguente afflusso di moneta in Svizzera proveniente dai paesi produttori di petrolio e da altre fonti, che ha determinato un ulteriore aumento del franco del 6% rispetto al marco tedesco, in aggiunta all'apprezzamento generale delle valute continentali rispetto al dollaro. Le autorità hanno allora nuovamente imposto il vincolo di un interesse negativo sui depositi in franchi di non residenti in novembre, cui è seguito in gennaio e febbraio 1975 il primo massiccio intervento sul mercato da due anni a questa parte. Ciononostante, alla fine di febbraio il franco raggiungeva un apprezzamento su base ponderata commerciale del 23% in poco più di un anno. Da allora alla metà di maggio vi è stato un calo del 2,5% circa. Attualmente si sta prendendo in considerazione la possibilità di associare il franco al "serpente" europeo, per dare una base di maggiore stabilità alle industrie esportatrici.

L'ulteriore apprezzamento del marco tedesco dall'inizio del 1974 è stato naturalmente determinato dall'andamento del commercio internazionale tedesco. Tuttavia, considerato il volume dell'avanzo commerciale dello scorso anno, l'ascesa del marco tedesco può essere considerata relativamente moderata. Se i deflussi di capitali non avessero interrotto la crescita delle riserve tedesche verso la metà del 1974 e procurato nel secondo semestre addirittura una contrazione delle stesse, le pressioni al rialzo sul marco tedesco sarebbero state sicuramente maggiori.

Considerando il periodo a partire dall'inizio del 1974 nel suo complesso, si riscontra che i principali movimenti nei tassi di cambio sono stati l'aumento del marco tedesco (insieme ad altre monete appartenenti al "serpente") e del franco svizzero da un lato e il calo del dollaro statunitense, della lira e della sterlina, dall'altro. Questi andamenti, nelle loro linee generali, hanno rappresentato la continuazione di tendenze precedenti. Pertanto, ove si raffronti l'attuale situazione con quella immediatamente precedente la crisi valutaria del maggio 1971, risulta che sette importanti monete hanno registrato variazioni superiori al 10% nei loro tassi di cambio ponderati su base commerciale: il franco svizzero, il marco tedesco, il fiorino e lo yen si sono apprezzati del 43, 26, 16 e 11% rispettivamente; la lira e la sterlina hanno ambedue subito un deprezzamento del 24% circa, mentre il dollaro si è deprezzato del 19%.

Dei quattro paesi le cui monete si sono apprezzate, solo la Svizzera sembra aver perduto terreno sul piano della concorrenza; va notato però che la rapida ascesa del franco svizzero a partire dalla seconda metà del 1974 è troppo recente perchè se ne possano avvertire pienamente gli effetti. L'apprezzamento del marco tedesco è proceduto di pari passo con l'espansione dell'avanzo commerciale, sebbene gli ordinativi dall'estero siano andati diminuendo negli ultimi tempi. L'altro lato della medaglia rispetto alla Germania è rappresentato dal Regno Unito che, dall'inizio del 1971, ha beneficiato di un miglioramento della sua posizione concorrenziale - approssimativamente misurato dall'aumento dei prezzi industriali all'ingrosso corretto in base all'andamento del tasso di cambio ponderato commercialmente - secondo solo, fra i paesi industriali, agli Stati Uniti. Negli ultimi quattro anni il paese è tuttavia incorso in un grave deterioramento del suo saldo commerciale non petrolifero. Anche per l'Italia il saldo commerciale non petrolifero è peggiorato in questo periodo, tuttavia in misura molto minore del Regno Unito; va inoltre tenuto conto del fatto che la posizione concorrenziale dell'Italia, misurata in base ai movimenti dei prezzi, non è migliorata. Per converso gli Stati Uniti hanno segnato, dall'inizio del 1971, il più accentuato miglioramento della loro posizione concorrenziale rispetto a qualsiasi altro importante paese industriale, dato che al deprezzamento del dollaro si è accompagnato un andamento dei prezzi relativamente migliore; di ciò hanno saputo trarre profitto gli esportatori americani, come è dimostrato dalla recente evoluzione del saldo commerciale non petrolifero.

Poichè l'andamento dei mercati valutari non consentiva praticamente alternativa alla permanenza del regime di cambi fluttuanti, l'anno scorso si è di fatto accantonato il tentativo di riforma del sistema monetario internazionale. L'idea di una revisione del sistema delle parità, oggetto di dibattito nel Comitato dei Venti, era in ogni caso discutibile ed inoltre in seno al Comitato vi erano forti divergenze sul modo in cui un tale sistema avrebbe dovuto funzionare. Quindi, astenendosi dal formulare concrete proposte di riforma, il rapporto finale del Comitato ai Governatori del FMI tracciava le linee generali secondo le quali si riteneva che il sistema avrebbe potuto svilupparsi in futuro e raccomandava un certo numero di "provvedimenti immediati".

A parte la creazione della *oil facility* del Fondo, le proposte del Comitato tendevano soprattutto ad adattare le norme del FMI al regime di cambi fluttuanti. La

principale proposta, adottata dal Fondo con effetto dal 1° luglio 1974, ha riguardato il mutamento del metodo di valutazione dei DSP. Prima di questa data il tasso di cambio del dollaro aveva avuto un peso determinante sul valore dei diritti speciali di prelievo rispetto ad altre monete, il che significava che al deprezzamento del dollaro sul mercato corrispondeva un parallelo deprezzamento delle disponibilità in DSP detenute da altri paesi. Invece, secondo il nuovo metodo, destinato a rimanere in vigore per un "periodo provvisorio", un DSP è definito uguale ad un "paniere" ponderato delle monete dei sedici paesi membri la cui quota nelle esportazioni mondiali abbia superato l'1% nel periodo 1968-72. Il peso del dollaro statunitense è del 33%, seguito dal marco tedesco con il 12,5%, dalla sterlina con il 9% e dal franco francese e lo yen giapponese con il 7,5% ciascuno. Servendosi dei tassi di mercato, il Fondo può calcolare il valore di cambio dei DSP rispetto alla moneta di ciascun paese membro.

Il Comitato ha inoltre raccomandato un codice di buona condotta per le monete fluttuanti, le cui principali direttive sono: attenuare i bruschi movimenti a breve dei tassi; opporre una certa resistenza ai movimenti a più lungo termine dei tassi derivanti da fattori temporanei e impedire sostanziali deviazioni da una "norma" di medio termine del tasso di cambio, qualora una simile norma possa essere calcolata. Tali direttive sono state adottate dai Direttori esecutivi del FMI nel giugno 1974 e si auspica che possano offrire una struttura atta a garantire una maggiore stabilità dei tassi di cambio. Il Comitato ha inoltre proposto che il Fondo eserciti la sorveglianza sul processo di aggiustamento e sull'andamento della liquidità globale in modo da facilitare il progresso verso un sistema più stabile.

In pratica, tuttavia, il Comitato ha lasciato il compito di elaborare la riforma monetaria al nuovo Comitato ad interim del Consiglio dei Governatori, creato per sua proposta nell'ottobre 1974, in occasione della riunione annuale del Fondo. Oltre ad occuparsi della riforma monetaria, questo Comitato ha il compito di fornire consulenza sui problemi correnti, fra i quali il processo di aggiustamento e il modo di affrontare improvvise perturbazioni che possano minacciare il sistema. In occasione della sua prima riunione effettiva, nel gennaio del 1975, il Comitato ha approvato la *oil facility* del Fondo per il 1975 e, nelle sue linee principali, l'imminente aumento generale delle quote del Fondo.

Inoltre il Comitato ha chiesto al Consiglio esecutivo di redigere una serie di progetti di emendamento agli articoli del Fondo. Gli impegni dei paesi membri relativi ai tassi di cambio dovrebbero consentire parità stabili ma aggiustabili, prevedendosi però, in circostanze particolari, la possibilità di fluttuazioni sotto la sorveglianza del Fondo. Andrebbe inoltre eliminato l'obbligo di effettuare pagamenti in oro al Fondo e abolito il prezzo ufficiale dell'oro. Sembra che le autorità monetarie non saranno vincolate da norme per quanto riguarda le transazioni in oro che vorranno attuare, sia sul mercato, sia fra di loro; il Comitato ad interim si è tuttavia espresso a favore di una intesa secondo la quale il totale dell'oro monetario non dovrebbe aumentare in seguito a future transazioni con il mercato. Complementare all'idea di ridurre il ruolo dell'oro nel sistema monetario è quella di aumentare l'importanza dei DSP. Proposte di emendamenti in tal senso sono impiegate sull'abolizione delle restrizioni originariamente connesse all'uso dei DSP. Il Comitato ad

interim ha infine proposto un emendamento che prevede la sua sostituzione con un Consiglio permanente provvisto di poteri decisionali.

Quanto al discusso problema del collegamento fra assegnazioni di DSP e finanziamento allo sviluppo, non è stato ancora proposto un emendamento agli articoli del Fondo, non essendosi raggiunto l'accordo in merito. L'intera questione del trasferimento di risorse reali dai paesi industrializzati a quelli in via di sviluppo viene ora trattata principalmente da un nuovo Comitato ministeriale congiunto del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale, comunemente designato col nome di "Comitato per lo Sviluppo", istituito contemporaneamente al Comitato ad interim ed anch'esso su raccomandazione del Comitato dei Venti.

Di conseguenza, il Comitato ad interim si trova, sostanzialmente, nella stessa posizione del suo predecessore: dati i ritardi nel processo di aggiustamento, le forze di mercato hanno reso insostenibile il sistema di Bretton Woods, mentre tanto la situazione monetaria che le difficoltà politiche fanno sembrare alquanto remoto l'obiettivo di un nuovo sistema di parità ed anzi ci si può chiedere se esso possa ancora definirsi un obiettivo.

II. TENDENZE E POLITICHE ECONOMICHE NEI SINGOLI PAESI.

Stati Uniti. Agli inizi del 1974 la politica monetaria ha subito un certo allentamento per attutire l'impatto prodotto dal blocco delle forniture petrolifere. Verso la metà di marzo le tendenze recessive apparivano tuttavia ancora circoscritte al settore automobilistico, la domanda di crediti a breve termine si manteneva sostenuta e le retribuzioni del settore non agricolo si erano riportate ai livelli massimi del novembre precedente. Inoltre, alla fine di aprile il sistema dei prezzi doveva ancora assorbire il doppio impatto dell'enorme rincaro del petrolio e dell'abolizione dei residui controlli sui prezzi. In tale contesto la politica monetaria veniva improntata ad un atteggiamento molto più restrittivo ed il saggio di sconto veniva elevato a fine aprile al livello senza precedenti dell'8%. In aggiunta la politica fiscale è diventata progressivamente più restrittiva, in quanto i crescenti redditi nominali contribuivano a gonfiare le entrate fiscali, mentre venivano proseguiti gli sforzi per il contenimento della spesa.

Verso la metà dell'anno l'inflazione ha nuovamente raggiunto un tasso elevato, senza che vi fossero importanti sintomi di un serio rallentamento. Nel corso dei primi sei mesi i prezzi industriali all'ingrosso sono saliti ad un tasso annuo superiore al 30% e quelli al consumo ad un tasso di oltre il 12%. Per quanto concerne la produzione in termini reali, la quasi totalità della flessione segnata dal prodotto nazionale lordo reale nel primo trimestre era da collegarsi ai comparti automobilistico ed energetico. Inoltre, la variazione del prodotto reale nel secondo trimestre sarebbe stata positiva, anziché negativa, se non fosse stato per la parziale acquisizione di controllo dell'Aramco da parte dell'Arabia Saudita; la conseguente diminuzione dei profitti delle compagnie petrolifere statunitensi è stata registrata come diminuzione nelle esportazioni nette. Fino al mese di giugno la disoccupazione non ha superato il tasso del 5,2% di gennaio e l'occupazione ha continuato a salire ad un ritmo moderato. La produzione industriale è aumentata leggermente, essendovi stato un recupero nella produzione e nelle vendite di auto nel secondo trimestre, ed un ritorno delle scorte a livelli normali. Dopo una fase di rallentamento all'inizio dell'anno, gli ordini nel settore industriale hanno dato segni di ripresa in termini di volume ed il portafoglio di ordini inevasi ha continuato ad accrescersi. D'altro lato le nuove costruzioni sono rimaste ad un livello fortemente depresso, con una cifra annuale di circa 1,5 milioni di unità, contro la punta di circa 2,4 milioni registrata nel 1973. Un altro segno di tendenziale debolezza è stato il notevole accrescimento delle giacenze secondo le stime effettuate a metà luglio dal Dipartimento del Commercio. Fino ad agosto le autorità della Riserva Federale hanno continuato a mantenere un indirizzo di politica restrittiva. Come reazione, in luglio il saggio sui fondi federali è bruscamente salito ad oltre il 13%, mentre il tasso sui prestiti bancari di prim'ordine si è portato al 12%. L'espansione monetaria è sensibilmente rallentata, con un tasso di crescita annuo di M_1 sceso al 4% nel secondo e terzo trimestre.

L'attività ha iniziato a dare percettibili segni di flessione nel terzo trimestre. La produzione industriale è entrata in fase stagnante, le nuove costruzioni residenziali sono cadute al livello più basso registrato negli ultimi quattro anni ed il tasso di disoccupazione è salito in settembre al 5,8%. Un lieve incremento dei consumi è stato neutralizzato dalla flessione nella maggior parte degli investimenti lordi, per cui è risultata una certa contrazione del prodotto in termini reali. Un'ondata di acquisti di autoveicoli in previsione di forti rincari nei modelli 1975, unita ad un certo accaparramento di scorte in vista di uno sciopero nell'industria carbonifera previsto per novembre, ha contribuito a sostenere l'attività. Nonostante il notevole indebolimento della domanda vi sono stati scarsi segni di un rallentamento dell'inflazione, salvo l'ulteriore diminuzione dei prezzi a pronti delle materie prime, già in atto dalla metà di marzo.

In tali circostanze le autorità della Riserva Federale hanno leggermente allentato la loro politica all'inizio di settembre, abolendo la riserva marginale obbligatoria del 3% sui certificati di deposito di grande importo con scadenza pari o superiore ai quattro mesi. Poco dopo sono stati leggermente ampliati gli obiettivi di più lungo periodo fissati per l'espansione monetaria. Al tempo stesso, dopo una serie di riunioni largamente pubblicizzate, l'Amministrazione ha ribadito all'inizio di ottobre che l'arresto dell'inflazione avrebbe ancora avuto priorità massima nella politica economica. A questo scopo, nonché per attutire l'impatto settoriale delle restrizioni monetarie e fiscali, sono stati proposti aumenti fiscali ed interventi di spesa che avrebbero lasciato essenzialmente invariato il disavanzo federale complessivo.

A partire da novembre la lieve contrazione nell'attività economica si è trasformata nella più brusca caduta che si sia registrata dall'epoca della grande depressione. Dallo scorso settembre all'aprile di quest'anno la produzione industriale ha subito una contrazione del 12,9%, mentre la disoccupazione è salita all'8,9%, cioè al tasso più elevato da prima della guerra. Tra il terzo trimestre del 1974 e il primo trimestre del 1975 il prodotto reale è diminuito ad un tasso su base annua dell'11%. Il regresso del quarto trimestre ha rispecchiato la flessione in tutte le più importanti componenti della domanda privata, che ha interessato una estesa fascia di industrie. Nel primo trimestre la domanda finale si è mantenuta stabile, ma la notevole liquidazione di scorte ha fatto sì che persistesse il forte deterioramento della produzione globale. In presenza di una domanda estremamente debole e con l'esaurirsi della spinta sui prezzi generata dalla crisi energetica e dalla cessazione del sistema dei prezzi controllati, l'inflazione ha segnato un notevole rallentamento. Nel periodo gennaio-aprile 1975 l'aumento dei prezzi industriali all'ingrosso è calato ad un tasso annuo del 6,5%.

In questo contesto ed in seguito al manifestarsi di una minore richiesta di credito bancario, le autorità della Riserva Federale hanno ulteriormente allentato la stretta monetaria. In novembre sono stati abbassati i coefficienti di riserva obbligatoria relativi ai depositi a lungo termine, mentre sono stati elevati quelli a fronte degli impegni a breve, al fine di incoraggiare le banche nella raccolta dei depositi con scadenza più lunga. Sono stati altresì leggermente abbassati i coefficienti di riserva per i depositi netti a vista, abolendo contemporaneamente le riserve marginali obbligatorie sui certificati di deposito a breve introdotte nel 1973.

All'inizio di dicembre il Consiglio della Riserva Federale ha approvato, per la prima volta in tre anni, una riduzione del saggio di sconto, abbassandolo a 7,75%, con un ritocco di $\frac{1}{4}$ di punto; quattro successive riduzioni lo hanno portato in maggio al 6%. Le riserve obbligatorie a fronte dei depositi netti a vista sono nuovamente state ridotte in gennaio, mentre quelle relative all'indebitamento estero delle banche sono state ridotte in aprile. Poichè si è creata liquidità anche attraverso operazioni sul mercato aperto, i tassi sui fondi federali, sui buoni del Tesoro e sui crediti bancari di prim'ordine sono bruscamente caduti. Verso la fine di maggio il tasso di prim'ordine è stato portato al 7%, mentre quelli praticati sui fondi federali e sui buoni del Tesoro a tre mesi si situavano intorno al 5,1%. Tuttavia, in presenza di un numero senza precedenti di nuove emissioni obbligazionarie, i saggi a lungo termine sono diminuiti in misura piuttosto modesta. Dapprima l'offerta di moneta in senso stretto ha reagito soltanto fiaccamente alle migliorate condizioni monetarie, benchè la crescita di M_2 sia stata più consistente. Nei mesi più recenti vi è tuttavia stata una ripresa nella crescita di M_1 , ed è stato fissato per il momento come obiettivo ufficiale un tasso di crescita annuo compreso fra il 5 ed il 7,5%.

L'economia è stata soggetta a varie difficoltà finanziarie in conseguenza della rapida inflazione congiunta con una recessione in corso di aggravamento. I debiti societari d'imposta hanno continuato ad essere calcolati sulla base dei costi "storici" delle rimanenze e del capitale fisso, anzichè sulla base dei ben maggiori costi di sostituzione. La risultante compressione di liquidità conseguente al pagamento delle imposte si è sovrapposta ad una tendenza di più lungo periodo orientata verso più elevati rapporti fra impegni e capitale netto ed una più bassa copertura mediante flussi monetari degli impegni fissi. Tali variazioni verso più ridotti margini di sicurezza sono state in parte indotte da una eccessiva fiducia nella possibilità di mantenere sotto controllo la congiuntura economica. In presenza di mercati azionari depressi e di saggi d'interesse a lungo termine su livelli senza precedenti, nel 1974 le imprese hanno fatto pesantemente ricorso al credito bancario per fronteggiare i crescenti fabbisogni di cassa. La serrata concorrenza bancaria per attirare i depositi — particolarmente dopo la piena sospensione nel maggio 1973 dei vincoli di remunerazione sui depositi a risparmio di elevato ammontare — ha contribuito a determinare rapporti incautamente bassi fra capitale proprio e attività. In un tale contesto il crollo delle banche Franklin National e Herstatt ha seriamente indebolito la capacità di raccolta di fondi a breve da parte delle banche regionali minori ed ha instradato i capitali maggiormente in direzione delle banche più importanti.

Seri problemi sono sorti anche in altri settori-chiave, e in particolare in quello dei servizi pubblici e dell'industria edile. La presenza di tariffe regolamentate ha spesso impedito ai pubblici servizi di ottenere immediati adeguamenti di prezzo necessari a compensare gli aumenti intervenuti nelle fonti di energia e negli altri costi. Gli elevati tassi d'interesse hanno distolto depositi dagli istituti di risparmio, non in grado di offrire tassi concorrenziali, in quanto il loro portafoglio consisteva in gran parte di prestiti a basso interesse accordati negli anni precedenti. Il finanziamento dell'edilizia ha ricevuto un ulteriore colpo dal grave cedimento delle società di investimento immobiliare, il cui ottimismo si era riversato sugli istituti finanziari. Di conseguenza, l'edilizia residenziale è stata praticamente estromessa dai mercati finanziari, nonostante i vari tipi di sostegno finanziario attuati dal governo.

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

Voci	1969	1970	1971	1972	1973	1974		1975
						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	17,3	9,7	5,1	18,9	69,4
Obbligazioni societarie ed estere	13,0	20,6	19,7	13,2	10,2	20,2	23,5	37,2
Titoli di stati e governi locali	9,9	11,2	17,6	14,4	13,7	18,3	16,5	16,3
Ipotecche	27,7	25,7	46,9	67,3	73,2	63,3	48,4	44,7
Crediti al consumo	10,4	6,0	11,2	19,2	22,9	12,7	6,6	— 3,3
Prestiti bancari	15,3	6,4	9,3	21,8	39,6	32,6	21,6	— 9,2
Altri	15,3	9,8	5,7	5,7	11,8	29,7	34,2	1,2
Totale²	88,0	92,5	135,9	159,9	180,1	181,9	169,7	156,3
Forniti direttamente da:								
Governo federale	2,9	2,8	3,2	2,6	3,0	2,5	12,5	15,7
Riserva federale	4,2	5,0	9,9	0,3	9,2	6,1	6,3	8,9
Banche commerciali	18,2	35,1	50,6	70,5	86,6	87,5	41,3	15,2
Altre istituzioni finanziarie	14,5	16,9	41,4	49,3	35,1	35,2	19,8	51,8
Settore privato non finanziario	22,6	23,0	18,6	33,5	37,1	33,0	47,6	35,5
Settore estero	25,9	— 0,6	— 13,2	— 5,7	8,4	7,0	29,5	10,4
Settore estero	0,3	10,3	26,4	8,4	0,7	10,6	12,7	18,8
Totale²	88,0	92,5	135,9	159,9	180,1	181,9	169,7	156,3
Corrispondenti variazioni nelle attività finanziarie:								
Moneta (M ₁)	7,7	10,5	12,7	16,7	12,6	13,2	— 0,5	7,8
Depositi vincolati e a risparmio	— 2,3	56,1	81,0	85,2	76,3	88,9	55,2	89,0
Titoli del mercato creditizio	82,6	25,9	42,2	57,0	91,2	79,8	115,0	59,5
Totale²	88,0	92,5	135,9	159,9	180,1	181,9	169,7	156,3

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

	3,8	5,7	11,5	10,5	7,3	5,4	2,3	2,3
--	-----	-----	------	------	-----	-----	-----	-----

Flussi totali netti, comprese le azioni 91,8 98,2 147,4 169,4 187,4 187,3 172,0 158,6

Totale, come percentuale del PNL 9,9 10,1 14,0 14,6 14,5 13,7 12,1 11,2.

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

Nel primo trimestre del 1975 il quadro generale è mutato sotto diversi aspetti. La domanda di prestiti bancari e di credito al consumo è caduta in termini assoluti ed il credito ipotecario ha continuato a segnare il passo, nonostante una brusca crescita nel flusso di fondi agli istituti di risparmio. Il settore delle società, oltre a ridurre gli investimenti, ha cercato di coprire le proprie esigenze di finanziamento attraverso un maggiore indebitamento a lungo termine. Un'altra caratteristica è stato il rapido aumento delle emissioni di titoli di stato, in gran parte assorbiti da banche commerciali ed investitori esteri.

Con l'inizio del nuovo anno è emerso un generale consenso a favore di una sostanziale riduzione nelle imposte ed in marzo il programma fiscale si poteva considerare una realtà. Esso prevedeva una riduzione di \$22,8 miliardi nelle imposte a carico delle persone fisiche e delle imprese, ripartita fra gli anni 1975 e 1976. I provvedimenti comprendevano abbuoni sulle imposte personali sul reddito relative al 1974 ed una riduzione nei debiti d'imposta del 1975, con particolare considerazione

delle famiglie con bassi livelli di reddito, nonché un credito d'imposta del 5% fino a \$2.000 a fronte dell'acquisto di nuove abitazioni. Le imposte sui redditi d'impresa sono state ridotte attraverso un aumento di due anni del credito d'imposta sugli investimenti ed una riduzione dell'aliquota delle imposte sui profitti per le fasce inferiori di reddito. D'altra parte le entrate tributarie sono state sostenute dall'abolizione progressiva delle agevolazioni fiscali connesse allo sfruttamento dei giacimenti petroliferi e da variazioni introdotte nel trattamento fiscale delle società multinazionali. A maggio il disavanzo di bilancio previsto per il 1976 era prossimo a \$70 miliardi, pari al 5% circa del PNL. Mentre la reazione del Congresso ai problemi della recessione è stata decisamente pronta ed energica, non ha ancora preso corpo una politica volta ad affrontare le molte incertezze presenti nel settore energetico.

Germania. Alla primavera del 1974, a seguito della politica di restrizione del credito applicata fin dalla fine del 1972 nella Repubblica Federale, la domanda interna era andata indebolendosi da oltre un anno. Gli investimenti industriali e l'edilizia residenziale erano ulteriormente diminuiti in termini reali e solo la spesa per consumi pubblici risultava aumentata. Le esportazioni nette di beni e servizi, d'altra parte, erano fortemente aumentate durante sei trimestri, contribuendo così a sostenere il prodotto nazionale lordo reale. La disoccupazione non era eccessiva, anche se risultava salita dall'1 al 2% delle forze di lavoro dall'inizio del 1973 e con un altro 1% occupato ad orario ridotto. L'aspetto preoccupante ha continuato ad essere l'inflazione: l'incremento su base annua dei prezzi dei beni industriali alla produzione è stato di circa il 14% e dei prezzi al minuto del 7%.

Le misure restrittive sono state alleggerite solo su base selettiva. Per quanto riguarda la politica fiscale, sono state ripristinate le agevolazioni per investimenti fissi e avviati programmi di spesa pubblica per assistere determinate industrie, in particolare le tessili e le edili. Relativamente alla politica monetaria, le autorità hanno cercato di controbilanciare il deflusso di fondi originato dalla crisi petrolifera, dapprima attraverso il credito temporaneo della banca centrale e quindi abbassando i coefficienti di riserva. Inoltre sono stati notevolmente allentati i controlli sulle entrate di capitali. Un ulteriore intervento sul mercato monetario si è avuto in marzo-aprile. Ma nelle settimane successive, a seguito di consistenti acquisti di dollari da parte della Bundesbank per operazioni di sostegno dei cambi, sono state adottate misure volte ad assorbire liquidità per prevenire una accelerazione della crescita monetaria. Alle banche sono stati offerti buoni del Tesoro a breve ed alla fine di maggio le relative quote di risconto - calcolate da marzo su base più liberale - sono state soggette ad un massimale di utilizzo del 75%. In media, la quantità di moneta della banca centrale è cresciuta nel primo semestre del 1974 ad un tasso annuo del 6,5%, cioè un po' più lentamente che nel secondo semestre del 1973. E mentre i saggi di interesse a breve sono diminuiti finanche di 5 punti percentuali tra l'ottobre 1973 e il maggio 1974, i rendimenti obbligazionari sono cresciuti (quelli delle obbligazioni di stato dal 9,7 al 10,6%) di fronte a una debole domanda da parte degli investitori.

Alla fine di giugno, peraltro, la chiusura della Banca Herstatt ha scosso il clima psicologico, suscitando una forte pressione sul marco tedesco. Per calmare la situazione, la Bundesbank ha ripristinato a pieno i contingenti di risconto delle banche

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
Risparmio netto più trasferimenti di capitali	1972	67,90	5,10	25,45	24,60		7,00	0,60
	1973	69,20	1,25	27,40	41,50		6,60	1,00
	1974	77,60	10,35	13,35	23,25		8,50	1,30
Investimenti netti (-)	1972	.	-40,10	-59,35	-26,05		- 1,75	- 1,05
	1973	.	-43,35	-62,95	-26,85		- 1,70	- 1,60
	1974	.	-36,45	-38,85	-32,20		- 1,95	- 1,45
Avanzo o disavanzo finanziario	1972	67,80	-35,00	-33,90	- 1,45	- 2,25 ⁴	5,25	- 0,45
	1973	69,20	-42,10	-35,55	14,65	-10,50 ⁴	4,90	0,60
	1974	77,60	-26,10	-25,50	- 8,95	-23,45 ⁴	6,55	- 0,15
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie⁵</i>								
Moneta, depositi vincolati e a risparmio	1972	46,50	0,30	24,75	6,20	2,05	-63,65	3,90
	1973	37,65	0,15	15,25	13,40	4,20	-72,95	2,25
	1974	46,80	0,25	6,70	2,55	4,10	-65,10	5,15
Crediti verso istituti finanziari non bancari	1972	18,55		2,15	0,10	0,10	0,10	-21,05
	1973	21,25		2,85	0,15	0,10	0,10	-24,45
	1974	19,25		2,80	0,20	0,10	0,40	-22,90
Titoli del mercato monetario	1972	-		0,55	0,20	0,15	0,60	-
	1973	0,45		1,30	4,95	1,05	5,75	0,15
	1974	0,25		0,05	5,55	0,10	5,40	- 0,05
Obbligazioni ed azioni: Acquisti	1972	10,90		1,45	0,45	12,15	8,15	4,35
	1973	13,65		2,90	0,10	6,95	4,35	4,00
	1974	11,25		3,60	0,15	1,30	15,20	5,05
Vendite	1972		- 0,20	- 6,15	- 4,60	1,65	-27,95	- 0,20
	1973		- 0,05	- 4,15	- 2,10	- 1,75	-23,55	- 0,15
	1974		- 0,05	- 4,90	- 3,55	- 3,35	-21,30	- 0,40
Credito bancario	1972	- 7,40	-24,30	-49,05	- 9,75	- 1,10	92,25	- 0,60
	1973	- 2,95	-26,60	-28,15	-13,95	- 6,10	77,40	0,35
	1974	0,70	-15,00	-30,00	-13,60	-16,00	74,15	- 0,15
Altri prestiti	1972	- 0,60	- 9,05	- 2,70	- 0,70	-	- 0,05	13,15
	1973	- 0,70	-13,60	- 2,20	- 0,65	-	- 0,10	17,25
	1974	- 0,45	- 8,90	- 2,50	- 1,00	- 0,05	- 0,20	13,05
Altri crediti e passività	1972	- 0,15	- 1,75	- 3,80	7,05	- 1,40		
	1973	- 0,15	- 2,00	-23,35	12,95	12,55		
	1974	- 0,20	- 1,90	- 1,25	12,15	- 8,85		
Oro e valute estere	1972					-15,80	15,80	
	1973					-25,40	25,40	
	1974					2,00	- 2,00	

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.

ed ha concesso anticipazioni senza alcun limite ad un tasso standard del 9%. Ulteriori possibilità di rifinanziamento sono state messe a disposizione delle banche private e regionali, nonché dell'Istituto di credito per la ricostruzione relativamente

all'assistenza finanziaria a piccole imprese. La Bundesbank ha inoltre partecipato alla costituzione di un consorzio bancario per la liquidità al fine di venire in soccorso alle banche fondamentalmente sane, che si trovassero in condizioni di momentanea difficoltà. Successivamente, per ridurre le possibilità che si riproducano in futuro analoghe situazioni è stata resa più severa la regolamentazione delle transazioni valutarie effettuate dalle banche, delle operazioni commerciali a termine e dei rapporti fra capitale proprio e depositi.

L'esportazione di capitali è continuata su larga scala fin nell'autunno, in quanto i rendimenti dei titoli obbligazionari sui mercati esteri superavano quelli in Germania. Di conseguenza in settembre e all'inizio di ottobre, gli obblighi di riserva per le banche sono stati ridotti di complessivi DM 8,5 miliardi. Sono stati anche sospesi alcuni residui controlli sulle importazioni di capitali e, in particolare, l'obbligo del "Bardepot" gravante sull'indebitamento all'estero delle società.

Nello stesso tempo è continuata la tendenza verso un graduale allentamento della politica di bilancio, anche come conseguenza automatica della recessione. Alla fine di giugno è stata abolita l'addizionale annua del 10% sull'imposta sul reddito e sulle società. In presenza di una disoccupazione in aumento e di un crescente margine di capacità produttiva inutilizzata, gli introiti fiscali hanno generalmente subito un rallentamento, mentre sono aumentate a ritmo accelerato le erogazioni di carattere sociale. Inoltre, la spesa pubblica nel secondo semestre del 1974 è stata del 4% superiore in termini reali a quella dell'anno precedente. Il disavanzo di cassa del settore pubblico si è quindi dilatato passando da soli DM 2,4 miliardi nel 1973 a DM 23 miliardi nel 1974, una variazione pari al 2% del prodotto nazionale lordo.

Una nuova brusca riduzione nell'attività economica negli ultimi mesi del 1974 ha costretto le autorità ad adottare una politica espansiva più vigorosa. La causa principale di tale situazione è stato il rallentamento della forte espansione delle esportazioni. In termini quantitativi, le esportazioni di beni e servizi hanno cessato di espandersi dopo il primo trimestre; in autunno hanno cominciato a diminuire sia le ordinazioni che le consegne, mentre permaneva la debolezza della domanda privata interna. La spesa per i consumi in termini reali è rimasta ancora invariata rispetto al livello raggiunto nel primo semestre del 1973, anche per l'aumento del risparmio personale salito dal 13,5 al 15% circa del reddito disponibile, e gli investimenti fissi si riducevano del 12,5% circa al di sotto della punta massima raggiunta nel 1973. La più forte flessione si è avuta nell'edilizia, in particolare in quella residenziale, dal momento che quella pubblica beneficiava degli aumenti di spesa di parte governativa. Vi è stata in generale una riduzione degli ordinativi di impianti e attrezzature, causata dalla contrazione dei profitti nell'industria manifatturiera, ove l'azione combinata della minore produzione e dell'aumento delle retribuzioni ha causato un incremento del 15% dei costi salariali per unità di prodotto tra il primo e il quarto trimestre del 1974. Come risultato si è avuta una contrazione del prodotto reale lordo nel quarto trimestre ad un tasso annuale del 6%. In marzo 1975 la produzione industriale risultava diminuita dell'8% rispetto ad un anno addietro. Nello stesso tempo la disoccupazione, depurata della componente stagionale, è salita a 900.000 unità (pari al 3,9% delle forze di lavoro dipendente) mentre un uguale numero era impiegato a tempo ridotto.

Poichè l'aggravarsi della recessione ha avuto solo un modesto effetto immediato sull'entità delle contrattazioni salariali, è stato con qualche esitazione che le autorità si sono accinte a stimolare nuovamente la domanda. Alla fine di ottobre la banca centrale ha ridotto dal 7 al 6,5 % il saggio di sconto e dal 9 all'8,5 % il saggio sulle anticipazioni apportando le prime variazioni a questi saggi dal giugno 1973; contemporaneamente una somma di DM 2,5 miliardi è stata aggiunta ai contingenti di sconto delle banche. In risposta a questi segni di svolta nella politica monetaria, è iniziata una forte caduta dei rendimenti sul mercato finanziario, che a partire dalla metà dell'anno avevano avuto un andamento costante nonostante una ripresa delle nuove emissioni. Per il 1974, nel complesso, le vendite nette di titoli a reddito fisso sono ammontate a DM 25,8 miliardi, cioè a poco più dell'anno precedente; le emissioni del settore pubblico, comprese le obbligazioni municipali, hanno rappresentato oltre la metà di questo ammontare rispetto alla proporzione di un terzo del 1973 ed hanno finanziato per due terzi il disavanzo di bilancio. Nella seconda metà dell'anno, in presenza di una contrazione nella domanda di credito del settore privato, sia le banche sia i residenti non bancari hanno effettuato notevoli acquisti di titoli obbligazionari.

All'inizio di dicembre, allo scopo di attenuare le aspettative inflazionistiche, la Bundesbank ha per la prima volta reso pubblico il tasso di crescita dell'offerta di moneta della banca centrale fissato come obiettivo per l'anno successivo. Il dato era dell'8 %, un tasso sensibilmente più elevato di quello che ha prevalso per la maggior parte del 1974, ma sufficientemente basso da far sì che le probabilità di ripresa della produzione dipendessero da una tendenza moderata dei salari. Contemporaneamente, il governo ha introdotto un programma fiscale per stimolare la domanda, comprendente un premio del 7,50 % per gli investimenti privati avviati tra il 1° dicembre 1974 e il 30 giugno 1975, nonché un aumento di oltre DM 1,7 miliardi della spesa pubblica che include sovvenzioni ai datori di lavoro che avessero assunto manodopera precedentemente disoccupata e ai lavoratori disoccupati costretti a spostarsi in altre zone per lavorare. Si è previsto che tali misure avrebbero elevato il disavanzo del settore pubblico di circa DM 10 miliardi. Inoltre si è stimato che la riforma dell'imposta sul reddito e degli assegni familiari per i figli in vigore dal 1° gennaio 1975 avrebbe ridotto gli introiti complessivi di circa DM 14 miliardi, portando il disavanzo totale del settore pubblico (ivi compresi i fondi di previdenza sociale) previsto per il 1975 ad oltre DM 50 miliardi, più del doppio di quello del 1974.

I costanti sforzi delle autorità per porre un freno alla spirale inflazionistica sono stati ricompensati nei primi mesi del 1975, quando, in occasione dei principali rinnovi contrattuali, gli aumenti salariali non si sono discostati dal 6,5-7 %, poco più della metà del tasso dell'anno precedente. Nello stesso tempo, è cessato quasi completamente l'aumento dei prezzi all'ingrosso e sono apparsi i primi sintomi di ripresa della domanda per abitazioni. Le vendite di automobili e gli ordinativi dall'interno di beni di investimento hanno mostrato un certo incremento.

Per incoraggiare le prospettive di espansione, i contingenti di sconto delle banche sono stati aumentati di altri DM 2,5 miliardi per febbraio e marzo, e successivamente la liquidità bancaria si è accresciuta in seguito al prelievo di depositi federali presso la Bundesbank. Rafforzando l'andamento discendente dei saggi di

interesse alla fine di maggio il saggio di sconto e quello sulle anticipazioni della Bundesbank sono stati ridotti, in fasi successive, rispettivamente al 4,5 e al 5,5%. Anche i saggi a lungo termine hanno continuato a decrescere e il rendimento dei titoli pubblici è caduto all'8,5% circa. Con effetto a partire dal 1° giugno sono stati ridotti del 5% i coefficienti di riserva sulle passività interne.

Giappone. Nel 1974 il Giappone ha subito la più grave recessione del periodo post-bellico, in quanto le politiche di stabilizzazione si sono concentrate essenzialmente sull'obiettivo di contenere la straordinaria spinta inflazionistica. Il prodotto nazionale lordo in termini reali è diminuito di quasi il 2%, a fronte di un aumento medio di più lungo periodo di oltre il 10%, mentre i prezzi hanno avuto un'impenata su tutti i fronti. Tali sviluppi, unitamente alla comparsa di un enorme disavanzo corrente verso l'estero, sono in gran parte attribuibili alla forte dipendenza del Giappone dalle importazioni di petrolio e di materie prime. La politica di contenimento della domanda, iniziata al principio del 1973, rafforzata sensibilmente in seguito e mantenuta in vigore fino ai primi mesi del 1975, è stata contrassegnata da successo dapprima nella bilancia degli scambi con l'estero e più recentemente in una marcata diminuzione delle pressioni sui prezzi e sui salari.

La produzione industriale è andata calando costantemente per tutto il 1974, sicchè a dicembre era inferiore del 15% circa rispetto al livello dell'anno precedente. Tutte le principali componenti della domanda hanno dato segni di indebolimento, fatta eccezione per le esportazioni, che sono aumentate del 21%. Dopo un forte incremento registrato nel 1973, i consumi privati sono aumentati solo leggermente. Come conseguenza dei costi in fortissima ascesa nell'edilizia e delle condizioni di stretta finanziaria, gli investimenti in nuove abitazioni residenziali hanno avuto un calo superiore al 7%, mentre la spesa per impianti ed attrezzature del settore privato è diminuita in misura superiore all'11%. La spesa pubblica in termini reali ha parimenti subito una contrazione, sia a causa dell'inflazione dei prezzi, sia in seguito a misure di contenimento, fra cui il differimento di progetti di investimento pubblico. In presenza di una recessione superiore ad ogni previsione si è verificato un brusco aumento del rapporto rimanenze/consegne, il margine di risorse inutilizzate si è ampliato in modo costante ed alla fine dell'anno il rapporto fra le offerte e le domande di lavoro è sceso, per la prima volta dal 1966, al di sotto dell'unità.

All'inizio del 1974 l'aumento dei prezzi all'ingrosso, già preoccupante nell'anno precedente, ha subito un'ulteriore accelerazione, raggiungendo uno dei più alti saggi del mondo industrializzato. Allo scopo di rafforzare le politiche di contenimento della domanda è stato avviato un programma temporaneo di controllo dei prezzi. In gennaio sono stati fissati prezzi-base per diversi beni di prima necessità; in marzo ed aprile si è resa obbligatoria l'approvazione preventiva per gli aumenti di prezzo relativi ad un largo numero di prodotti. Tale prescrizione è stata abolita in settembre, ma era servita nel frattempo a trattenere gli aumenti di prezzo fin tanto che il rincaro dei beni importati non si fosse attenuato e le politiche di gestione della domanda, rese più rigorose, non avessero prodotto gli effetti desiderati. Nel marzo di quest'anno l'aumento su base annua dei prezzi all'ingrosso è sceso al 4,9% e quello dei prezzi al consumo al 14,2%. Nel corso dell'anno l'accento si è spostato dall'inflazione dei prezzi dei beni importati alle pressioni interne indotte dai costi. Dopo

aver registrato forti aumenti già nel 1973, i salari nominali hanno compiuto un ulteriore balzo di quasi il 27%, conseguente principalmente agli accordi sindacali di eccezionale portata conclusi durante la primavera.

La politica fiscale e monetaria è rimasta restrittiva, con scarsi segni di allentamento fino all'inizio della primavera di quest'anno. L'impatto maggiore della stretta fiscale è stato sopportato dagli investimenti pubblici, che hanno registrato una flessione del 13% in termini reali. Verso la fine dell'anno il bilancio suppletivo ha dovuto tuttavia far fronte ad incrementi superiori al previsto negli stipendi dei pubblici impiegati e nelle erogazioni di carattere sociale. Considerando il 1974 nel suo insieme il disavanzo complessivo del settore pubblico è stato di gran lunga superiore a quello dell'anno precedente.

Nella sua politica di direttive in merito alla posizione di liquidità delle banche, la Banca del Giappone ha perseguito nel 1974 criteri di maggiore rigidità nella concessione di crediti da parte degli istituti finanziari. Le riserve obbligatorie sono state mantenute ai livelli più alti dello scorso anno e il saggio ufficiale di sconto, che nel dicembre 1973 era stato portato al livello senza precedenti del 9%, vi è stato mantenuto fino all'aprile 1975.

A dicembre il tasso di crescita annua di M_2 era sceso all'11,5% contro il 16,8% del 1973 e quasi il 25% del 1972. L'espansione del credito globale delle banche ha subito un rallentamento, portandosi al 10,8% rispetto al 16,6% del 1973. I saggi per i prestiti a vista sono saliti nel corso dell'anno, raggiungendo a dicembre circa il 13,5%, cioè quasi 3 punti percentuali al di sopra del livello di un anno prima. I saggi di interesse praticati sui prestiti e sugli sconti bancari sono aumentati sensibilmente, mentre i rendimenti sulle obbligazioni industriali a lunga scadenza si sono portati a dicembre al livello del 9,7%.

Diversamente dal 1973, quando alla decelerazione del credito bancario si era accompagnata una forte espansione degli impieghi da parte di altri istituti finanziari nonché dei crediti al commercio e delle emissioni mobiliari non di provenienza dell'amministrazione centrale, lo scorso anno la persistente stretta creditizia si è riflessa in un rallentamento nell'erogazione del credito in tutte queste forme. In presenza di un rapido deterioramento della posizione netta sull'estero, le banche commerciali hanno notevolmente ridotto il loro ricorso al finanziamento presso la Banca del Giappone in forma di prestiti e operazioni su effetti. Contemporaneamente, la Banca del Giappone ha sensibilmente accresciuto i propri acquisti di titoli di stato in modo da contribuire a soddisfare il fabbisogno addizionale di denaro della banca centrale da parte del sistema finanziario.

All'inizio del 1975 l'inflazione dei prezzi, benchè rallentata, era ancora ad un livello inaccettabile. Per tale ragione, nonostante l'aumento della disoccupazione, la linea di politica economica ha potuto essere attenuata solo in misura marginale, tanto più che si profilava una nuova tornata primaverile di vertenze contrattuali. In febbraio e marzo il governo ha annunciato una serie di misure selettive di rilancio, fra cui un incremento degli investimenti in opere pubbliche, maggiori sussidi ai disoccupati, indennità integrative ai lavoratori con orario ridotto, sostegno finanziario per le piccole imprese e per l'edilizia residenziale, l'autorizzazione per l'emissione di maggiori prestiti da parte degli enti locali ed un allentamento dei controlli sulle spese

Giappone: Variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Settore delle società	Settore personale	Governo	Imprese pubbliche e autorità locali	Sistema bancario	Altri istituti finanziari	Resto del mondo ¹
		miliardi di yen						
Avanzo o disavanzo (—) finanziario	1972	— 6.185	10.585	720	—3.080			—2.040
	1973	— 6.875	9.920	1.510	—4.585			30
	1974	—10.090	13.880	990	—6.065			1.285
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie</i>								
Moneta e depositi vincolati	1972	7.440	13.905	—2.630	275	—12.830	—6.180	
	1973	4.440	15.665	—3.050	360	— 8.845	—8.570	
	1974	3.190	14.470	—3.605	540	— 7.825	—6.770	
Crediti assicurativi e fiduciari	1972	665	3.160	— 610	5	10	—3.230	
	1973	445	3.440	— 790	10	95	—3.210	
	1974	20	4.135	— 935	95	150	—3.465	
Titoli (al netto)	1972	— 625	1.240	—1.040	—1.525	330	2.210	210
	1973	— 780	1.660	70	—1.960	1.050	400	— 190
	1974	— 1.040	1.730	—1.690	—2.755	3.560	405	— 235
Prestiti	1972	—16.180	—5.375	3.010	—1.745	12.335	7.955	
	1973	—15.160	—8.670	5.090	—2.810	9.525	12.025	
	1974	—13.130	—6.485	6.035	—3.375	7.450	9.505	
Riserve ufficiali	1972							— 915
	1973							1.645
	1974							— 350
Altri crediti esteri (al netto)	1972	10	50	190	5	800	85	—1.335
	1973	990	20	255	5	20	80	—1.425
	1974	— 485	—	70	5	— 1.310	— 25	1.870
Transazioni varie ²	1972	2.505	—2.395	1.800	— 95	— 645	— 860	
	1973	3.180	—2.195	— 65	— 190	— 1.805	— 725	
	1974	1.355	30	1.115	— 575	— 2.025	350	

¹ Un 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.

in conto capitale per impianti, attrezzature e nuovi edifici. Il bilancio finanziario per l'anno fiscale 1975 prevede un aumento nella spesa per la previdenza sociale e l'investimento pubblico.

A metà aprile il saggio di sconto è stato portato all'8,5 % con una diminuzione di mezzo punto; anche i saggi d'interesse sul mercato hanno iniziato a diminuire. Le prospettive di una maggiore stabilità nei prezzi e di più efficaci politiche di rilancio sono state rinvigorite dai risultati delle vertenze sindacali della primavera, in cui le autorità sono riuscite a contenere gli incrementi salariali intorno al 15 %, che corrisponde a circa la metà degli aumenti dell'anno precedente.

Regno Unito. Lo scorso anno le autorità del Regno Unito hanno lottato, senza troppo successo, contro una situazione che andava deteriorandosi su più fronti contemporaneamente. L'aumento dei prezzi del petrolio ha portato a proporzioni massicce il già notevole disavanzo delle partite correnti dovuto alle crescenti pressioni esercitate dalla domanda interna e dai prezzi delle importazioni nel 1973. In una

situazione di forte ascesa dei prezzi e delle retribuzioni e di indebolimento dell'attività economica, si è attribuita un'importanza relativamente maggiore, rispetto ad altri paesi, al sostegno dello sviluppo reale e al contenimento della disoccupazione. Tuttavia, l'impatto dell'imposizione fiscale e del controllo dei prezzi, cui si aggiungevano condizioni fortemente avverse sul mercato dei capitali, ha inasprito la crescente stretta sulle finanze delle società. Per alleviare questa situazione, verso la fine del 1974 le autorità sono state costrette ad aumentare ancor più un disavanzo di bilancio già gonfiato da stanziamenti per sussidi ed aumenti nelle retribuzioni del settore pubblico.

Dopo le difficoltà dovute alla riduzione della settimana lavorativa a tre giorni durante il periodo gennaio-marzo 1974, la produzione è ripresa, ma non ha superato il livello raggiunto alla fine del 1973. La spesa per i consumi è stata esitante, in parte in conseguenza della crisi petrolifera, ma anche a causa degli elevati prezzi delle importazioni, specie di prodotti alimentari, e della più gravosa imposizione fiscale successiva al bilancio di marzo. L'investimento privato, particolarmente nel settore dell'edilizia, ha manifestato un andamento discendente, mentre i consumi e gli investimenti pubblici hanno segnato una modesta ascesa. Le esportazioni di beni e servizi hanno registrato su base annua un aumento in volume notevolmente superiore rispetto a quello delle importazioni; questo andamento positivo è stato però sopravanzato da un deterioramento molto sensibile nelle ragioni di scambio.

Verso la fine della primavera è sembrato che l'espansione della produzione perdesse slancio. Ritenendo che il disavanzo esterno dovesse essere in gran parte accettato e finanziato, in luglio il governo ha presentato un bilancio moderatamente espansivo che prevedeva la riduzione dal 10 all'8% dell'imposta sul valore aggiunto e vari sussidi addizionali miranti, fra l'altro, a contenere la spirale salari/prezzi.

A questo punto però, un movimento di forte accelerazione della spirale era già stato impresso dalle retribuzioni. A parte la soluzione della vertenza dei minatori con concessioni di aumenti di quasi il 30%, la terza fase della politica governativa dei redditi - introdotta nel novembre 1973 - consentiva aumenti salariali iniziali fino ad un massimo del 10% e scatti successivi, in base alla clausola-limite, nel caso in cui l'indice dei prezzi al dettaglio avesse segnato un aumento del 7% rispetto al livello dell'ottobre 1973. Concepito precedentemente all'impennata dei prezzi del petrolio, il progetto era impostato su una previsione decisamente troppo ottimistica dell'andamento dei prezzi, cosicchè da maggio fino alla fine dell'anno gli scatti derivanti da tale clausola hanno contribuito con un ulteriore 12,5% agli aumenti dei saggi salariali.

Per di più, successivamente al mese di luglio, venivano rimosse le limitazioni obbligatorie sulle retribuzioni, mentre permanevano ed anzi venivano rafforzate quelle sui prezzi. Il "contratto sociale" del governo laburista faceva affidamento su una politica di limitazioni salariali volontarie da parte dei sindacati, quale corrispettivo di un rafforzamento dei diritti legali di questi ultimi e di una maggiore influenza nel campo industriale, oltre a vari provvedimenti fiscali di carattere redistributivo. Si richiedeva ai sindacati di limitare le loro rivendicazioni salariali a compensazioni per aumenti del costo della vita. Tuttavia, dato che i lavoratori a reddito più basso dovevano essere parzialmente esclusi, e poichè si consentivano altre eccezioni ed un

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	1972	3.090		4.095	5.211		460
	1973	2.925		5.409	7.307		793
	1974	2.214		6.795	7.828		1.446
Formazione di capitali lordi interni (—)	1972	— 4.762		— 2.800	— 4.717		— 623
	1973	— 5.753		— 3.225	— 7.845		— 971
	1974	— 7.344		— 2.919	— 11.435		— 1.175
Avanzo o disavanzo (—) finanziario	1972	— 1.682	— 82 ²	1.295	494		— 163
	1973	— 2.828	1.176 ²	2.193	— 538		— 178
	1974	— 5.130	3.903 ²	3.876	— 3.607		271
<i>Variazioni corrispondenti nelle attività e passività finanziarie³</i>							
Prestiti bancari ⁴	1972	— 589	— 7.489	— 1.927	— 2.988	14.025	— 1.032
	1973	— 1.782	— 12.393	— 1.027	— 4.504	20.543	— 837
	1974	— 541	— 8.078	— 24	— 4.411	13.173	— 119
Biglietti, monete e depositi bancari	1972	— 498	7.462	2.013	2.288	— 12.183	918
	1973	— 444	13.915	3.510	2.605	— 20.584	998
	1974	— 857	9.283	3.343	48	— 12.699	882
Totale flusso monetario ⁴	1972	— 1.265	1.265				
	1973	210	— 210				
	1974	— 59	59				
Prestiti e investimenti all'estero ⁵	1972	495	— 575		4	45	31
	1973	335	— 795		432	— 57	85
	1974	40	— 744		482	180	42
Debito negoziabile del governo	1972	981	327	5	— 20	— 1.713	420
	1973	— 1.238	— 229	784	— 5	7	681
	1974	— 2.219	1.021	562	41	214	381
Debito non negoziabile del governo	1972	— 362	—	467	— 76	— 21	— 8
	1973	62	—	54	— 67	— 41	— 8
	1974	112	—	— 69	— 26	— 12	— 5
Indebitamento delle autorità locali	1972	— 423	149	— 82	125	31	200
	1973	— 1.232	318	356	164	21	373
	1974	— 2.131	— 78	799	141	— 175	1.444
Crediti verso altri istituti finanziari ⁶	1972		— 81	4.920	52		— 4.891
	1973		72	5.118	9		— 5.199
	1974		266	4.995	101		— 5.160
Azioni e titoli ⁷	1972	14	— 464	— 1.111	59	115	1.387
	1973	6	322	— 1.781	863	295	295
	1974	25	1.027	— 1.173	595	1	— 475
Altri prestiti interni ⁸	1972	219		— 3.031	— 53	347	2.518
	1973	1.206		— 3.155	— 1.010	283	2.676
	1974	538		— 2.329	101	154	1.536
Transazioni non identificate	1972	— 254	— 676	41	1.103		352
	1973	49	176	— 1.676	975		291
	1974	— 38	1.147	— 2.228	477		909

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 Mentre nei conti della bilancia dei pagamenti RU l'indebitamento del governo centrale presso le banche RU è una componente del «Flusso monetario totale» in questa tabella esso fa parte dei prestiti bancari. ⁵ Comprende gli aggiustamenti delle transazioni delle banche con l'estero per variazioni nelle attività e passività in valuta estera derivanti da oscillazioni dei tassi di cambio. ⁶ Afflusso netto alle compagnie di assicurazione sulla vita ed agli enti pensionistici e depositi presso altri istituti finanziari. ⁷ Comprende le transazioni su parti di fondi d'investimento. ⁸ Soprattutto prestiti per l'acquisto di abitazioni.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

certo numero di sindacati rifiutava comunque di aderire all'appello, mentre molti altri sceglievano d'interpretarlo in modo incorretto, ignorando gran parte delle somme corrisposte in base alla clausola-limite, a marzo di quest'anno l'aumento dei saggi salariali su base annua era di quasi un terzo.

Dopo la metà dell'anno, gli aumenti delle retribuzioni, uniti al perdurare del controllo sui prezzi, hanno avuto un effetto dominante su altri sviluppi. Si è avuto un forte aumento nel reddito personale disponibile in termini reali, accresciuto dai provvedimenti del bilancio di luglio. Tuttavia, poichè il risparmio personale è aumentato sensibilmente, fino al quarto trimestre del 1974 i consumi di questo settore in termini reali non superavano il livello raggiunto un anno prima. La spesa governativa corrente è aumentata in conseguenza diretta delle più elevate retribuzioni del settore pubblico, mentre gli investimenti fissi lordi hanno presentato una modesta flessione. Nel settore manifatturiero essi hanno mantenuto il livello raggiunto nel primo trimestre, soprattutto grazie a stanziamenti connessi a progetti di sfruttamento del petrolio nel Mare del Nord; altre forme di investimento privato, soprattutto nel comparto edile, si sono invece contratte, e lo stesso è avvenuto per gli investimenti del settore pubblico (ad eccezione dell'edilizia residenziale, favorita da provvedimenti speciali intesi a sostenere l'industria delle costruzioni). Verso la fine dell'anno, con l'indebolirsi della domanda mondiale, le esportazioni hanno subito una flessione leggermente maggiore rispetto alle importazioni. Dopo aver registrato un aumento nel terzo trimestre, il prodotto nazionale lordo in termini reali è calato nel quarto — soprattutto in seguito a riduzioni nella costituzione di scorte e nelle esportazioni — sicchè nel secondo semestre del 1974 la produzione è stata superiore di circa l'1,5 % al livello dell'anno precedente, mentre in altri importanti paesi essa è diminuita.

Nondimeno, poichè questo incremento era inferiore al potenziale dell'economia, l'utilizzazione della capacità produttiva è diminuita, mentre la disoccupazione e il ricorso ad orari di lavoro ridotti sono gradualmente aumentati. L'attività economica si è ulteriormente indebolita nei mesi invernali e nel primo trimestre del 1975 la produzione industriale è ricaduta ai livelli più bassi dal periodo della settimana lavorativa di tre giorni dell'anno precedente. La disoccupazione è aumentata rapidamente, raggiungendo in aprile 794.000 unità, al netto delle variazioni stagionali (pari al 3,4 % delle forze di lavoro occupate). La bilancia commerciale è migliorata nettamente dato che le esportazioni hanno ripreso vigore, mentre le importazioni, in particolare di materie prime e di carburante, hanno continuato a ridursi.

Sotto il profilo finanziario, all'eccedenza insolitamente elevata del settore privato, congiunta al disavanzo esterno di parte corrente, hanno fatto riscontro ampi saldi negativi delle imprese e del settore pubblico. L'effetto esercitato dal codice dei prezzi, insieme al forte aumento delle retribuzioni, ha portato ad una compressione dei profitti delle imprese in un momento in cui il flusso monetario di queste ultime risentiva già pesantemente del rincaro delle materie prime. L'applicazione del sistema dei costi storici, che si era voluto seguire per ragioni fiscali e contabili, ha comportato che, dati i costi crescenti delle materie prime, si è dovuta destinare una parte sempre maggiore delle entrate di cassa alla ricostituzione delle scorte. Altra fonte di tensione è stata l'inclusione fra i profitti tassabili della differenza di valore fra le scorte detenute alla fine e quelle detenute all'inizio del periodo contabile.

Nello stesso tempo, le società non hanno potuto attingere fondi a lungo termine dato il crollo del mercato dei capitali. Il corso dei titoli azionari e obbligazionari ha subito una flessione ininterrotta per tutto il 1974, tanto che, a metà dicembre, le obbligazioni governative a lungo termine avevano un rendimento del 17,5%, le obbligazioni societarie del 19,5% e i dividendi azionari del 13%. L'indice azionario si trovava a questo punto ad un livello di oltre il 70% inferiore a quello del 1972. A colmare il divario è dovuto intervenire il credito bancario e nei dodici mesi fino a novembre l'industria manifatturiera aveva aumentato del 40% il ricorso al finanziamento presso questa fonte. Di conseguenza il rapporto d'indebitamento è aumentato nettamente e si è alquanto ridotto il rapporto di copertura fra i flussi monetari e gli impegni ad interesse fisso.

L'alleggerimento della tensione sulle finanze societarie è stato il principale obiettivo del bilancio di novembre. Veniva prorogato il debito d'imposta delle società per apprezzamenti delle scorte superiori al 10% rispetto ad altri utili di gestione e modificato il codice dei prezzi nel senso di permettere che su questi potesse trasferirsi l'80% - e non più il 50% com'era stato finora - dell'aumento nel costo delle retribuzioni. Si è calcolato che l'effetto congiunto di queste due misure avrebbe aumentato di £ 1.500 milioni il flusso monetario delle società nel 1975. Inoltre è stata portata dal 40 al 50% la detassazione iniziale degli ammortamenti di edifici industriali ed è stato anche previsto che le banche ed altri istituti finanziari forniscano, attraverso l'Istituto per il Finanziamento all'Industria, patrocinato dallo stato, fondi a medio termine fino a £ 1.000 milioni. Il governo ha anche manifestato la propria disponibilità a fornire aiuti finanziari diretti a società in difficoltà, intervenendo di fatto in molti casi.

Gran parte dell'aiuto alle società è avvenuto a spese della posizione finanziaria stessa del settore pubblico. Inoltre le limitazioni sui prezzi delle industrie nazionalizzate hanno enormemente aumentato le loro necessità di sussidi ed il costo delle retribuzioni nell'amministrazione centrale e periferica è aumentato molto più velocemente di quanto si prevedesse. Ne è risultato un gonfiamento del disavanzo finanziario del settore pubblico e, in misura anche maggiore, delle sue esigenze totali di

Regno Unito: Espansione del credito interno.

Voci	1969	1970	1971	1972	1973	1974
	milioni di sterline					
Fabbisogno d'indebitamento del settore pubblico ¹	-475	5	1.380	2.060	4.225	6.365
Vendite nette di titoli del settore pubblico al settore privato non bancario (-)	-345	110	-2.105	-1.025	-2.035	-3.440
Credito bancario al settore privato ²	525	1.135	1.575	5.710	6.240	4.415
Credito bancario in sterline all'estero	150	25	295	135	190	280
Espansione del credito interno	-145	1.045	1.145	6.880	6.620	7.630

¹ La differenza tra il disavanzo finanziario del settore pubblico (vedasi tabella alla pagina 48) e il suo fabbisogno d'indebitamento 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.

indebitamento che comprendono fondi per la concessione di crediti ai settori privato ed estero. Mentre le originarie previsioni di bilancio per l'esercizio 1974-75 ponevano il fabbisogno d'indebitamento a £2.700 milioni, in realtà questo è risultato di non meno di £7.600 milioni, pari a circa il 10% del prodotto nazionale lordo.

Il disavanzo del settore pubblico, congiuntamente al ricorso dell'industria al credito bancario, ha fatto sì che l'espansione totale del credito interno fosse ancora molto ampia - £7.630 milioni - nel 1974. Questa cifra è stata comunque inferiore al totale per il 1973, dato il minor incremento del credito bancario, particolarmente di quello non destinato all'industria. All'inizio dell'anno le banche sono state in realtà scoraggiate dal concedere crediti a causa del vigente sistema dei depositi speciali supplementari e delle direttive qualitative, mentre più tardi la richiesta di credito si è ridotta. Inoltre, il settore pubblico ha ottenuto buona parte del suo finanziamento mediante forti vendite di titoli del debito pubblico a residenti non bancari del Regno Unito. La massa monetaria, cresciuta più lentamente del credito interno a causa del disavanzo con l'estero, è aumentata in misura molto minore del prodotto nazionale lordo a prezzi correnti. Alla fine del febbraio 1975 le autorità hanno sospeso il sistema dei depositi supplementari.

Nel primo trimestre del 1975 si è assistito ad una netta ripresa sui mercati finanziari, in parte dipendente dalla flessione dei saggi d'interesse all'estero e dall'aiuto fornito alle finanze societarie dal bilancio di novembre. Vi ha contribuito anche l'abrogazione governativa del blocco sulle locazioni commerciali, un provvedimento importante in considerazione degli interessi degli istituti finanziari nel settore immobiliare. I saggi a breve sono retrocessi di due punti percentuali ed il saggio attivo minimo della Banca d'Inghilterra è stato ridotto dall'11,5% all'inizio dell'anno a meno del 10% in aprile. I rendimenti a lungo termine si sono contratti anche di più e l'indice azionario è più che raddoppiato, riducendo il rendimento al 6,3% e stimolando una ripresa nelle emissioni azionarie da parte delle società.

Nel bilancio di aprile il Cancelliere ha posto l'accento sugli eccessivi aumenti salariali ed ha sottolineato che l'obiettivo prioritario è ora quello di adattare i consumi alla riduzione del reddito reale che il maggior costo del petrolio comporta. Al fine di controbilanciare l'effetto degli aumenti salariali e di limitare il pesante fabbisogno d'indebitamento del governo, sono state elevate numerose imposte sia dirette, sia indirette ed è continuata la graduale rimozione dei sussidi alle industrie nazionalizzate, iniziata in novembre. Tuttavia la spesa pubblica ha acquistato un tale slancio che le esigenze d'indebitamento previste per l'esercizio finanziario 1975-76 sono aumentate ancora, raggiungendo £9.100 milioni. Pur con un siffatto disavanzo di bilancio, è stato previsto un ristagno dell'attività economica ed un aumento della disoccupazione tale da superare un milione di unità nel corso dell'anno.

Canada. Grazie all'autosufficienza energetica del Canada e ad un certo allentamento della politica fiscale, la flessione dell'attività economica è giunta più tardi ed è stata più lieve che negli Stati Uniti. La produzione reale ha continuato ad aumentare nel primo trimestre, mantenendosi ad un livello elevato durante la primavera e l'estate, per poi decrescere verso la fine dell'anno. L'edilizia per nuove abitazioni è diminuita del 20% circa e i consumi personali sono aumentati solo ad un tasso dimezzato rispetto a quello del 1973, poichè le vendite di automobili, dapprima rallentate, sono

poi bruscamente cadute nel quarto trimestre. La domanda netta estera si è ridotta in seguito ad un leggero calo delle esportazioni reali, accanto ad un continuo forte aumento delle importazioni. Per converso, il volume degli investimenti industriali si è mantenuto abbastanza elevato, dal momento che l'industria siderurgica, chimica della cellulosa e della carta si sono sforzate di correggere le precedenti inadeguatezze nella capacità produttiva, e parimenti si è avuto un notevole incremento nel volume della spesa pubblica per beni e servizi. La disoccupazione non è salita molto fino a dicembre, quando i licenziamenti nell'industria automobilistica hanno fatto scattare il tasso di disoccupazione di quasi un intero punto percentuale.

L'indice dei prezzi al consumo è salito del 12% nel corso del 1974: la componente alimentare vi ha contribuito con il 17%, mentre quella energetica, per effetto dei controlli interni sul prezzo del petrolio e delle sovvenzioni al consumo, è cresciuta solo del 9,5%. Gli incrementi salariali hanno ampiamente tenuto il passo e nel trimestre finale la loro maggiorazione si collocava oltre il 17%.

Nel primo semestre del 1974, un pacchetto di misure fiscali, volto a mitigare l'impatto dell'inflazione, ha contribuito a sostenere la domanda di consumi. E' entrato in vigore il sistema di indicizzazione delle imposte sul reddito delle persone fisiche, annunciato nel 1973, e l'indicizzazione è stata estesa anche alle pensioni statali, mentre sono stati notevolmente accresciuti gli assegni familiari. In luglio è stata abolita l'imposta sulle vendite per l'abbigliamento e le calzature a carico dei produttori e si è deliberata una sovvenzione per alcuni prezzi di generi alimentari. A seguito del rallentamento dell'economia, il bilancio di novembre del governo federale ha previsto una riduzione del 3% dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, diminuzioni delle imposte indirette sui materiali per costruzioni e sulle attrezzature per l'edilizia e per i trasporti, una proroga del periodo di ammortamento di due anni per gli impianti e le attrezzature industriali, e misure volte ad incoraggiare il risparmio e l'acquisto di case, con un aumento della spesa netta del governo federale pari ad 1,25% circa del prodotto nazionale lordo.

Fino ad agosto la politica monetaria ha mantenuto un indirizzo restrittivo, e rispetto agli anni precedenti si è posta maggior enfasi sul costo piuttosto che sulla disponibilità del credito. Il saggio ufficiale di sconto è aumentato progressivamente fino a raggiungere il livello del 9,25% alla fine di luglio. Di lì a poco, peraltro, le preoccupazioni per l'andamento della domanda globale hanno indotto le autorità ad allentare in parte la politica monetaria. Gli interventi della Banca del Canada volti a ridurre i saggi di interesse a breve sono stati facilitati dalla flessione dei saggi SU e da quelli internazionali a fine agosto. Il saggio di sconto è stato abbassato di mezzo punto percentuale in novembre e nuovamente nel gennaio 1975. In aggiunta, i coefficienti obbligatori sulla liquidità secondaria per le banche commerciali sono stati ridotti in tre fasi dall'8% al 5,5% soprattutto per compensare l'impatto restrittivo esercitato dalla campagna per l'acquisto di buoni fruttiferi canadesi, condotta lo scorso anno e coronata da ampio successo.

Le principali attività in dollari canadesi delle banche commerciali sono aumentate del 19% per il secondo anno consecutivo. Il rapido andamento dei prestiti bancari alle imprese ha subito un leggero rallentamento negli ultimi mesi dell'anno, dovuto alla lentezza con cui il saggio per i crediti di prim'ordine ha reagito alla riduzione

Canada: Fondi raccolti per grandi settori.

Settori	1970	1971	1972	1973	1974
	miliardi di dollari canadesi				
Imprese non finanziarie	3,2	5,3	4,8	6,8	10,1
Consumatori	0,7	1,4	2,2	2,8	3,0
Debitori ipotecari	1,8	2,5	4,1	6,3	6,1
Province e municipalità	2,2	2,9	3,6	3,3	4,2
Totale	7,7	12,1	14,7	19,2	23,4
Governo del Canada	2,0	3,0	1,6	— 0,1	4,2
Totale generale	9,7	15,1	16,3	19,1	27,6
<i>Percentuale del PNL</i>	<i>11,3</i>	<i>16,4</i>	<i>15,7</i>	<i>16,1</i>	<i>20,0</i>

dei saggi di interesse sul mercato a breve. I crediti bancari alle persone fisiche e quelli ipotecari hanno registrato di nuovo un forte incremento, rispettivamente del 20 e del 33 %, ma hanno leggermente ceduto nel secondo semestre in seguito ad un indebolimento della domanda sui mercati dei beni durevoli. La situazione di liquidità delle banche ha registrato un incremento del 14 % rispetto al 3 % conseguito nello scorso anno. La massa monetaria definita in senso lato è aumentata del 16 % e cioè poco meno che nel 1973. Nel terzo trimestre M_1 in termini assoluti è diminuita, per aumentare nuovamente verso la fine del 1974 e all'inizio del 1975.

Nel 1974 il volume globale dei fondi raccolti dai mutuatari interni è aumentato del 45 %. Il governo si è ripresentato in veste di forte mutuatario netto, sebbene la maggior parte dei proventi sia andata a gonfiare i suoi saldi di cassa; anche le imprese non finanziarie hanno notevolmente accresciuto il loro ricorso ai mercati del credito. Il più elevato indebitamento delle province e municipalità ha comportato un volume mai prima realizzato di vendite di nuove emissioni obbligazionarie nette collocate presso non residenti, ivi inclusi alcuni investitori di paesi esportatori di petrolio.

I saggi di interesse hanno seguito abbastanza da vicino l'andamento di quelli degli Stati Uniti. I saggi a breve termine sono fortemente aumentati in primavera e si sono mantenuti ad un livello elevato fino ad agosto, quando la Banca del Canada si è orientata verso una politica delle riserve liquide più accomodante. Ne è seguita una marcata flessione dei saggi a breve. I saggi attivi praticati dalle banche commerciali ai grandi mutuatari sono aumentati di due punti percentuali tra gennaio e luglio, rimanendo ad un elevato livello fino ad ottobre inoltrato, prima di iniziare una lenta flessione. I saggi di interesse a lungo termine si sono mantenuti relativamente stabili all'inizio dell'anno, per poi aumentare rapidamente fino alla fine di agosto. In dicembre i saggi delle obbligazioni industriali superavano ancora di due punti percentuali il livello dell'anno precedente.

Nella primavera del 1975 si sono accentuati i sintomi di ristagno economico, ma anche l'inflazione dei prezzi è sembrata rallentare leggermente. Nel primo trimestre, la produzione industriale è diminuita del 2,50 % e in marzo il tasso di disoccupazione era salito al 7,2 %. Un bilancio statale di incentivazione è stato previsto per la fine di maggio.

Francia. All'inizio del 1974 la Francia si trovava ad aver attraversato cinque anni di rapida espansione, di piena occupazione e di sostanziale pareggio con l'estero. In presenza di forze espansive ancora intense, si è continuata ad attuare una politica monetaria e fiscale restrittiva al fine di moderare l'inflazione e di contribuire a ridurre l'elevato disavanzo di parte corrente originato dai più elevati prezzi del petrolio.

I provvedimenti adottati per mantenere sotto controllo l'espansione del credito bancario, un pilastro della politica monetaria, sono stati modificati in modo da ridurre l'incremento massimo autorizzato al 12 % per l'intero anno. In giugno, gli obblighi di riserva supplementari per i crediti bancari eccedenti il limite stabilito dalle autorità sono stati resi più severi, sebbene le esenzioni per i crediti all'esportazione e per gli investimenti destinati al risparmio di energia offrirono alle banche ampio margine di manovra. In primavera e all'inizio dell'estate le autorità hanno incoraggiato un aumento dei saggi sul mercato monetario, approssimativamente in linea con quello dell'eurodollaro a un mese, rafforzando questa azione in giugno con l'aumento del saggio ufficiale di sconto dall'11 al 13 %. Inoltre, l'onere dell'obbligo di riserva ordinaria è stato in parte spostato dai depositi vincolati a quelli a vista e, poichè l'indebitamento delle banche verso la Banca di Francia era aumentato in misura eccessiva, è stato sospeso l'obbligo di riserva del 33 % a fronte degli aumenti delle attività bancarie, considerando le direttive in materia di concessione di prestiti una sufficiente restrizione al credito.

Un nuovo pacchetto di misure fiscali restrittive è stato introdotto in luglio anche per fronteggiare l'incremento delle spese di bilancio derivante dall'accelerazione dell'inflazione. Tali misure prevedevano una contrazione della spesa pubblica, una temporanea riduzione degli sgravi fiscali sugli ammortamenti per investimenti e sovrimposte *una tantum* sui profitti delle società e sui redditi più elevati delle persone fisiche. Inoltre sono stati congelati presso la Banca di Francia fr.fr. 3,5 miliardi del maggior gettito fiscale derivante dall'inflazione. Altre importanti iniziative sono stati il ricorso a misure per il risparmio di energia al fine di contenere le importazioni e più severi controlli sui prezzi, tra cui riduzioni concordate sui margini dei profitti commerciali. In settembre, in occasione del rinnovo degli accordi per la limitazione dei prezzi, le autorità hanno revocato l'autorizzazione a riversare su di essi l'aumento del costo delle materie prime, fissando invece incrementi massimi di prezzo per gruppi di prodotti.

Dopo aver tenuto bene fino alla metà dell'anno, la produzione industriale ha cominciato a diminuire dall'autunno in poi, in gran parte a causa di un'inversione nell'andamento delle scorte e di un rallentamento dei consumi. Poichè, però, le esportazioni hanno continuato ad aumentare e l'edilizia è diminuita solo moderatamente, l'aumento del 4 % del prodotto nazionale lordo reale per l'intero anno è stato superiore a quello della maggior parte degli altri paesi. Sebbene gli aumenti di produttività abbiano parzialmente compensato la crescita dei salari, i prezzi al consumo sono ancora saliti del 15 % circa nel corso dell'anno.

In considerazione della leggera decelerazione dell'attività economica, l'allentamento della politica monetaria è stato prudente e selettivo. In agosto i crediti a breve termine all'esportazione sono stati esentati dalle direttive sul credito e soggetti ad un provvedimento separato che fissava al 22 % il limite indicativo di aumento su base

annuale per il periodo ottobre - dicembre. In aggiunta, è stato costituito un fondo di fr. fr. 4 miliardi, al di fuori del suddetto limite indicativo, per fornire crediti per investimenti ad imprese impegnate ad espandere le proprie esportazioni, mentre sono stati creati speciali meccanismi per aiutare le piccole imprese a resistere alla prolungata stretta creditizia consentendo, in particolare, ove necessario, una proroga dei pagamenti delle imposte. Gli obblighi di riserva a fronte delle passività bancarie rappresentate dai depositi a risparmio sono stati ridotti dal 6 al 4% in agosto. Sul mercato monetario la caduta dei saggi, moderata dagli interventi delle autorità, è stata di gran lunga più lenta di quella dei saggi dell'eurodollaro e in dicembre il saggio a brevissima scadenza era di soli 2 punti percentuali inferiore ai massimi di luglio.

A seguito della politica restrittiva, la crescita della spesa pubblica ha subito un netto rallentamento. Inoltre, il maggior gettito fiscale ha determinato una contrazione della liquidità delle famiglie fino alla fine dell'anno, quando lo sciopero delle poste e alcune modifiche amministrative hanno notevolmente ritardato le riscossioni. Di conseguenza, mentre nel 1973 il governo aveva conseguito un avanzo di bilancio di oltre fr. fr. 7 miliardi, migliorando la propria posizione nei confronti del sistema bancario in misura anche superiore, lo scorso anno il saldo positivo è stato di soli fr. fr. 4 miliardi. Nella prima metà del 1974 il Tesoro ha rimborsato dei titoli; successivamente, però, poichè la sua posizione andava deteriorandosi, ha dovuto far

Francia: Usi e fonti del credito.

Voci	1971	1972	1973	1974
	miliardi di franchi			
Usi				
Riserve internazionali ufficiali	17,8	6,5	— 7,4	— 2,4
Settore pubblico ¹	7,9	10,8	11,4	11,8
Imprese	65,4	80,2	83,4	103,2
Abitazioni	27,3	38,5	42,3	34,2
Persone fisiche	4,8	7,8	0,8	— 0,2
Altri usi	0,9	11,7	23,8	40,7
Totale.	124,1	155,5	154,3	187,3
Fonti primarie				
Sistema bancario	74,7	91,1	89,4	90,6
Istituti finanziari specializzati e Tesoro	30,2	43,9	43,7	77,0
Compagnie di assicurazioni	3,4	2,6	3,2	3,6
Mercato dei capitali	15,8	17,9	18,0	16,1
Totale.	124,1	155,5	154,3	187,3
Variazioni corrispondenti nelle attività finanziarie				
Moneta	27,9	39,3	29,6	30,5
Risparmio liquido	57,7	60,0	68,0	81,2
Titoli ²	15,6	12,9	13,3	12,3
Crediti governativi ³	1,8	12,1	9,6	21,6
Altri crediti	21,1	31,2	33,8	41,7
Totale.	124,1	155,5	154,3	187,3
Totale, in percento del PNL	13,8	15,5	13,5	14,1

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

ampio ricorso al sistema bancario. Il bilancio per il 1975, presentato dal governo in settembre, prevedeva un ulteriore contenimento della spesa e un nuovo tipo di sovrimposta per le grandi imprese il cui valore aggiunto (per lo più profitti e salari) eccedesse un dato livello. Il governo ha inoltre adottato una linea decisa nelle contrattazioni salariali del settore pubblico e in dicembre ha imposto un congelamento dei margini sui profitti commerciali.

Dall'estate in poi, a seguito di un prolungato sciopero bancario, le banche hanno gradualmente riportato entro i limiti consentiti l'espansione dei crediti soggetti a massimale. Considerando i crediti esentati e i prestiti in valuta estera, l'ammontare complessivo dei crediti concessi alle imprese e alle famiglie è aumentato del 17% nel 1974, a fronte del 18% nel 1973. Contemporaneamente, le imprese hanno notevolmente aumentato il ricorso diretto al credito estero. Tenuto conto degli effetti dello sciopero postale, la moneta e la quasi moneta sono aumentate del 16% circa.

Fino alla fine del 1974 i rendimenti sul mercato dei capitali si sono mantenuti sugli elevati livelli raggiunti a metà anno. L'ammontare complessivo delle emissioni è sceso a fr.fr. 25 miliardi da fr.fr. 38 miliardi nel 1973, anno in cui vi era stata una eccezionale emissione di buoni del Tesoro per fr.fr. 6,5 miliardi. L'indebitamento delle imprese è diminuito in misura molto modesta.

All'inizio del 1975, in una situazione di rallentamento della domanda, che ha interessato tutta una serie di industrie, e di disoccupazione in aumento, la politica monetaria è stata cautamente allentata. Il programma di controllo dell'espansione del credito bancario è stato strutturato in forma più flessibile, mentre altre categorie di credito sono state esentate ed è stato elevato il limite massimo per i crediti a breve termine alle esportazioni. In gennaio sono stati alleggeriti gli obblighi di riserva bancaria sui depositi a vista e aboliti quelli a fronte dei depositi a risparmio. La riduzione dei tassi sul mercato monetario ha assunto un ritmo più veloce e il saggio di sconto della Banca di Francia è stato portato al 10% in tre fasi successive tra gennaio ed aprile.

Nuove misure fiscali di incentivazione selettiva dell'attività di investimento sono state introdotte con l'obiettivo di incoraggiare l'espansione senza pregiudicare la migliorata situazione dei conti con l'estero o aggravare l'inflazione. In gennaio, pertanto, si è avuta un'accelerazione nei programmi attinenti ai lavori pubblici e al credito governativo e sono state adottate misure per la ripresa dell'edilizia popolare. In marzo sono stati ripristinati gli sgravi fiscali sugli ammortamenti, liberalizzati i termini regolanti la concessione di crediti per determinati impianti e introdotte agevolazioni creditizie per complessivi fr.fr. 3 miliardi destinate a finanziare incrementi nella capacità di esportazione. Ulteriori misure adottate in aprile, per un importo stimato a fr.fr. 15,5 miliardi, prevedono maggiori investimenti da parte di imprese del settore pubblico, un abbuono fiscale alle imprese pari al 10% del valore degli impianti ordinati prima della fine del 1975 ed ulteriori facilitazioni creditizie per investimenti sovvenzionati a piccole società ed esportatori, parzialmente finanziati, nella misura di fr.fr. 5 miliardi, da un prestito garantito dallo stato emesso da istituti di credito speciale a medio e lungo termine.

Italia. All'inizio del 1974 l'Italia si trovava ancora in una fase di vigorosa espansione, iniziata un anno addietro, con livelli di produzione in alcuni settori al limite della capacità. Inoltre, in seguito ai forti aumenti segnati dai costi delle importazioni, accentuati dal precedente deprezzamento della lira, l'inflazione dei prezzi e dei salari aveva raggiunto proporzioni allarmanti. Parallelamente vi è stato un aggravarsi del disavanzo di parte corrente, che ha posto enormi problemi di finanziamento, e in generale la critica situazione gettava pesanti ombre sulle prospettive future.

In tale contesto, a partire dall'inizio dell'anno, i provvedimenti restrittivi sono stati notevolmente rafforzati. In particolare, è stato fissato fino al marzo 1975 un massimale del 15% all'espansione della maggior parte delle categorie di prestiti bancari; sono stati congelati gli introiti provenienti dai depositi sulle importazioni, nonché la contropartita in lire dei prestiti contratti all'estero per suggerimento delle autorità; sono diminuite le emissioni obbligazionarie degli istituti di credito speciale, nonostante l'obbligo da parte delle banche di effettuare investimenti, e si è permesso ai saggi d'interesse di salire bruscamente. Nell'agosto 1974 anche la politica fiscale si è fatta più restrittiva. I provvedimenti comprendevano aumenti nelle imposte indirette, una sovrattassa sui redditi più elevati (non esigibile fino al 1975) e una maggiorazione delle tariffe di alcuni servizi pubblici. Ciononostante il disavanzo di cassa del Tesoro, unitamente a quello delle amministrazioni autonome, ha continuato ad aumentare portandosi a lire 8.650 miliardi, rispetto a lire 7.500 miliardi del 1973 ed a lire 5.600 miliardi del 1972.

La forte espansione produttiva si era basata, fino alla primavera, prevalentemente su una ripresa degli investimenti fissi e dei consumi di beni durevoli, mentre la ricostituzione delle scorte ha sostenuto la crescita produttiva nel corso dell'estate. Successivamente, la flessione della domanda mondiale nonché le misure restrittive e l'affievolirsi delle aspettative inflazionistiche hanno fatto sentire il loro peso. Con l'edilizia residenziale sempre ad un livello alquanto basso ed in presenza di una inversione di tendenza nel ciclo delle scorte, la produzione industriale depurata dagli influssi stagionali è scesa del 4% nel terzo trimestre del 1974, per poi cadere di un ulteriore 9% nel quarto trimestre. Il numero dei disoccupati sulla base delle statistiche è tuttavia cresciuto moderatamente, poichè la diffusione delle occupazioni ad orario ridotto ed il maggior ricorso alla Cassa di integrazione guadagni hanno prevenuto i licenziamenti, mentre ha continuato ad accrescersi l'occupazione nel settore terziario.

I prezzi al consumo hanno subito una nuova accelerazione in seguito agli aumenti decisi in agosto a carico delle imposte indirette ed all'abolizione anticipata del blocco di un anno sui prezzi dei prodotti industriali e di prima necessità. Verso la fine dell'anno l'aumento dei prezzi al consumo ha subito una decelerazione, pur procedendo ancora ad un tasso del 24,5%, mentre i salari contrattuali dell'industria segnavano incrementi dello stesso ordine percentuale.

Nello scorso anno le operazioni del Tesoro hanno contribuito alla creazione di base monetaria per oltre lire 7.600 miliardi, ma il disavanzo con l'estero ha assorbito oltre metà di tale importo. Con le restrizioni poste al ricorso delle banche all'istituto centrale, la base monetaria si è accresciuta nel 1974 di lire 4.000 miliardi, contro quasi lire 5.100 miliardi nel 1973.

Proseguendo nell'ascesa per gran parte dell'anno il saggio bancario per i prestiti di prim'ordine ha raggiunto in novembre la punta del 18,5 %, contro il 10 % di un anno prima. Le autorità hanno cercato di isolare in certa misura il costo del finanziamento a lungo termine prorogando l'obbligo d'investimento in obbligazioni posto alle banche; i rendimenti sulle nuove emissioni obbligazionarie degli istituti speciali di credito industriale sono salite appena dal 7,5 % di gennaio al livello massimo del 12,5 % di novembre. Col venir meno della presenza degli investitori non bancari il totale netto delle emissioni sul mercato finanziario interno è sceso nel 1974 a lire 4.245 miliardi, rispetto a lire 12.440 miliardi nel 1973. Nel complesso, considerando la brusca flessione dei prestiti concessi dagli istituti di credito speciale e delle emissioni dirette di titoli azionari ed obbligazionari, il credito totale interno accordato al settore privato ha raggiunto l'ammontare di lire 12.300 miliardi, con un aumento solo del 12,2 %.

E' divenuto sempre più evidente che l'espansione globale del credito interno, pubblico e privato, sarebbe scesa nei dodici mesi precedenti il marzo 1975 ben al di sotto del limite di lire 22.400 miliardi fissato in consultazioni con il Fondo Monetario Internazionale. Pertanto, alla luce della debolezza dell'economia interna e del cospicuo miglioramento nella posizione dei conti con l'estero, la politica monetaria ha subito un progressivo alleggerimento. Verso la fine di dicembre la Banca d'Italia ha abbassato il saggio ufficiale di sconto ed i tassi sulle anticipazioni dal 9 all'8 % e, in gennaio, il sistema delle riserve obbligatorie è stato sostanzialmente ristrutturato con l'introduzione di un obbligo di copertura di cassa del 15 % a fronte dell'incremento dei depositi, con una revisione del coefficiente obbligatorio di investimenti in obbligazioni in modo da costringere le banche ad indirizzare circa un terzo dell'incremento delle risorse disponibili a tale forma d'impiego. Sono state introdotte nuove facilitazioni di credito selettive a favore dell'agricoltura, delle esportazioni e dell'edilizia; il massimale all'espansione del credito, già alleggerito in dicembre per i finanziamenti alle esportazioni e per i prestiti alle maggiori imprese, è stato abrogato in marzo. L'abolizione del deposito sulle importazioni annunciata nello stesso periodo ha comportato nei mesi successivi un sostanziale miglioramento nella liquidità del settore privato. In presenza di un'accelerazione nel calo dei saggi d'interesse sul mercato monetario, in gennaio le banche hanno concordato di ridurre di 2 punti percentuali i saggi massimi sui depositi e hanno iniziato in marzo ad abbassare i saggi attivi, in ciò incoraggiati dalla priorità nel rifinanziamento offerta ufficialmente alle aziende di credito che avessero agito in tal senso. In marzo il governo ha annunciato un programma triennale di spesa aggiuntiva inteso a risollevarne l'industria edilizia dalle attuali condizioni di crisi. A tale data la produzione industriale era nettamente calata. Tuttavia, con il miglioramento conseguito nella bilancia commerciale ed i segni di rallentamento nell'inflazione, l'economia italiana sembrava aver superato la fase acuta di crisi. Alla fine di maggio il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto dall'8 al 7 %.

Belgio. Il Belgio è stato un altro dei paesi in cui la produzione lo scorso anno ha continuato ad espandersi fino ad estate inoltrata. Le esportazioni hanno conservato il loro andamento crescente cui si è aggiunto, stimolato dalle aspettative inflazionistiche, un forte incremento negli investimenti in impianti, nella costituzione di

scorte, nella spesa per beni di consumo durevoli e nell'edilizia. Gli aumenti dei prezzi all'importazione, inoltre, hanno impresso una forte spinta alla spirale inflazionistica, poichè la maggior parte dei salari, dei canoni di locazione e delle pensioni veniva automaticamente e frequentemente adeguata attraverso sistemi di indicizzazione.

In primavera e in estate si è avuto un ulteriore inasprimento della politica monetaria e fiscale. La direttiva regolante l'espansione del credito bancario, trasformata in marzo in vincolo quantitativo ufficiale, è stata modificata in giugno, abbassando il tasso annuo dal 17 al 14%, ed estendendolo anche ai crediti all'esportazione e agli investimenti garantiti dallo stato, che precedentemente ne erano esentati. Tuttavia, si è chiesto alle banche di dare la precedenza, entro tale massimale, a queste categorie di crediti e di ridurre al minimo quelli destinati ad acquisti rateali. Nonostante l'alleggerimento, per motivi tecnici, dei coefficienti di riserva, i saggi di interesse hanno avuto un'impennata per effetto di altri provvedimenti tra cui, in particolare, l'aumentato costo del rifinanziamento per le banche, ottenuto, fra l'altro, limitando fortemente il loro accesso al credito al saggio ufficiale di sconto. Sono stati inoltre diradati i prestiti all'edilizia e poste rigorose restrizioni, a fine estate, ai crediti ipotecari e a quelli per acquisti rateali. E' stata anche rinviata di un anno la realizzazione di importanti progetti di nuove costruzioni edilizie.

Il governo ha ridotto i suoi programmi di investimento — finanche del 27,5% nel caso di progetti non prioritari — e per i tre mesi estivi ha sospeso gli appalti per l'edilizia pubblica. Ma la spesa pubblica corrente ha continuato ad aumentare rapidamente, così che il disavanzo di bilancio, di fr. belgi 97 miliardi, è stato leggermente superiore a quello del 1973. Con il passare dell'anno, il Tesoro è stato in grado di ridurre il suo ricorso alla banca centrale. Il bilancio per il 1975, presentato in agosto, ha previsto aumenti nelle imposte indirette e in quelle sulle società e sui redditi più elevati, per un ammontare complessivo stimato a fr. belgi 20 miliardi nel corso dell'anno.

Il rallentamento dell'attività economica a partire dall'estate è in gran parte imputabile ad una diminuzione delle esportazioni e dei consumi personali, oltre che ad una svolta nel ciclo delle scorte. Gli investimenti edilizi e industriali si sono mantenuti ad un livello elevato ed è stato registrato un buon aumento nella produttività, di gran lunga superato, però, da una maggiorazione del 24% delle retribuzioni medie nel corso dell'anno, mentre i prezzi al consumo sono cresciuti del 15,7%. E' rimasto in vigore il sistema di vigilanza sui prezzi, che consisteva nello stabilire dei massimali fissi per i prodotti base e nell'imporre l'obbligo di notifica anticipata degli aumenti; a partire da metà ottobre, è stato elevato a sei mesi il periodo previsto per tale notifica e non è stato più accettato a giustificazione di aggiustamenti di prezzo il fatto che gli aumenti dei salari avessero superato gli incrementi di produttività.

I saggi di interesse sul mercato monetario hanno iniziato a diminuire in estate, ma per altre importanti categorie di saggi il punto di svolta non è arrivato che in autunno. In ottobre, poichè le prospettive divenivano sempre più incerte, sono state liberalizzate le norme per la concessione di credito, in particolare per i crediti all'esportazione, e da allora in poi non sono più stati aumentati i contingenti delle riserve obbligatorie delle banche. I tassi di intervento sul mercato monetario sono stati ridotti e in novembre è stato ampliato l'accesso al rifinanziamento delle banche.

Il credito bancario al settore privato, dopo una rapida espansione all'inizio dell'anno, è successivamente decelerato, così che l'aumento complessivo è stato solo del 12% contro il 18% del 1973. Riflettendo, inoltre, una diminuzione nel credito al settore pubblico, l'offerta di moneta definita in senso lato è aumentata del 9%, rispetto al 13,5% dell'anno precedente. Per motivi sia di saggi di interesse che fiscali si è avuto un forte aumento dei depositi in franchi belgi detenuti all'estero da privati, e un incremento quasi parallelo dell'indebitamento all'estero delle imprese. Considerazioni relative ai saggi di interesse hanno altresì indotto un certo spostamento nel flusso di nuovi fondi dai depositi a risparmio verso gli acquisti di buoni di cassa e titoli. Tuttavia, nel 1974 l'ammontare complessivo delle emissioni nette di titoli a reddito fisso sia pubblici che privati è diminuito a seguito della sostanziale contrazione degli acquisti da parte degli istituti finanziari.

Un più accentuato allentamento della politica economica si è avuto verso la fine dell'anno poiché l'aumento della disoccupazione aveva assunto un ritmo molto più rapido che nelle precedenti recessioni. In dicembre il governo ha annunciato maggiori assunzioni nel settore pubblico, più ampie possibilità di addestramento della manodopera e la corresponsione di un premio alle piccole imprese che avessero assunto un più elevato numero di operai; ha inoltre esteso le facilitazioni di credito all'esportazione e per investimenti e ha stabilito che nel 1975 non avrebbe ulteriormente ridotto la propria spesa per investimenti. All'inizio di febbraio è stato liberalizzato il limite massimo posto alla concessione di crediti all'edilizia e ad alcuni mutui per investimenti, sono state facilitate le condizioni relative alle operazioni di sconto e ridotti i coefficienti di riserva obbligatoria, a fine mese si è poi proceduto ad alleggerire le norme per il credito ipotecario. Poiché i saggi di interesse a breve continuavano a flettere, il saggio di sconto della Banca Nazionale è stato portato da 8,75% a 6,5% tra gennaio e maggio. Da ultimo, alla fine di aprile, si sono lasciati scadere i massimali di credito, e l'obbligo per le banche di investire in titoli di stato e di costituire riserve obbligatorie. Tra maggio e luglio saranno liberate in fasi successive le riserve congelate. All'inizio di maggio, inoltre, il governo ha annunciato agevolazioni fiscali per gli investimenti fissi aziendali, contributi per l'accumulazione di scorte e le assicurazioni sociali, ma ha deciso di continuare la lotta all'inflazione introducendo il blocco dei prezzi per la durata di due mesi.

Paesi Bassi. Dopo diciotto mesi di moderata espansione della produzione, si era creato nei primi mesi dello scorso anno, un ampio margine di capacità produttiva inutilizzata. La disoccupazione ha oltrepassato il tasso del 3%, e si è situata ad un livello quasi doppio delle offerte di lavoro, mentre è emerso un rilevante avanzo di parte corrente. Il rallentamento della domanda interna è in parte attribuibile all'indirizzo restrittivo della politica tanto fiscale che di gestione del debito pubblico e in parte anche ad una diminuzione degli investimenti industriali causata dagli effetti riduttivi dell'inflazione dei costi sui tassi reali dei profitti. Per contenere la recessione e prevenire nuove rivendicazioni salariali le autorità hanno deciso di passare ad una politica di incentivazione articolata in modo da compensare le perdite di reddito derivanti ai lavoratori dipendenti dal più elevato costo del petrolio. L'onere di questa politica, che era comunque temporanea per l'economia in attesa di più elevati prezzi all'esportazione del metano olandese, avrebbe così gravato sulle società e sul governo.

Il ruolo principale è stato svolto dalla politica di bilancio e da quella salariale. Alle prime iniziative adottate in febbraio per aumentare la spesa pubblica e per rinviare l'imposizione di una tassa speciale sugli investimenti industriali nella regione occidentale è seguito in marzo un programma più ampio per un importo complessivo di fiorini 2,25 miliardi per l'intero anno. Sono stati aumentati gli incentivi fiscali agli investimenti e ridotte le imposte sui redditi, specie per le categorie inferiori di contribuenti. A copertura dei costi più elevati, sono stati aggiunti altri fiorini 600 milioni alla spesa pubblica prevista, infrangendo così la prassi costituita di compensare tali aumenti riducendo la spesa pubblica in termini reali. Poco dopo è stato elevato l'incremento supplementare dei salari (che si sommava agli aggiustamenti di scala mobile) corrisposto da aprile in poi in base alla legislazione di emergenza del governo. Sono stati mantenuti in vigore severi controlli sui prezzi, anche se in qualche modo alleggeriti a partire dal 1° luglio, in quanto i prezzi al dettaglio dei prodotti alimentari, con esclusione della carne, sono stati esentati ed è stata aumentata la percentuale degli incrementi salariali autorizzata ad essere trasferita sui prezzi, portandola al 50% per le industrie (rispetto alla precedente proporzione di un terzo) e all'85% per i servizi.

Sotto l'impatto di queste misure, la spesa per i consumi in termini reali è ulteriormente aumentata, ed essendo migliorato anche il ritmo delle esportazioni, l'attività economica globale è parsa procedere ad un ritmo soddisfacente. Le autorità hanno effettuato una certa restrizione del credito in luglio-agosto, con conseguente riduzione delle riserve libere delle banche dall'1,5 allo 0,5% circa delle loro passività a breve. L'attività produttiva, però, non ha segnato un ritmo sostenuto, poiché il volume delle esportazioni ha subito una flessione nella seconda metà dell'anno e i consumi sono rapidamente diminuiti nel quarto trimestre. Anche il ritmo degli investimenti fissi è rimasto debole nel corso dell'anno, mentre le costruzioni residenziali sono diminuite del 13% e per il terzo anno consecutivo la spesa pubblica in conto capitale si è ancora ridotta. Gli investimenti industriali sono stati colpiti non solo da una più intensa contrazione dei profitti derivante dalla recessione, ma anche dalla politica del governo che consentiva un incremento dei salari reali disponibili del 2,5% circa nel 1974. In tali circostanze, l'incidenza del costo della manodopera sul valore aggiunto saliva dal 79,5% ad una nuova punta massima dell'82%.

La produzione industriale aumentava ulteriormente raggiungendo il livello più elevato in agosto, ma l'afflusso delle ordinazioni aveva già cominciato a ridursi, e verso la fine dell'anno la produzione calava rapidamente. All'inizio del 1975 era del 9% inferiore al livello raggiunto in agosto. In aprile la disoccupazione depurata della stagionalità ha toccato il 4,9% delle forze di lavoro, il tasso più elevato dagli inizi degli anni '50.

Poiché la domanda globale si indeboliva, le autorità hanno gradualmente introdotto una politica di maggiore incentivazione fiscale. Le proposte del bilancio per il 1975, presentato in settembre, prevedevano un altro aumento di fiorini 600 milioni della spesa pubblica e un disavanzo complessivo di fiorini 4,6 miliardi, rispetto a quello di fiorini 2,8 miliardi originariamente previsto per il 1974. In novembre sono stati annunciati nuovi programmi di spesa, che insieme a ulteriori riduzioni delle imposte sul reddito e a maggiori incentivi all'investimento, hanno aumentato il disavanzo previsto di altri fiorini 3,5 miliardi; nel febbraio 1975 sono stati stanziati ulteriori

Paesi Bassi: Variazioni delle attività e passività finanziarie.

Voci	Anni	Ammini- strazione centrale	Autorità locali	Banche	Investitori istituzio- nali ¹	Privati e imprese	Resto del mondo ²
		milioni di fiorini					
Avanzo o disavanzo (—) finanziario (di cassa)	1972	205	— 2.585	4.435	11.210	— 9.690	— 4.575
	1973	580	— 2.770	3.030	13.265	— 8.630	— 5.475
	1974	— 945	— 3.900	3.110	14.160	— 8.425	— 4.000
<i>Corrispondenti variazioni delle attività e passività finanziarie³</i>							
Liquidità primaria e secondaria	1972	—	380	—	— 620	5.245	—3.225 —2.370 —3.310
	1973	—	40	—	1.565	6.690	
	1974	—	195	—	1.235	10.100	
Credito bancario	1972	2.110	1.290	— 2.785	— 250	— 2.145	—3.225 —2.370 —3.310
	1973	2.250	— 925	— 2.975	— 195	— 6.560	
	1974	1.335	— 225	— 2.590	— 250	— 6.480	
Ricorso netto al mercato dei capitali	1972	— 2.215	— 4.270	7.220	12.080	—11.440	— 1.375
	1973	— 1.805	— 2.005	6.005	11.515	—10.595	— 3.115
	1974	— 2.435	— 3.860	5.700	13.175	—11.245	— 1.335
Transazioni dirette in conto capitale con l'estero . . .	1972	310	15	—	—	— 350	25
	1973	135	20	—	—	— 165	10
	1974	155	—	—	—	— 800	645

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.

fiorini 560 milioni in parte attraverso contributi finanziati alle società. In aprile, infine, il governo, in base ad una proposta presentata dal Parlamento, ha deciso di stanziare ancora fiorini 1 miliardo per attenuare la disoccupazione nel settore edile. In considerazione del tempo richiesto per realizzare tali programmi, la necessità di indebitamento dello stato per il 1975 è prevista nella misura di circa fiorini 6 miliardi, cioè il 3,1% del reddito nazionale netto.

Le politiche del credito e di gestione del debito pubblico sono state mantenute alquanto restrittive per la maggior parte dell'anno. Per attutire in parte l'impatto monetario dell'avanzo sull'estero, il governo ha seguito la prassi precedente di indebitarsi in eccesso al proprio fabbisogno, raccogliendo complessivamente fiorini 2,4 miliardi sul mercato finanziario, e cioè fiorini 1,3 miliardi più del disavanzo di cassa del bilancio. I saggi di interesse a lungo termine sono cresciuti nella prima metà dell'anno e si sono mantenuti elevati fino all'inizio dell'autunno. Alla fine di ottobre la Nederlandsche Bank ha ridotto il saggio di sconto dall'8 al 7% in concomitanza con un'iniziativa analoga adottata in Germania. Successivamente i rendimenti sia a breve che a lungo termine hanno avuto un andamento decrescente, più o meno in linea con quelli esteri, fino alla fine dell'anno. La massa di moneta e di quasi-moneta è aumentata del 20% nel 1974, cioè molto più rapidamente del prodotto nazionale lordo nominale, ma ciò ha in parte rispecchiato un allontanamento dai depositi a lungo termine non compresi in M_2 .

In novembre le banche sono state informate che la politica monetaria nel corso del 1975 sarebbe stata orientata nel senso di impedire un'espansione del credito bancario finanziato con risorse monetarie ad un tasso più veloce del prodotto nazionale lordo. Nei primi mesi del 1975 i saggi di interesse nei Paesi Bassi sono diminuiti più lentamente che altrove, poichè le autorità hanno cercato di moderare le richieste di finanziamento a breve da parte delle società. All'inizio di marzo, però, il continuo calo dei saggi di interesse all'estero ha costretto la Nederlandsche Bank a ridurre ancora il saggio di sconto portandolo al 6%.

Da un punto di vista generale, non si prevedeva che la spinta alla domanda avrebbe sollecitato una rapida ripresa dell'attività produttiva. Inoltre, essendo i salari monetari in gran parte determinati attraverso sistemi di indicizzazione, l'aumento della disoccupazione ha finora influito in modo irrilevante sul tasso di inflazione. Nel 1974 i costi del lavoro dipendente per unità di addetto sono aumentati del 15%. Di tale percentuale solo il 3,5% ha rappresentato incrementi iniziali sullo stipendio, il resto va per la maggior parte ascritto all'applicazione delle clausole di scala mobile, essendo il costo della vita aumentato del 9,5%. Nel primo trimestre del 1975 gli incrementi iniziali hanno rappresentato solo il 2% circa, ma l'indicizzazione è rimasta in vigore e i prezzi al consumo sono ancora aumentati di circa il 10% rispetto all'anno precedente. In aprile è stata aumentata da un mezzo a due terzi la proporzione di incrementi salariali industriali che poteva essere trasferita sui prezzi.

Svizzera. All'inizio dello scorso anno l'economia svizzera aveva cominciato a dare i primi segni di reazione all'ampio spettro di misure antinflazionistiche introdotte fra la fine del 1972 e l'inizio del 1973. Mentre la decisione chiave era stata la fluttuazione del franco svizzero, gli altri provvedimenti comprendevano disposizioni restrittive per l'edilizia, massimali al credito e varie misure per assorbire l'eccesso di liquidità. Per il 1974 considerato nell'insieme, i consumi privati in termini reali sono cresciuti ad un ritmo più lento e gli investimenti hanno subito una brusca caduta. Particolarmente colpita è stata l'industria edile, in parte a causa delle restrizioni ufficiali, ma anche per la debolezza strutturale della domanda pubblica e privata, dopo parecchi anni di intensa attività. Invece le esportazioni si sono mantenute ad un livello sostenuto fino all'autunno, dopodichè le prospettive sono state offuscate da una domanda mondiale in fase di indebolimento e da una perdita di capacità competitiva. Il generale rallentamento si è accentuato nel secondo semestre, portando ad una flessione nella produzione industriale ed anche, verso la fine dell'anno, ad una contrazione delle importazioni. Gli aumenti dei prezzi e dei salari hanno risposto in modo tardivo, ma anch'essi hanno segnato un certo rallentamento in autunno. Per quanto riguarda i prezzi al consumo il tasso di variazione su base annua è stato dell'11% circa in settembre e del 9% nell'aprile 1975.

L'obiettivo di massima perseguito nella prima metà del 1974 è stato il contenimento dell'espansione monetaria fintanto che non fosse stato ulteriormente assorbito l'enorme aumento di liquidità precedentemente derivato dall'estero. In linea con questo obiettivo, il saggio di sconto è stato elevato in gennaio dal 4,5 al 5,5%. Contemporaneamente, però, in parte alla luce delle condizioni prevalenti sul mercato dei cambi, la Banca Nazionale ha potuto avviare una graduale riduzione dei coefficienti

minimi di riserva, nonché una più generosa apertura al rifinanziamento presso l'istituto centrale. Inoltre sono stati richiesti solo in parte i depositi speciali previsti come penalizzazione per i prestiti bancari eccedenti il massimale di espansione del credito e, in aprile, il massimale stesso è stato aumentato dal 6 al 7%. I mercati finanziari si sono mantenuti tesi ed i saggi d'interesse sono saliti notevolmente, in parte sotto l'influsso di un aumento ancora più brusco registrato dai saggi del mercato dell'euro-franco. Un numero crescente di emissioni obbligazionarie ha trovato difficoltà di collocazione e, in maggio, le autorità hanno iniziato ad intervenire sul mercato delle obbligazioni ed a ridurre le emissioni interne, nonché le fuoruscite di capitali.

Dopo l'estate la Banca Nazionale ha per la prima volta iniziato a favorire una certa espansione monetaria per soddisfare le esigenze interne di liquidità. I massimali all'espansione creditizia sono stati cautamente elevati, il credito da parte della banca centrale è stato accordato con maggior facilità e si è provveduto ad alleggerire temporanee tensioni con l'offerta di riporti in valuta. In ottobre è stata apportata un'ulteriore riduzione ai coefficienti minimi di riserva, mentre quelli a fronte degli impegni verso i residenti sono stati del tutto sospesi in novembre. Inoltre, la Banca Nazionale ha parzialmente finanziato i conti governativi con l'estero per contribuire alla copertura del maggiore disavanzo di bilancio. In seguito anche ad un indebolimento della domanda globale si è avuto un allentamento delle tensioni finanziarie in autunno e i saggi d'interesse hanno reagito conseguentemente.

Nel 1974 il totale del credito bancario ai residenti è aumentato del 7,4% rispetto all'8,2% registrato nel precedente anno. L'offerta di moneta e quasi-moneta è cresciuta del 6,6%, contro il 5,0% del 1973. Sul mercato finanziario il totale netto dei collocamenti di titoli interni offerti alla sottoscrizione pubblica sono ammontati a fr. sv. 4,5 miliardi, con un incremento del 4,8% rispetto al 1973. Le emissioni nette estere d'altro canto sono scese nel 1974 da fr. sv. 2,2 miliardi a fr. sv. 450 milioni; i collocamenti di effetti stilati in valuta estera a medio termine hanno pure subito una diminuzione, passando da fr. sv. 3,4 miliardi a fr. sv. 2,8 miliardi. I prestiti all'estero del settore bancario soggetti ad autorizzazione hanno raggiunto la cifra di fr. sv. 1,9 miliardi, rispetto a fr. sv. 3,2 miliardi nel 1973.

In retrospettiva, la fluttuazione del franco svizzero ha rappresentato un passo decisivo che ha permesso alle autorità di riconquistare il controllo dell'espansione monetaria interna. D'altra parte gli sviluppi determinatisi a partire dallo scorso autunno avevano palesato alcuni dei limiti insiti nella fluttuazione per un piccolo paese industriale con un settore finanziario molto vasto. All'incirca in quel periodo la debolezza della domanda interna aveva condotto ad una contrazione sensibile del disavanzo commerciale e si era anche verificata un'improvvisa accelerazione nell'afflusso di capitali. Mentre tali afflussi sono stati in parte originati da non residenti, e sono stati in certa misura fronteggiati con misure valutarie, è probabile che le condizioni di scarsa liquidità del mercato monetario interno rispetto alla situazione all'estero abbiano determinato l'importazione di capitali anche da parte di residenti. In ogni caso il conseguente brusco apprezzamento del franco svizzero ha costituito una crescente minaccia per l'esportazione e per i livelli occupazionali ed ha indotto un ritorno limitato ad interventi sui cambi a partire da gennaio. Poco tempo prima erano state ampliate le autorizzazioni alla concessione di crediti all'estero e, all'inizio di marzo, il saggio di sconto è stato portato dal 5,5 al 5%.

Inoltre, in aprile sono state ridotte le riserve minime obbligatorie a fronte delle passività con l'estero e le autorità hanno reso nota l'intenzione di consentire un'espansione della base monetaria del 6% per quest'anno. In presenza di una crescente disoccupazione, concentrata nei settori dell'edilizia e dell'industria esportatrice, sono state abrogate le restrizioni all'edilizia e si sono adottate misure di sostegno all'esportazione. Infine, all'inizio di maggio, sono stati soppressi del tutto i massimali all'espansione del credito bancario e agevolati i crediti per gli acquisti rateali. Al tempo stesso la Banca Nazionale faceva presente che l'espansione monetaria non avrebbe comunque dovuto superare certi limiti e che si sarebbe dovuta dare priorità ai crediti atti a stimolare l'occupazione e le esportazioni. Successivamente il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto al 4,5%, sono stati sospesi i massimali sugli impieghi sull'estero e sul collocamento di effetti di non residenti e sono state ulteriormente ridotte le riserve obbligatorie sulle passività verso l'estero.

Austria. Il rapido tasso di sviluppo registrato negli ultimi anni è continuato fino a primavera inoltrata del 1974. Successivamente l'attività economica ha subito un rallentamento in seguito ad un indebolimento dei consumi privati e ad una caduta negli investimenti fissi. All'inizio dell'anno le esportazioni avevano segnato una forte accelerazione, per poi stabilizzarsi ad un livello elevato. Per un certo tempo l'allentamento delle pressioni sulla domanda era stato accolto favorevolmente, ma alla fine dell'anno la produzione industriale e l'attività edile erano calate in modo sensibile, mentre i proventi del turismo si erano rivelati deludenti. Pur con una certa riduzione nelle presenze di lavoratori stranieri, è stato mantenuto il livello di piena occupazione. Tuttavia, l'aumento dei prezzi, che aveva segnato un certo rallentamento dall'autunno 1973, ha riacquisito nuovo slancio verso la metà del 1974, raggiungendo un tasso annuo di oltre il 10%, rimasto successivamente invariato.

La precedente politica antinflazionistica è stata mantenuta con lievi cambiamenti per tutto il 1974. Anche la politica fiscale restrittiva, per la prima volta introdotta verso la fine del 1972, è stata proseguita, predisponendo il bilancio del 1974 in modo da evitare ogni ulteriore forma di incentivazione. Inoltre, parallelamente ad analoghe misure adottate a livello delle amministrazioni locali, determinati stanziamenti di spesa sono stati provvisoriamente bloccati e parte delle entrate fiscali sono state congelate. La Banca Nazionale, sostenendo l'indirizzo restrittivo, ha prorogato in forma modificata, il massimale all'espansione del credito bancario ed analoghe disposizioni con altri istituti finanziari.

Con la copertura esterna offerta dalla fluttuazione dello scellino e dai controlli sui movimenti di capitali, le riserve minime e le operazioni sul mercato aperto sono state impiegate per manovrare l'offerta di liquidità in base ai fabbisogni interni. Pertanto, in primavera sono state ridotte le riserve minime e sono stati ampliati in più riprese gli acquisti sul mercato aperto. Si è inoltre provveduto a liberare in due *tranches* i fondi bancari vincolati in base agli accordi sul controllo dei cambi. L'aumento del saggio di sconto dal 5,5 al 6,5% in maggio è stato deciso al fine di prevenire un deflusso di capitali verso mercati esteri che offrivano tassi più remunerativi.

Il credito bancario all'economia interna è aumentato del 14,4% rispetto al 10,9% nel 1973. Tuttavia l'acquisto di titoli da parte delle banche (compresi titoli di stato a breve) ha subito una flessione da scellini 10,4 miliardi a scellini 3,4 miliardi,

per cui il totale del credito bancario risulta essersi dilatato in ciascuno degli ultimi due anni del 13-14%. In conseguenza del ricorso all'indebitamento all'estero - soprattutto da parte del governo - le acquisizioni nette ufficiali di valuta estera hanno avuto un effetto espansivo più marcato che nel 1973. Tuttavia, avendo le passività non monetarie delle banche registrato un incremento molto più rapido che in precedenza, l'offerta di moneta definita in senso lato è salita solo del 6,5%, rispetto al 5,4% nel 1973. Il mercato obbligazionario è stato caratterizzato da una notevole tensione. Il continuo spostamento degli investitori verso altre forme di risparmio - in parte a seguito di agevolazioni fiscali - ha reso necessario verso la metà dell'anno un aggiustamento dei saggi nominali dal 7% circa all'8,5%. E' degno di nota il fatto che tale aumento sia stato applicato anche alle obbligazioni già esistenti. Le emissioni nette sono scese a scellini 11,8 miliardi nel 1974, con una flessione di circa scellini 0,6 miliardi.

Nei primi mesi del 1975 è sensibilmente diminuito il livello di utilizzazione della capacità produttiva, la produzione è scesa al di sotto dei rispettivi livelli del 1974 e la disoccupazione ha cominciato a salire. E' altresì aumentato il risparmio delle famiglie, mentre si è ulteriormente indebolita la propensione ad investire e le esportazioni hanno iniziato una fase calante.

All'inizio della primavera il governo ha quindi alquanto modificato il proprio indirizzo di politica economica. Al fine di stimolare gli investimenti ed il commercio con l'estero è stato deciso di iniettare scellini 12,7 miliardi nell'economia, principalmente sbloccando i fondi governativi, ma anche dando parziale esecuzione al bilancio anticongiunturale d'emergenza. Inoltre è stato facilitato il finanziamento alle esportazioni. Per contro, se si prescinde da una riduzione del saggio di sconto dal 6,5 al 6% in aprile, non è stato adottato nessun nuovo provvedimento monetario, poichè il margine disponibile per la concessione di crediti era considerevole.

Danimarca. Considerata la forte dipendenza dalle importazioni di petrolio e la debolezza di lunga data della bilancia delle partite correnti, lo scorso anno la Danimarca si è trovata di fronte ad un grave problema di aggiustamento. Di conseguenza, le autorità hanno dovuto tollerare un forte rallentamento dell'attività economica e mantenere una politica monetaria alquanto severa fino ad anno inoltrato.

L'attività economica è ancora aumentata all'inizio del 1974, ma si è contratta bruscamente nel secondo semestre dell'anno, mentre la disoccupazione è cresciuta in modo alquanto sensibile. Particolarmente marcato è stato il calo nell'edilizia residenziale, dove le nuove abitazioni iniziate sono state del 50% inferiori agli elevati livelli degli ultimi due anni. Aumenti nelle imposte indirette, più elevati prezzi del petrolio ed incertezze circa le prospettive d'impiego hanno contribuito ad una flessione del 3% circa dei consumi reali del settore privato. L'investimento delle imprese, mantenutosi sui livelli precedenti all'inizio dell'anno, si è in seguito ridotto. Gli esborsi del settore pubblico sono aumentati appena in termini reali dato che ad un incremento della spesa in consumi ha fatto riscontro un'ulteriore flessione negli investimenti pubblici, essendo stato sospeso fino all'autunno l'inizio di nuovi edifici pubblici e l'avvio di progetti d'ingegneria civile. La debolezza della domanda interna è stata quindi uno dei fattori che hanno contribuito al buon andamento delle esportazioni di manufatti, il cui incremento ha raggiunto il 10% in volume. Verso la fine del 1974

le partite correnti erano notevolmente migliorate e all'inizio del 1975 l'inflazione dei prezzi ha rallentato notevolmente rispetto alla precedente punta di circa il 17%.

Nel primo semestre del 1974 il Parlamento aveva approvato vari provvedimenti antinflazionistici che comprendevano riduzioni della spesa pubblica, un piano di risparmio obbligatorio per i contribuenti tassati sul reddito, sussidi all'industria tendenti ad attutire l'impatto sui prezzi degli adeguamenti di scala mobile dei salari e, infine, incrementi dell'imposta sulle vendite per diversi beni di consumo. Nella tarda estate e in autunno, peraltro, è stata adottata una serie di misure selettive di incentivazione dell'attività edilizia. Inoltre, in settembre, soprattutto per ragioni connesse alla riforma fiscale, il Parlamento ha votato una riduzione per cor.dan. 7 miliardi delle imposte sui redditi personali con decorrenza dal gennaio 1975. Il disavanzo di cassa dello stato per l'esercizio finanziario conclusosi a marzo di quest'anno è calcolato a cor.dan. 3,1 miliardi rispetto ad un avanzo di cor.dan. 3,8 miliardi nel precedente esercizio.

La politica monetaria è stata restrittiva fino alla metà del 1974, anche se sul mercato la situazione è venuta alleggerendosi un po' più tardi. I massimali all'espansione delle linee di credito sono rimasti invariati per i primi sette mesi dell'anno, ma il credito bancario effettivo ha continuato ad aumentare. Verso la fine di agosto, in presenza di tendenze recessive unite ad un alleggerimento delle pressioni esterne, il massimale sul credito bancario è stato elevato del 3% circa e nuovamente del 2% in novembre. In autunno il governo ha iniziato ad abolire diverse restrizioni provvisorie sui crediti ipotecari. Tuttavia, soprattutto in seguito ad una flessione dei prestiti all'edilizia, l'espansione del credito bancario ha proceduto con un ritmo più lento verso la fine dell'anno e non si è subito profittato dei nuovi massimali sul credito. La situazione di liquidità delle banche è migliorata con il passaggio del saldo di cassa dello stato da una posizione eccedentaria ad una deficitaria, con conseguenti prelievi di fondi dalla banca centrale. Il calo dei saggi di interesse all'estero, la migliorata situazione esterna e la crescente disoccupazione hanno indotto a ridurre il saggio ufficiale di sconto al 9% a metà gennaio e all'8% all'inizio di aprile.

Nel 1974 l'espansione del credito delle banche commerciali e delle principali casse di risparmio è stata complessivamente del 7,0%, contro un aumento del 15,8% nel 1973. Il ritmo di aumento dell'offerta di moneta nella sua definizione più ampia è decelerato passando al 9% circa, che corrisponde all'incremento più modesto dal 1971. Le importazioni nette di capitali sono aumentate e l'indebitamento con l'estero delle imprese è stato di circa cor.dan. 4,5 miliardi. Il bilancio per l'esercizio 1975-76, così come è stato approvato dal Parlamento, prevede un disavanzo di cassa di circa cor.dan. 9,4 miliardi. All'inizio di marzo, dopo la rottura delle trattative per il rinnovo dei contratti di lavoro nazionali, il Parlamento ha approvato un nuovo programma di stabilizzazione con il quale si prorogavano di due anni gli esistenti contratti collettivi di lavoro. Il programma prevedeva anche il blocco dei margini di profitto e dei dividendi. Alla fine di aprile sono stati ulteriormente elevati del 3% i massimali all'espansione del credito delle banche commerciali e delle casse di risparmio. Tuttavia, per compensare parzialmente l'impatto del disavanzo di cassa dello stato sulla liquidità, sono state decurtate le facilitazioni di credito delle banche presso la Banca Nazionale. E' inoltre allo studio l'emmissione di prestiti governativi a medio termine per un ammontare fino a cor.dan. 6 miliardi.

Norvegia. Grazie soprattutto ad una politica fiscale di incentivazione e ad attività connesse allo sfruttamento del petrolio del Mar del Nord, l'espansione economica in Norvegia è continuata e nel 1974 il prodotto nazionale lordo in termini reali ha registrato un incremento di circa il 3,6%. Anche il reddito reale disponibile ed i consumi sono aumentati più velocemente che nel 1973; in seguito, fra l'altro, ad una politica congiunta di sgravi fiscali, sussidi ai prezzi e maggiori spese per trasferimenti. Pur registrando, rispetto al 1973, una decelerazione nel ritmo di espansione, l'attività di investimento è rimasta una robusta componente della domanda. Le esportazioni, che avevano mantenuto un ritmo sostenuto all'inizio dell'anno, si sono poi ridotte, insieme agli introiti netti dal settore navale, con l'apparire della recessione in altri paesi. In presenza di pressioni sul mercato della manodopera e di un tasso della disoccupazione iscritta nelle liste di collocamento inferiore all'1% delle forze di lavoro, l'aumento delle retribuzioni nel settore manifatturiero ha raggiunto circa il 18%, e solo grazie al ricorso a sussidi selettivi è stato possibile mantenere entro il 9,5% l'aumento dei prezzi al consumo.

Al fine di neutralizzare i prevedibili effetti dei più elevati prezzi del petrolio, alla politica fiscale è stato dato un indirizzo più espansivo. Sotto questo profilo la Norvegia gode di una maggior libertà d'azione rispetto alla maggior parte degli altri paesi, dal momento che non ha incontrato difficoltà nell'attrarre capitali e che diverrà nel prossimo futuro un esportatore netto di petrolio. Il bilancio dello stato, ivi incluse le erogazioni sociali, ha presentato un avanzo pari a circa l'1% del prodotto nazionale lordo, contro circa il 3% nel 1973. Sebbene si intendesse dare un carattere espansivo al bilancio soprattutto attraverso sussidi ai prezzi dei prodotti alimentari, spese per trasferimenti e sgravi fiscali, a questi si è aggiunto anche un aumento del 4% dei consumi reali del settore pubblico.

La politica creditizia ha dovuto adattarsi ad un aumento della domanda di investimenti e ad un ritmo d'inflazione dei prezzi più veloci del previsto, sicché le direttive sull'erogazione del credito bancario sono state modificate verso l'alto nel corso dell'anno. L'espansione del credito veniva comunque mantenuta al di sotto di quella degli investimenti in modo da incoraggiare un maggior ricorso all'autofinanziamento. L'aumento del credito totale è calcolato a circa il 15%; a determinare questo andamento hanno contribuito soprattutto le importazioni di capitali, aumentate di oltre il 50%. La massa di moneta e quasi-moneta si è accresciuta di circa il 12%, con un ritmo leggermente superiore a quello dei due anni precedenti.

Nel marzo 1974 è stato elevato, per la prima volta dal 1970, il saggio ufficiale di sconto che è passato dal 4,5 al 5,5%. Contemporaneamente, il rendimento dei buoni del Tesoro veniva elevato da 3,75 al 5% e quello delle obbligazioni governative quinquennali dal 5,25 al 6,5%. Poiché durante la primavera e in estate l'erogazione di credito da parte delle banche commerciali era stata insolitamente elevata, in settembre la Banca di Norvegia rendeva operativo un programma di riserve obbligatorie addizionali in base al quale alle banche che avessero registrato un'espansione del credito di oltre il 3% nel periodo tra fine luglio e fine dicembre sarebbe stato richiesto di depositare presso la Banca di Norvegia il 50% dell'eccedenza. Inoltre, una volta attenuate le pressioni sulla liquidità delle banche, grazie ad interventi sul mercato dei cambi in settembre e in ottobre, sono state elevate dal 6 all'8% le riserve

primarie delle più grosse banche commerciali. Verso la fine dell'anno l'espansione del credito bancario è decelerata. Contrariamente all'andamento delle banche commerciali, nella prima parte dell'anno il credito erogato dagli istituti di risparmio si è mantenuto al di sotto del livello previsto dalle direttive; tuttavia la posizione delle loro riserve è peggiorata e i coefficienti delle riserve primarie sono stati ridotti dal 5 al 4% in aprile e poi eliminati completamente in giugno.

Dopo il ridotto avanzo dell'anno scorso, il bilancio per l'esercizio 1975, ivi incluse le erogazioni sociali, è stato orientato nel senso di conseguire un pareggio globale, operando soprattutto attraverso riduzioni nel carico fiscale. Per la parte che riguarda il credito, il bilancio per il 1975 prevede una più veloce espansione del credito interno congiunta ad una stabilizzazione delle importazioni di capitali sugli attuali elevati livelli. Per facilitare la realizzazione dei nuovi obiettivi creditizi, a metà febbraio le riserve obbligatorie primarie delle banche commerciali sono state ridotte di due punti percentuali e all'inizio di aprile le riserve sono state ulteriormente ridotte in base a considerazioni di carattere stagionale. In maggio, un progetto di revisione di bilancio prevedeva il perdurare di un elevato livello di consumi e di una forte domanda di investimenti, con un'espansione in termini reali valutata pari al 6% e più per il 1975. Pertanto, la politica economica globale dovrà mantenere un indirizzo moderatamente restrittivo.

Svezia. Presentando la Svezia un andamento ritardato nel tempo rispetto agli sviluppi in atto in altri paesi, lo scorso anno la produzione in termini reali è ulteriormente aumentata, del 4,2%, mentre il tasso di disoccupazione è calato dal 2,5 al 2% delle forze di lavoro. Provvedimenti fiscali hanno contribuito a contenere l'aumento dei prezzi al consumo entro il 10,5% nel corso dell'anno ed anche a far crescere fortemente il reddito reale disponibile. Di conseguenza, nonostante un ulteriore aumento nei rapporti di risparmio, i consumi reali hanno presentato un'espansione del 4,4% segnando l'aumento più veloce registrato da diverso tempo. Inoltre, dopo due anni di disinvestimento delle scorte, queste sono state ricostituite con un ritmo veloce. Gli investimenti industriali hanno continuato ad espandersi, mentre le esportazioni sono aumentate del 3,7%. Tuttavia, lo scorso anno, dopo il precedente lungo periodo di intensa attività, l'edilizia residenziale ed i relativi investimenti da parte delle autorità locali si sono nuovamente ridotti.

Nel marzo 1974, al fine di incoraggiare l'espansione e di moderare la spirale salari-prezzi, il governo ha adottato un pacchetto di provvedimenti fiscali che prevedeva più elevate spese per trasferimenti, sussidi ai prodotti alimentari, una temporanea riduzione nell'imposta sul valore aggiunto e speciali contributi agli investimenti tendenti a realizzare risparmi energetici. L'aumentato disavanzo di bilancio è stato finanziato mediante mezzi monetari, e l'indebitamento governativo al di fuori del sistema bancario è rimasto praticamente invariato. Poiché i provvedimenti riguardavano sgravi fiscali e spese per trasferimenti, i consumi reali del settore pubblico sono aumentati solo moderatamente (3%).

In autunno sono state introdotte altre misure, in parte di carattere strutturale. In ottobre è stata modificata la politica dell'edilizia residenziale, con lo scopo, fra l'altro, di renderla meno sensibile alle variazioni nei saggi d'interesse. Fra gli altri

provvedimenti, annunciati in quell'epoca e decorrenti dal successivo gennaio, figuravano aumenti nelle pensioni di anzianità, l'abolizione dei contributi per l'assicurazione malattia corrisposti dai lavoratori e una riduzione delle aliquote marginali per la fascia intermedia di redditi. Per finanziare queste misure, sono stati elevati i contributi previdenziali versati dai datori di lavoro e dai lavoratori indipendenti. Anche al fine di moderare le rivendicazioni salariali, il governo ha proposto alle società di accantonare parte dell'utile netto per l'anno 1974 in speciali conti infruttiferi da destinare agli investimenti e al miglioramento delle condizioni di lavoro.

Poichè la posizione esterna andava indebolendosi in seguito all'aumento dei prezzi del petrolio, la politica monetaria è stata orientata nel senso di stimolare l'importazione di capitali. All'inizio di aprile è stato modificato — per la prima volta dal 1971 — il saggio ufficiale di sconto elevandolo dal 5 al 6%. Le riserve obbligatorie di cassa venivano elevate dall'1 al 5% e le banche hanno dovuto indebitarsi maggiormente presso la Riksbank, in alcuni casi a saggi penalizzatori. Inoltre l'espansione del credito bancario al settore privato, ad esclusione dell'edilizia residenziale, veniva sottoposta per il 1974 al limite del 15% per le banche commerciali, del 10% per le casse di risparmio e del 13% per le banche cooperative. Era invece esente da massimali il credito delle banche commerciali derivante dalle importazioni di capitale.

Tuttavia, poichè le imprese godevano di un buon grado di liquidità ed i saggi d'interesse rimanevano inferiori a quelli all'estero, questi provvedimenti non sono stati sufficienti ad attirare capitali. Pertanto a metà agosto veniva elevato dal 6 al

Svezia: Flussi creditizi netti.

Erogatori di credito	Anni	Utilizzatori di credito				Totale
		Governo	Autorità locali	Edilizia residenziale	Settore delle imprese	
milioni di corone svedesi						
Riksbank	1972	— 185	5	—	5	— 175
	1973	—1.535	5	—	20	—1.510
	1974	8.340	5	—	70	8.415
Banche commerciali	1972	1.950	125	1.945	4.055	8.075
	1973	2.810	535	2.995	5.690	12.230
	1974	—2.880	260	2.750	5.935	6.065
Casse di risparmio e banche cooperative	1972	1.830	675	2.685	1.330	6.520
	1973	145	— 125	1.765	2.400	4.185
	1974	385	— 110	2.440	3.270	5.985
Istituti pubblici di assicurazione	1972	1.935	765	2.675	2.795	8.170
	1973	1.870	685	3.595	3.130	9.280
	1974	1.525	645	3.595	3.050	8.815
Istituti privati di assicurazione	1972	460	290	1.400	1.090	3.240
	1973	830	145	1.700	1.370	4.045
	1974	1.175	50	2.170	2.045	5.440
Altri creditori	1972	350	40	20	745	1.155
	1973	2.030	90	— 255	130	1.995
	1974	2.175	90	185	1.085	3.535
Totale	1972	6.340	1.900	8.725	10.020	26.985
	1973	6.150	1.335	9.800	12.940	30.225
	1974	10.720	940	11.140	15.455	38.255

7% il saggio ufficiale di sconto ed erano ulteriormente alleggerite le restrizioni sull'indebitamento privato all'estero. In novembre è stata prorogata l'imposizione del massimale sul credito delle banche commerciali, fissandosi al 20% il massimale dell'espansione per i 18 mesi precedenti il 30 giugno del 1975. Sebbene le direttive sul credito per le casse di risparmio e le banche cooperative non venissero prorogate oltre la fine del 1974, si invitavano le banche a limitare il proprio credito e se ne elevavano i rapporti di liquidità dal 20 al 23% con decorrenza 30 giugno 1975.

Nel 1974 l'espansione della moneta e quasi-moneta è stata di appena il 9,4%, il più basso incremento negli ultimi anni. La crescita delle anticipazioni concesse dalle banche commerciali si è progressivamente ridotta, registrando nel corso dell'anno un aumento del 12,8%, ben inferiore al massimale consentito. Nonostante le restrizioni imposte all'attività delle banche commerciali, l'aumento del credito totale, in tutte le sue forme, è stato sensibile, raggiungendo cor.sv. 38 miliardi, contro cor.sv. 30 miliardi nel 1973. Gran parte dell'incremento verificatosi nel primo semestre va ascritto al disavanzo del governo centrale e ai mutui contratti dalle imprese. Nonostante lo scorso anno si sia avuto un aumento nel livello dei saggi di interesse, l'indebitamento privato verso l'estero non ha presentato variazioni di rilievo fino all'autunno.

Il bilancio del governo centrale per l'esercizio 1975-76, presentato in gennaio, prevedeva un disavanzo di circa cor.sv. 12 miliardi, quasi equivalente alle stime per l'esercizio in corso. Riconoscendo che un bilancio espansivo comportava l'accettazione di un forte disavanzo esterno, il governo ha proposto di ricorrere, per la prima volta, all'indebitamento all'estero nel 1975. A metà aprile il massimale sul credito non destinato all'edilizia residenziale, imposto alle banche commerciali fino a giugno, veniva elevato dal 20 al 22% sul livello di fine 1973, intendendosi destinare l'incremento al credito all'industria. Contemporaneamente sono stati aumentati di un intero punto percentuale i saggi d'interesse sulle nuove emissioni obbligazionarie, mentre quelli sulle obbligazioni delle autorità locali e sulle obbligazioni industriali raggiungevano il 9,25%. Questo provvedimento aveva il fine di facilitare il collocamento di prestiti a lungo termine per cor.sv. 2 miliardi, intesi a finanziare gli investimenti industriali, preferibilmente per progetti legati all'esportazione. Poco dopo il governo annunciava che oltre cor.sv. 3 miliardi di fondi societari, congelati presso la Riksbank su conti istituiti per la protezione dell'ambiente e per investimenti speciali, sarebbero stati resi disponibili per l'investimento nel secondo semestre dell'anno. Un nuovo contratto di lavoro su base nazionale, concluso alla fine di aprile, prevede incrementi dei salari base nell'industria di circa il 25% suddivisi nell'arco di due anni. Tale aumento risulta leggermente superiore se si considerano i contributi previdenziali delle imprese e lo scarto fra le retribuzioni nominali e quelle di fatto.

Finlandia. L'espansione economica è continuata per gran parte dello scorso anno, ma un forte aumento nei prezzi delle importazioni ha aggravato l'inflazione e contribuito a creare un ampio disavanzo di parte corrente. Il prodotto nazionale lordo in termini reali è aumentato di circa il 3,7%, in misura solo leggermente inferiore al 1973, con un'espansione degli investimenti fissi lordi del 4,1%. Verso la fine dell'anno l'edilizia residenziale ha subito un rallentamento e non si prevedeva una rapida ripresa dell'attività in questo settore. In termini reali l'incremento delle

esportazioni è venuto a cessare in quanto i miglioramenti relativamente sensibili conseguiti nel settore delle industrie metalmeccaniche sono stati neutralizzati da un minor volume di esportazioni nell'industria del legname. Nonostante un forte aumento nelle forze di lavoro, il tasso di disoccupazione si è mantenuto al di sotto del 2% per la prima volta dal 1966. Nel corso dell'anno i prezzi al consumo sono aumentati del 17%, dopo un incremento del 10,7% nel 1973.

La politica di stabilizzazione è stata caratterizzata da uno stretto coordinamento tra provvedimenti fiscali e di politica dei redditi. Nel marzo 1974 è stato concluso un accordo di massima sugli aumenti delle retribuzioni, a valere fino a tutto gennaio 1976, che prevedeva, fra l'altro, variazioni delle aliquote sulle imposte dirette, dei contributi previdenziali versati dai datori di lavoro e dei sussidi ai prodotti alimentari, oltre a controlli sui prezzi. In luglio il governo e l'industria forestale hanno concordato un temporaneo blocco di MF 300 milioni (successivamente ridotti a MF 240 milioni circa) sui proventi delle esportazioni del settore. In settembre sono stati parzialmente alleggeriti i controlli sui prezzi e a ciò è seguita, all'inizio di ottobre, una riduzione temporanea delle imposte su alcuni prodotti alimentari e sul carburante. Il saldo attivo del bilancio governativo è passato da MF 1.200 milioni nel 1973 a MF 900 milioni lo scorso anno.

Il bilancio, nel complesso, era stato orientato in senso leggermente meno restrittivo rispetto al 1973, ma dal punto di vista monetario le condizioni sui mercati finanziari sono divenute gradualmente più tese nel corso dell'anno. In febbraio, maggio e giugno, sono stati aumentati i contingenti d'indebitamento delle banche commerciali presso la banca centrale, ma per gran parte dell'anno, il loro ricorso al credito ha superato le quote previste. La creazione di depositi si è mantenuta al di sotto dell'espansione del credito bancario, che ha beneficiato del boom degli investimenti, della limitata disponibilità di credito estero a lungo termine e del costo relativamente basso del credito interno. I saggi d'interesse bancari sono stati mantenuti ai livelli raggiunti a metà del 1973 ed il saggio ufficiale di sconto è rimasto al 9,25%, con saggi penalizzatori per l'indebitamento eccedente i massimi previsti. In autunno i rendimenti obbligazionari sono passati dal 9 al 9,75-10,25%. In novembre la banca centrale annunciava direttive creditizie di carattere selettivo con le quali si sottolineava il carattere prioritario degli investimenti all'industria e settori connessi. L'espansione del credito delle banche commerciali si è ridotta, passando da quasi il 25% nel 1973 a circa il 19%. Nel corso dell'anno l'espansione della moneta e quasi moneta è salita al 17,6% contro il 15,5% del 1973.

All'inizio del 1975 la domanda per esportazioni ha subito una brusca contrazione e il disavanzo di parte corrente è quindi aumentato. Di fronte a questo andamento, si è fatto ricorso in marzo ad una vasta gamma di provvedimenti, dando particolare rilievo ad una politica selettiva di contenimento della domanda, in cui misure restrittive di tipo monetario e fiscale si combinavano ad iniziative volte a promuovere la capacità produttiva. Come provvedimento supplementare è stato introdotto, con effetto immediato e per la durata di un anno, un sistema obbligatorio di depositi da applicarsi al 50% circa del totale delle importazioni. Tali depositi, varianti dal 5 al 30% del prezzo all'importazione, devono essere collocati sotto forma di conti infruttiferi presso la banca centrale per la durata di sei mesi. Fra le

principali categorie esentate dall'obbligo figurano le materie prime e i beni direttamente impiegati nella produzione destinata all'esportazione. Contemporaneamente veniva modificato il sistema di controllo sui prezzi in modo da consentire che il costo dei depositi sulle importazioni venisse trasferito sui prezzi al consumo, e venivano proposti tagli alla spesa pubblica. L'indirizzo restrittivo della politica monetaria è stato mantenuto e sono state rese più severe le condizioni regolanti i prestiti personali. In marzo la banca centrale ha reso noto che il credito alle banche commerciali, che superasse del 50% le quote d'indebitamento consentite, sarebbe stato, in futuro, oggetto di negoziazione.

Spagna. Nel 1974 l'espansione economica è decelerata, in particolar modo nel secondo semestre dell'anno, mentre l'inflazione dei prezzi è continuata ad un ritmo sostenuto. Il rallentamento è stato particolarmente pronunciato nei settori degli investimenti fissi industriali, dell'edilizia residenziale, dell'esportazione e del turismo. Il continuo indebolimento della domanda, cui si è sommato il rientro di lavoratori da altri paesi d'Europa anch'essi colpiti dalla recessione economica, ha prodotto un sensibile aumento dei disoccupati iscritti nelle liste di collocamento. Nonostante l'emergente fase di ristagno e il perdurare dei controlli sui prezzi, nel corso dell'anno l'indice dei prezzi al consumo è aumentato di quasi il 18%, rispetto al 14% del 1973.

Sebbene i più elevati prezzi del petrolio abbiano fatto passare le partite correnti in posizione di disavanzo, la solida posizione delle riserve valutarie del paese, insieme al ricorso all'indebitamento estero, ha impedito che si avvertisse un'immediata ripercussione di natura esterna sulle politiche improntate all'espansione. Pertanto, nei primi mesi del 1974 le autorità si sono orientate verso una politica intesa a contrastare gli effetti dell'aumentato costo del petrolio sia sulla domanda sia sui prezzi, adottando un pacchetto di provvedimenti fiscali comprendente: un aumento della spesa pubblica, sussidi ai prodotti alimentari, riduzione dei proventi governativi derivanti dal petrolio, rinvio di aumenti già pianificati dei contributi previdenziali e una temporanea riduzione dei dazi doganali. In ottobre il governo annunciava ulteriori misure di incentivazione che prevedevano maggiori investimenti sia nel settore pubblico sia in quello privato.

La politica monetaria restrittiva è stata mantenuta nel 1974, con un ulteriore inasprimento nella primavera e nell'estate, allorchè l'inflazione dei prezzi è accelerata. All'inizio di maggio è stato portato dal 7,5 all'8% il coefficiente obbligatorio delle riserve di cassa per le banche commerciali. Per ridurre le tensioni sul mercato, si è fatto talora ricorso ad operazioni su titoli e ad un maggior accesso al risconto, ciononostante, in primavera la situazione di scarsa liquidità ha contribuito a determinare una brusca decelerazione temporanea nell'espansione degli aggregati monetari, cosicchè verso la metà dell'anno è stato ridotto dall'8 al 7,75% il coefficiente obbligatorio di cassa delle banche. All'inizio di agosto è stato elevato dal 6 al 7% il saggio ufficiale di sconto in modo da portarlo maggiormente in linea con i più elevati saggi prevalenti all'estero. Considerando l'intero anno, il credito bancario al settore privato è cresciuto del 26,7% contro il 31% circa nel 1973. L'espansione della moneta e quasi moneta è rallentata passando dal 24% del 1973 al 19%.

Sebbene le variazioni della maggior parte dei prezzi fossero ancora sottoposte in vario grado al controllo governativo, l'ascesa dei prezzi dei prodotti alimentari e l'aumentato costo delle importazioni di carburante e di materie prime hanno impresso nel 1974 un forte slancio alla spirale inflazionistica. In agosto si è abolito il limite massimo agli aumenti salariali, introdotto alla fine del 1973, ma in novembre il governo ha deciso di prorogare il programma di contenimento dei prezzi. Al tempo stesso venivano annunciati sgravi fiscali per compensare gli effetti dell'inflazione. All'inizio dell'aprile 1975 il governo ha adottato una più severa politica dei redditi che prevedeva il blocco dei margini di profitto e dei dividendi, il contenimento della maggior parte degli aumenti salariali in linea con l'incremento del costo della vita ed autorizzava l'aumento dei prezzi industriali soltanto nella misura necessaria a compensare i crescenti costi della manodopera e delle materie prime. Altre misure restrittive comprendevano una nuova tassa del 15% sugli interessi maturati sui depositi bancari e nuove norme tendenti ad impedire alcune possibilità di evasione fiscale.

Jugoslavia. Per la maggior parte dello scorso anno gli sviluppi interni ed esterni sono stati influenzati dalla politica economica espansiva adottata nell'estate del 1973, allorchè l'attività aveva dato i primi segni di rallentamento. A quell'epoca la domanda finale, in particolare quella per investimenti, aveva iniziato ad indebolirsi, la produzione industriale ed il livello di occupazione si erano assestati e le giacenze di prodotti finiti si erano bruscamente accresciute. Sono stati presi vari provvedimenti per stimolare sia i consumi sia gli investimenti, e si è previsto che le importazioni sarebbero dovute salire in misura notevole per un certo tempo, anche a costo di una contrazione delle riserve valutarie. In conseguenza di tali misure la produzione industriale ha avuto una nuova ripresa, crescendo poi costantemente nel corso del 1974, così da registrare un incremento del 10%; l'edilizia è aumentata del 6% e le importazioni si sono dilatate fino a segnare in autunno un incremento del 20% su base annua. A quest'epoca le esportazioni, che avevano continuato a contrarsi, erano del 15% inferiori rispetto alla fine del 1973.

In termini monetari la domanda interna è avanzata ad un ritmo molto più veloce della produzione reale, così che l'inflazione dei prezzi ha subito una notevole accelerazione ed è venuto a crearsi un forte disavanzo nella bilancia dei pagamenti. Tuttavia, poichè la Banca nazionale ha ricevuto istruzioni di effettuare notevoli vendite nette di valuta estera, mentre nel 1973 erano stati compiuti acquisti netti, lo scorso anno la crescita della base monetaria interna è stata sensibilmente inferiore a quella del 1973. Ciò ha contribuito automaticamente ad un rallentamento nell'espansione della domanda nella parte finale dell'anno. Gli investimenti in termini reali sono saliti decisamente fino a raggiungere la punta massima nel terzo trimestre, con un aumento del 32% rispetto al corrispondente periodo del 1973, ma nel quarto trimestre il tasso di crescita su base annua è sceso al 10% circa. La domanda di beni di consumo è salita per tutta l'estate per poi ricadere in autunno allo stesso livello dell'anno precedente. Le restrizioni monetarie poste alla spesa sono state integrate in agosto con l'introduzione di limitazioni all'importazione. D'altra parte la crescente pressione sulla liquidità bancaria è stata in parte alleggerita attraverso una graduale riduzione dei coefficienti di riserva e mediante altri provvedimenti tendenti altresì a promuovere le esportazioni.

Durante il 1974 nel suo insieme, il credito bancario è salito, in base alle stime, del 23% rispetto al 17% del 1973. Tuttavia, a causa del passaggio da una posizione esterna di eccedenza ad una di disavanzo, l'espansione dell'offerta di moneta è scesa dal 37% del 1973 al 26%, con consistenze di cassa pressochè invariate nel comparto delle imprese. Gli aumenti di prezzo nel corso dell'anno sono nuovamente stati consistenti, oscillando dal 19% per i prodotti agricoli al 36% per i prodotti industriali; il costo della vita è aumentato approssimativamente del 22% con un incremento dei prezzi al minuto pari al 30%. Parzialmente responsabile di questo andamento è stato il rincaro dei prodotti importati, in particolare a partire dall'autunno, allorchè il tasso di cambio effettivo del dinaro ha subito una flessione di circa il 7%. Lo scorso inverno, quando sono stati formulati i criteri di massima da seguire nel 1975, si è sottolineata l'esigenza di una politica restrittiva di ampia portata collegata a sforzi intesi a promuovere le esportazioni ed a limitare le importazioni. Nei primi mesi del 1975 un aumento della disoccupazione ha sollecitato una maggiore attenzione nei confronti delle politiche connesse al mercato del lavoro e a miglioramenti nel sistema di previdenza sociale.

Ungheria. Nel 1974 l'attività d'investimento si è fatta più vivace in seguito ad un alleggerimento delle limitazioni introdotte nel 1972, con una crescita dell'investimento totale dell'11% in valore e del 9% in volume. L'investimento finanziato direttamente dalle imprese e dalle cooperative è cresciuto ad un ritmo leggermente più veloce rispetto agli investimenti intrapresi dalle autorità centrali. Questi fattori, insieme all'introduzione di maggiori incentivi salariali, hanno contribuito a realizzare un incremento del 7,2% della produttività industriale. Gli incrementi produttivi più ampi sono stati realizzati in alcuni settori dell'industria meccanica, mentre le industrie dei beni di consumo presentavano un ritmo di espansione relativamente lento, anche se in ascesa. L'edilizia residenziale ha superato del 4,7% il livello del 1973, mantenendosi però ancora al di sotto della punta del 1972. Nel settore agricolo i prodotti di origine animale hanno presentato un andamento positivo, ma alcuni raccolti hanno sfavorevolmente risentito delle avverse condizioni atmosferiche. Di conseguenza l'incremento del reddito nazionale prodotto è stato alquanto minore rispetto al 1973. Le retribuzioni medie mensili sono aumentate del 6,5-7,2% e il reddito monetario totale di circa l'11%. Le vendite al dettaglio sono aumentate di circa la stessa percentuale superando così il livello del 1973. L'aumento della spesa in consumi e investimenti ha superato quello dell'offerta interna e la bilancia commerciale è passata in posizione deficitaria. Dato che le importazioni dai paesi industrializzati ad economia di mercato sono aumentate del 54%, il disavanzo nei confronti di questi paesi in termini di rubli trasferibili è passato da circa 35 milioni nel 1973 a 435 milioni nel 1974. Le vendite nette ai paesi del Comecon si sono contratte bruscamente e il saldo con i paesi in via di sviluppo è passato in disavanzo. Il fabbisogno di valuta è stato coperto in parte con un ulteriore ricorso all'euromercato e con l'emissione di un prestito internazionale. L'aumento dei prezzi delle importazioni ha accentuato la tendenza ascendente dei prezzi interni. Tuttavia, grazie a sussidi governativi e a provvedimenti d'altro genere l'aumento dei prezzi al dettaglio su base annua è stato contenuto al 2% circa. Gli obiettivi di sviluppo per il 1975 sono stati in genere fissati a livelli inferiori ai risultati effettivamente conseguiti lo scorso anno.

Cecoslovacchia. In generale, il ritmo dell'attività economica lo scorso anno è stato sostanzialmente uguale a quello del 1973. Rispetto agli anni precedenti, tuttavia, alcuni sviluppi non sono stati del tutto soddisfacenti, dato che il ritmo di espansione di alcuni settori chiave è continuato a rallentare e le aspettative di un miglioramento generale delle tendenze non sono state soddisfatte. In presenza di una forte scarsità di manodopera addizionale, l'espansione è dipesa in larga misura da incrementi della produttività. Questi invece sono diminuiti, passando, per l'industria e l'edilizia, dal 6,4% nel 1971 al 5,4% lo scorso anno. Oltre a ciò, la situazione relativa alle forniture di energia ha continuato a rappresentare un fattore limitativo della produzione. Si è comunque registrato un certo progresso nel realizzare un più efficiente impiego delle materie prime, con un leggero calo nei costi di produzione unitari. Nonostante i deludenti risultati del settore agricolo, il reddito nazionale è cresciuto quasi nella stessa misura che nel 1973. L'aumento del reddito monetario totale è stato inferiore al 1973, ma le vendite al minuto, soprattutto quelle di beni di consumo durevoli, hanno subito un'accelerazione. Con un ritmo di espansione dell'8,7% l'investimento ha superato il livello del 1973, ma non ha raggiunto l'obiettivo fissato dal piano (9,6%). Le importazioni sono aumentate, in termini di valore, alquanto più delle esportazioni, con una conseguente accentuazione del disavanzo della bilancia commerciale globale. Soprattutto in seguito all'inflazione prevalente all'estero, le importazioni nette dai paesi industrializzati ad economia di mercato sono aumentate

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

Paesi	Anni	Prodotto lordo			Reddito nazionale prodotto ¹
		Industria	Agricoltura	Edilizia	
		percentuali di variazione annuale (valori medi o quantità)			
Bulgaria	1966-72	10,4	4,5	9,7	8,4
	1973	9,3	0,7	6,7	8,0
	1974	8,5	0,0 ²	10,0	7,5
Cecoslovacchia	1966-72	6,7 ³	3,5	8,4	6,5
	1973	6,3	4,7	6,5	5,3
	1974	6,2	3,0	7,0	5,2
Repubblica Democratica Tedesca .	1966-72	6,3	2,9	7,1	5,2
	1973	6,8	1,0	6,1	5,5
	1974	7,4	8,3	6,2	6,3
Ungheria	1966-72	6,1	3,7	9,0	6,5
	1973	7,0	6,7	3,1	7,3
	1974	8,2	3,7	5,0	7,0
Polonia	1966-72	8,7	3,8	8,4	6,9
	1973	11,3	7,3	20,5	11,6
	1974	12,2	2,0 ²	18,2	10,0 ²
Romania	1966-72	11,8	7,0	10,5	8,8
	1973	14,7	0,2	7,3	10,8
	1974	15,0	0,0	6,6	12,5
URSS	1966-72	8,1	2,4	7,5	6,9
	1973	7,4	18,1	2,3	9,0
	1974	8,0	3,7	6,0	5,0

¹ Prodotto materiale netto. ² Stima. ³ Solo per il 1971-72.

Fonte: UN Economic Commission for Europe, *Economic Survey of Europe in 1974*.

fortemente, mentre un elevato ritmo di espansione delle importazioni dagli altri paesi del Comecon ha fatto passare in disavanzo il saldo della Cecoslovacchia nei confronti del resto dell'area. Rispetto ai paesi in via di sviluppo vi è stato invece uno spostamento in posizione di avanzo. Gli obiettivi posti per il 1975 sono relativamente elevati al fine di compensare le carenze finora registrate rispetto al piano quinquennale. Poichè l'esito dipenderà dai miglioramenti della produttività, si è stabilito di considerare obiettivi prioritari non solo il potenziamento delle esportazioni, ma anche l'accelerazione di progetti di investimento e la razionalizzazione dei metodi di gestione.

Repubblica Democratica Tedesca. L'espansione del reddito nazionale, dopo un leggero rallentamento nel 1973, ha raggiunto lo scorso anno il 6,3%, ottenendo il miglior risultato da parecchi anni a questa parte. Il fattore principale è stata l'accelerazione della produzione industriale che ha toccato il 7,4%, grazie soprattutto ad una maggiore produttività della manodopera. Le risorse produttive sono state sottoposte ad una notevole pressione e si è fatto ampio ricorso ad ore di lavoro straordinario. Strozature nei trasporti e scarsità di parti di ricambio nell'industria hanno provocato alcune interruzioni nel flusso di produzione. Nel settore dell'edilizia, ove si è data priorità alle costruzioni per abitazioni, l'espansione della produzione ha mantenuto lo stesso ritmo del 1973. Gli sviluppi generalmente favorevoli — anche in agricoltura — sono da attribuirsi per la maggior parte ad un tasso di investimenti alquanto elevato in questi ultimi anni, e precisamente del 29% circa del prodotto nazionale. Tuttavia, dopo una forte accelerazione dell'8,5% nel 1973, l'aumento degli investimenti è sceso ad un tasso globale del 4% nel 1974, specie nel ramo industriale. Sulla base dei dati relativi alle vendite al dettaglio, sembra che i consumi personali siano cresciuti di poco più del 6%, conservandosi quindi quasi invariati rispetto al 1973, nonostante la riduzione dal 5,6 al 4,8% dell'espansione del reddito monetario globale. Di conseguenza il risparmio è aumentato più lentamente, forse in parte a causa della più ampia offerta dei beni di consumo. Ancora una volta le importazioni sono cresciute più delle esportazioni (rispettivamente del 23 e 16%) e il disavanzo commerciale si è quasi triplicato. La bilancia commerciale con i paesi industriali occidentali e con quelli del Comecon si è deteriorata, mentre si è fortemente ridotto il disavanzo nei confronti dei paesi emergenti. Sembra inoltre che il ricorso al mercato dell'eurovaluta sia considerevolmente aumentato. Il piano economico per il 1975 prevede un incremento relativamente forte nel commercio con l'estero, un aumento negli investimenti in linea con gli anni precedenti ed un'espansione leggermente più lenta dei consumi.

Polonia. Pare che l'accento posto negli ultimi anni su una più efficiente utilizzazione delle risorse produttive abbia dato buoni risultati. Lo scorso anno la produzione industriale ha registrato un forte incremento, pari al 12,2%, dovuto per oltre 4/5 all'aumento della produttività, mentre negli anni precedenti era dipeso principalmente dal reclutamento di manodopera, a quell'epoca abbondantemente disponibile. Uno dei fattori principali di tale progresso è stato l'aumento degli investimenti, pari al 25% per il terzo anno consecutivo, ma una parte importante è stata svolta anche da una migliore struttura organizzativa e da più elevati incentivi salariali. Un rapido progresso si è avuto nel settore edilizio, ove la produzione complessiva è aumentata

del 18,2% e il numero di nuove abitazioni del 14,8%. Sebbene la produzione agricola sia stata danneggiata dalle avverse condizioni atmosferiche, il reddito nazionale è aumentato del 10% nel 1974, cioè quasi come l'anno precedente. Un aumento del 13% nei salari nominali ha mantenuto sostenuta la domanda. Nonostante sussidi più elevati, i prezzi al consumo sono cresciuti del 5,6% circa dopo essere rimasti stabili per diversi anni. L'incremento dei salari reali, quindi, ha raggiunto l'8% circa contro l'11% del 1973 e i consumi privati sono aumentati con lo stesso ritmo. In parte grazie agli incentivi di tipo selettivo, le esportazioni hanno avuto un balzo in avanti di quasi il 30% contro il 18% nel 1973, mentre l'aumento delle importazioni si è mantenuto costante al 33%. Nonostante il disavanzo effettivo si sia notevolmente ampliato, gli sviluppi sono stati per lo più conformi all'obiettivo di accelerare le esportazioni piuttosto che ridurre le importazioni. La posizione commerciale con gli altri paesi del Comecon e con quelli emergenti si è rafforzata, ma il disavanzo nei confronti delle economie di mercato si è quasi raddoppiato. Si è nuovamente fatto ricorso ai crediti in eurovalute per importi alquanto elevati. Il piano economico per il 1975 prevede un ritmo di espansione globale sostanzialmente uguale a quello per il 1974.

Romania. Mantenendo l'elevato tasso di espansione di questi ultimi anni, la Romania ha registrato un aumento del 12,5% nel reddito nazionale per il 1974, nonostante una stagnazione della produzione agricola che ha risentito sia delle avverse condizioni atmosferiche sia delle continue perdite di manodopera confluita nell'industria, la cui occupazione è salita di oltre 7%. Questo aumento, insieme ad un incremento di produttività quasi equivalente, ha portato ad un tasso di espansione della produzione industriale del 15%, di gran lunga il più elevato nei paesi dell'Europa orientale. Cionondimeno, i risultati effettivamente conseguiti in taluni settori sono stati inferiori agli obiettivi di piano a causa della scarsità di materie prime, di ritardi nelle consegne e della sottoutilizzazione della capacità produttiva. La formazione di investimenti fissi lo scorso anno è cresciuta del 18% circa - a fronte di un tasso medio di quasi il 10% per i precedenti tre anni - e la percentuale di investimenti nel prodotto materiale netto è stata superiore al 38%. I salari sono aumentati del 6,3% in termini nominali e del 4,4% in termini reali. L'offerta di beni di consumo è migliorata, mentre i prezzi sono lievitati di quasi il 2% in parte a seguito dei crescenti costi di importazione. Alla fine del 1973 sono state introdotte severe misure per il risparmio di energia e di materie prime, ma il disavanzo commerciale della Romania con i paesi non appartenenti al Comecon è peggiorato lo scorso anno passando da \$50 milioni ad una cifra stimata a \$250 milioni. Nel commercio con i paesi del Comecon, viceversa, sembra che l'avanzo sia fortemente cresciuto, superando i \$0,4 miliardi. Anche per il 1975 gli obiettivi sono molto elevati e viene conferito particolare rilievo alla modernizzazione delle strutture e alla produttività della manodopera.

Bulgaria. Anche se lo sviluppo economico ha subito solo un modesto rallentamento nello scorso anno, i risultati raggiunti sono stati sostanzialmente inferiori agli obiettivi di piano. Una delle cause di tale andamento va ricercata nella ridotta produzione agricola dovuta ad una primavera ed estate molto aride, cui si è peraltro aggiunta la crescente scarsità dei mezzi di investimento e la minore disponibilità di manodopera. Maggior rilievo è stato quindi conferito ad uno sviluppo "intensivo" e all'incremento della produttività della manodopera in particolare nel settore

industriale ed edile. Tuttavia, per il secondo anno consecutivo, l'aumento della produttività è decelerato e l'incremento del 6% nell'attività industriale è stato inferiore alle aspettative. In tale contesto ha svolto un ruolo importante la flessione del 10% negli investimenti fissi, che nel 1972 e nel 1973 avevano registrato un incremento di circa il 9%. Sono stati perciò intensificati gli sforzi per modernizzare i processi tecnologici e per sviluppare il commercio, in parte attraverso accordi di cooperazione con i paesi industrializzati al di fuori del Comecon. In presenza di una più lenta crescita dei salari nominali, il reddito reale pro capite è aumentato del 5% rispetto al 7,4 e 7% dei due anni precedenti. La settimana lavorativa di 5 giorni verrà introdotta gradualmente quest'anno e nel prossimo, sempre che siano soddisfatte le norme di produzione, con la speranza che questo provvedimento migliori l'efficienza della manodopera e riduca la spesa globale. Le importazioni sono aumentate più rapidamente delle esportazioni — rispettivamente del 31 e del 16,3% — e per la prima volta da diversi anni la bilancia commerciale è passata in passivo. Per gran parte tale disavanzo è stato originato dall'interscambio con paesi non appartenenti al Comecon, ed è stato parzialmente coperto con crediti in eurovalute. L'obiettivo globale del piano economico per il 1975 è molto simile a quello del 1974, e ancora una volta verrà data priorità all'incremento della produttività.

Unione Sovietica. Con un tasso del 5% l'espansione del reddito nazionale lo scorso anno è rimasta nettamente al di sotto del livello (9%) raggiunto nel 1973 ed è stata anche leggermente inferiore al 6,5% previsto nel piano per il 1974. Dopo l'eccezionale raccolto di grano dell'anno precedente, la produzione agricola è diminuita, soprattutto a causa delle sfavorevoli condizioni meteorologiche, dato che sia il livello di meccanizzazione sia la superficie coltivata, sono aumentati. L'edilizia per abitazioni ha segnato una crescita inferiore all'1%, mentre la produzione di prodotti di base e di beni strumentali è aumentata dell'8,3%, più o meno con lo stesso ritmo del 1973. La produzione di beni di consumo, cui l'anno scorso era stato dato maggior rilievo nella scala delle priorità, è aumentata del 7,2% contro il 5,9% dell'anno precedente. Il settore delle automobili ha registrato un notevole incremento pari al 22%. Si sono incontrate alcune difficoltà di produzione soprattutto dovute a ritardi nella realizzazione di progetti d'investimento e alla scarsità di alcune materie prime. La produttività del settore industriale è comunque cresciuta del 6,5%, in misura leggermente superiore al 1973, e il reddito reale pro capite è aumentato del 4,2%. In presenza di prezzi stabili e di una più pronta disponibilità di beni, le vendite al minuto sono aumentate del 5,9%, contro il 5,3% del 1973. Gli investimenti fissi sono cresciuti del 7%, un tasso che si confronta favorevolmente con quello del 1973. Particolari sforzi sono stati compiuti per potenziare la capacità produttiva nei settori dell'energia, delle industrie chimiche e dei trasporti. La crescita della domanda interna, soprattutto quella di investimenti, ha provocato un più veloce ritmo d'aumento delle importazioni in termini nominali, ma l'aumento in valore delle esportazioni è stato anche maggiore. L'avanzo commerciale globale è passato da rubli 260 milioni a circa rubli 1,9 miliardi. I disavanzi registrati nel 1973 sia rispetto agli altri paesi del Comecon sia ai paesi occidentali industrializzati si sono trasformati in consistenti avanzi, mentre sono leggermente diminuite le esportazioni nette ai paesi in via di sviluppo. Nel quarto trimestre del 1974 è stato raccolto un prestito in eurovaluta per \$100 milioni, annunciato pubblicamente.

Il piano per il 1975 tende a consolidare lo sviluppo globale. Ciò dipenderà in larga misura dal potenziamento della produttività della manodopera e dell'efficienza generale, soprattutto attraverso un'accelerazione nella realizzazione di progetti di investimento ed un attento vaglio dei nuovi progetti. Dovranno essere contenuti gli aumenti dei redditi, tuttavia è previsto un nuovo "indice di efficienza" che permetterà premi di incentivazione agganciati al risparmio dei costi.

Sud Africa. Dopo una ripresa alquanto lenta nel corso del 1973, l'economia si è avviata verso una fase di forte espansione lo scorso anno, grazie all'aumento delle esportazioni, degli investimenti produttivi e della ricostituzione di scorte. Anche la produzione agricola e quella delle miniere non aurifere hanno avuto un buon incremento, così che il prodotto nazionale lordo reale è aumentato del 7,2% rispetto al 4,3% nel 1973. Verso la fine dell'anno, però, la produzione industriale e l'attività edilizia hanno subito un livellamento. In dicembre i prezzi al consumo superavano del 14,7% il livello dell'anno precedente, ma già si manifestavano i primi segni di decelerazione.

All'inizio dell'anno il volume delle importazioni è aumentato fortemente rispetto alle esportazioni. Tuttavia, poichè i prezzi delle esportazioni delle materie prime e di oro salivano più di quelli delle importazioni, il disavanzo di parte corrente, di rand 836 milioni, è stato in proporzione di gran lunga inferiore a quello di precedenti fasi espansive. Esso è stato quasi per intero coperto da afflussi netti, per rand 741 milioni, in conto capitale verificatisi per la maggior parte alla fine dell'anno a seguito di più rigide condizioni monetarie e di provvedimenti volti ad agevolare l'indebitamento all'estero. Da giugno 1974 in poi le autorità hanno periodicamente aggiustato il tasso di cambio del rand rispetto al dollaro, e fino a marzo di quest'anno il rand aveva subito un deprezzamento ponderato in base al commercio di circa il 3%.

Le proposte di bilancio del governo per l'anno terminante al marzo 1975 hanno previsto riduzioni nelle imposte dirette e indirette e aumenti nelle sovvenzioni per i generi alimentari, con l'obiettivo sia di moderare l'inflazione, sia di stimolare la produzione e la produttività. Tuttavia, in presenza di un aumento eccezionalmente rapido dei depositi passivi delle banche, durante i primi mesi del 1974 le autorità monetarie si sono astenute dall'intervenire per compensare gli effetti restrittivi sulla liquidità libera delle banche derivanti dagli obblighi di riserva e dal disavanzo sull'estero. In seguito alla forte ascesa dei saggi di interesse sul mercato monetario, il saggio di sconto è stato portato dal 6,5 all'8% in giugno e agosto. In estate sono pure aumentati i saggi di interesse sulle transazioni in titoli governativi della Reserve Bank, i massimali di interesse sui depositi bancari e i saggi per i crediti di prim'ordine delle banche. In agosto sono stati liberalizzati i controlli sul saggio di interesse corrisposto ai depositi bancari superiori ai rand 250.000.

Dato il rapido incremento della spesa, la posizione del bilancio dello stato si è deteriorata alla fine dell'anno, e il fabbisogno finanziario netto per tutto il 1974 è stato di rand 574 milioni, a fronte di rand 246 milioni nel 1973; in parte esso è stato coperto con l'indebitamento all'estero e per la parte rimanente si è fatto per lo più ricorso al sistema bancario. Grazie anche agli afflussi di capitale privato, le pressioni sulla liquidità bancaria si sono attenuate da settembre in poi e i saggi di interesse sul mercato monetario sono diminuiti.

L'espansione del credito bancario al settore privato ha cominciato a rallentare nel secondo semestre, e per l'intero 1974 l'incremento è sceso al 19% circa, a fronte del 36% nel 1973. La moneta e la quasi moneta sono cresciute del 22% contro il 23% nell'anno precedente. Sul mercato obbligazionario, ove i rendimenti continuavano ad aumentare, il volume totale delle emissioni nette di obbligazioni è sceso da rand 960 milioni nel 1973 a rand 650 milioni nel 1974 a seguito di una forte contrazione delle emissioni dello stato e di altri settori pubblici. Le emissioni azionarie sono diminuite sensibilmente, mentre il ricorso delle società alle emissioni di titoli a reddito fisso, pari a rand 117 milioni, ha leggermente superato quello del 1973.

All'inizio del 1975, di fronte ad un allentamento delle pressioni sulla domanda, le autorità hanno ritenuto che il proseguimento di una politica restrittiva avrebbe scarsamente contribuito al contenimento dell'inflazione. Astenendosi dal compensare gli aumenti di liquidità bancaria, la Reserve Bank ha adottato una procedura più flessibile che prevedeva l'applicazione di saggi variabili correlati al mercato per le sue transazioni in titoli governativi. Il bilancio per il 1975-76 è moderatamente espansivo, prevedendo un aumento del 18,5% nella spesa, maggiori agevolazioni fiscali per gli investimenti e per gli utili non distribuiti.

Australia. Una forte ripresa economica, guidata da entrate più elevate provenienti dal settore delle esportazioni, ma sempre più basata su un aumento generale della domanda interna, ha sottoposto le risorse ad una forte tensione all'inizio del 1974. Anche in seguito alle rivalutazioni del dollaro australiano e alle riduzioni antinflazionistiche delle tariffe doganali, le importazioni sono cresciute rapidamente e la bilancia dei pagamenti è passata in disavanzo. Con l'aumento vertiginoso dei salari in un clima di agitazione industriale assai diffuso, l'incremento dei prezzi al consumo, per quanto largamente isolato dagli aumenti dei prezzi mondiali del petrolio, ha raggiunto, a metà anno, un tasso annuale del 16% circa.

La politica monetaria all'inizio del 1974 è stata condotta in modo da sostenere la forte contrazione della liquidità bancaria originata dal disavanzo con l'estero e dalle elevate esazioni fiscali stagionali, rese ancora più onerose dall'inflazione. Acquisti di titoli mobiliari da parte della Reserve Bank ed una riduzione delle riserve obbligatorie delle banche dal 9 al 5% tra giugno e agosto, sono stati previsti unicamente per soddisfare gli essenziali fabbisogni di liquidità, mentre i saggi di interesse hanno continuato a salire. In luglio sono stati elevati di due punti percentuali i massimali dei saggi di interesse sui depositi e quelli sugli scoperti controllati. Indice della severità della stretta monetaria è stato il fatto che nei dodici mesi terminanti a settembre l'offerta di moneta in senso stretto è caduta del 4% mentre quella della moneta in senso lato è aumentata solo del 6,5%.

L'economia è andata rapidamente indebolendosi nel secondo semestre. Le esportazioni hanno conservato un buon ritmo di crescita ma, con il calo dei consumi privati, dell'edilizia residenziale e degli investimenti produttivi, la produzione industriale stagionalizzata è diminuita del 5% tra il secondo e il quarto trimestre, e in dicembre il tasso rettificato di disoccupazione raggiungeva il 4,1% a fronte dell'1,5% in giugno.

Iniziando una drammatica inversione della sua precedente politica, il governo ha svalutato in settembre il dollaro australiano del 12%, abbandonando il legame

fisso col dollaro SU a favore di un tasso-obiettivo ponderato in base al commercio. Il bilancio previsionale, presentato in settembre e orientato in senso moderatamente espansivo, è stato seguito da una serie di misure di maggiore incentivazione comprendenti, tra l'altro, riduzioni delle imposte sul reddito delle persone fisiche e delle società in novembre, un temporaneo raddoppio degli accantonamenti per ammortamenti in dicembre, una provvisoria riduzione dell'imposta sulle vendite di automobili in gennaio ed un sostanziale aumento delle sovvenzioni alle amministrazioni degli stati in febbraio. In seguito anche ad un'accelerazione nelle altre voci di spesa, per l'anno terminante a giugno 1975 si è previsto un disavanzo di bilancio di circa \$A 2,5 miliardi, a fronte di \$A 290 milioni dell'anno precedente.

Per quanto riguarda la politica monetaria, il coefficiente di riserve obbligatorie delle banche commerciali è stato ulteriormente ridotto al 3% in fasi successive tra settembre e ottobre e alle banche è stata offerta una particolare facilitazione creditizia temporanea presso la banca centrale. In novembre i coefficienti obbligatori di investimento per le casse di risparmio sono stati modificati in modo da incrementare il credito all'edilizia e in dicembre, per aiutare le società in crisi di liquidità, è stato postposto il versamento dell'imposta sulle società previsto nell'ambito di uno schema recentemente introdotto. In novembre è stato abolito il divieto per i residenti di indebitarsi a breve termine all'estero e l'obbligo del deposito vincolato a fronte di prestiti contratti a lungo termine, già ridotto dal 33 ⅓ al 5% in due fasi successive in giugno e in agosto. Altre iniziative, che hanno posto in evidenza il carattere di priorità dato all'obiettivo della riduzione della disoccupazione, includevano la sospensione dell'immigrazione in ottobre, l'introduzione di contingenti alle importazioni di automobili e l'inversione delle politiche tendenti a scoraggiare gli investimenti esteri in Australia.

Alla fine dell'anno le importazioni sono diminuite, ma per il 1974 nel suo complesso la parte corrente con l'estero ha registrato un disavanzo di \$A 1.790 milioni, dopo l'avanzo di \$A 400 milioni del 1973. Con una ripresa degli afflussi netti di capitali nel trimestre finale, si è avuto un saldo attivo di \$A 460 milioni in conto capitale nel 1974, a fronte di un disavanzo di \$A 630 milioni nell'anno precedente.

All'inizio del 1975 la moneta e il credito bancario hanno ripreso ad espandersi rapidamente e più recentemente la domanda privata interna ha manifestato segni di ripresa. Meno rassicuranti sono apparse le prospettive per i prezzi al consumo e per i redditi salariali, che nel corso del 1974 erano aumentati rispettivamente del 16,2 e del 27,7%. In aprile il tribunale per la fissazione dei salari a livello nazionale si è impegnato su base provvisoria a portare i salari in linea con l'aumento dei prezzi al consumo.

Nuova Zelanda. Dopo due anni di rapida espansione, lo scorso anno l'economia è entrata in fase di generale raffreddamento a seguito del calo nelle entrate delle esportazioni. L'aumento dei salari reali ha contribuito a sostenere la domanda interna e la produzione fino alla fine dell'anno. In conseguenza anche della precedente rivalutazione del dollaro neozelandese e di una maggior larghezza nella concessione delle licenze di importazioni, i pagamenti per le importazioni sono aumentati del 53% nel 1974, provocando un drenaggio di liquidità solo parzialmente compensato dalle misure monetarie.

Lo scorso anno la bilancia corrente sulla base dei conti di cassa ha registrato un disavanzo di \$NZ 815 milioni, dopo il saldo attivo di \$NZ 150 milioni conseguito nel 1973. In conto capitale si è avuto un avanzo di \$NZ 425 milioni a fronte del disavanzo di \$NZ 20 milioni dell'anno precedente. Gli afflussi di capitali privati sono stati favoriti dalle nuove misure valutarie e dalle restrittive condizioni creditizie interne prevalenti nel secondo semestre. Il governo ha fatto inoltre ricorso ai mercati esteri dei capitali, raccogliendo complessivamente \$NZ 295 milioni tra agosto 1974 e febbraio 1975, e verso la fine dell'anno ha pure prelevato \$NZ 101 milioni dalla *oil facility* del FMI. In settembre, dopo la svalutazione del dollaro australiano, la moneta neozelandese è stata anch'essa svalutata del 9%.

Il bilancio dello stato per l'anno terminante a marzo 1975 ha previsto un aumento del 19% delle spese ma, per rallentare il ritmo, in agosto sono stati annunciati alcuni provvedimenti, oltre ad un inasprimento delle condizioni regolanti gli acquisti rateali degli autoveicoli e ad un aumento dell'imposta sulle vendite di automobili ad elevato consumo di benzina. In ottobre il governo ha annunciato un piano di risparmio personale obbligatorio per congelare \$NZ 50 milioni all'inizio del 1975 da liberare alla fine dell'anno, e ha inasprito l'imposta sul reddito delle persone fisiche in specifici casi. Per contro, a partire da agosto sono stati adottati provvedimenti volti ad alleggerire le gravi pressioni sulla liquidità dell'economia e progressivamente ridotti gli obblighi per le casse di risparmio di effettuare investimenti in titoli dello stato così da aumentare i fondi disponibili per l'edilizia residenziale; da ottobre inoltre la Reserve Bank ha aperto speciali depositi presso le banche commerciali per porle in condizioni di soddisfare gli urgenti fabbisogni di liquidità dei loro clienti. Sono state anche create speciali facilitazioni di credito per gli esportatori e gli agricoltori e per il finanziamento di programmi di stabilizzazione dei prezzi dei prodotti agricoli, mentre alle imprese in crisi di liquidità è stato permesso di rinviare i versamenti di imposte. Sono stati allentati i controlli sull'attività edilizia e all'inizio del 1975 sono stati creati nuovi incentivi per lo sviluppo del suolo.

E' rimasta in vigore una vasta gamma di controlli sui prezzi e sui margini di profitto, nonché il blocco dei salari. In giugno il governo ha annunciato un aumento generale dei salari del 9% ed ha autorizzato un'addizionale del 2,25% per aumenti negoziati. In luogo di un previsto adeguamento al costo della vita, per gennaio 1975 è stato autorizzato un aumento generale del 4% sui primi \$NZ 75 delle retribuzioni lorde settimanali. Nel corso dell'anno i salari contrattuali nominali sono aumentati del 14,50% e i prezzi al consumo del 12,6%.

L'attività creditizia delle banche commerciali ha avuto una flessione verso la fine del 1974, ma è aumentata del 29% nell'arco dell'intero anno rispetto al 55% del 1973. In un contesto di forte disavanzo con l'estero, l'offerta di moneta e quasi-moneta è cresciuta solo del 6%, dopo un incremento del 34% nell'anno precedente. Con l'ulteriore rallentamento dell'economia, la disoccupazione ha cominciato ad aumentare rapidamente all'inizio del 1975. Il disavanzo della bilancia dei pagamenti è rimasto molto elevato, ma le importazioni sono andate diminuendo. Il bilancio pubblico per il 1975-76, presentato in maggio, prevede riduzioni nell'imposta sul reddito ed un notevole aumento del disavanzo.

III. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Commercio mondiale.

In parallelo con l'affievolirsi dello sviluppo della produzione reale mondiale, ridottosi praticamente a zero nel 1974 dal 6,5% circa del 1973, l'espansione nel volume del commercio mondiale è scesa dal 13 al 4,5%. Purtuttavia, il valore unitario medio in termini di dollari dei beni oggetto di scambi internazionali ha continuato a crescere con molto slancio, aumentando del 39%, rispetto al 22% nel 1973. Pertanto il valore complessivo del commercio mondiale (in base ai dati doganali) essendo aumentato di \$235 miliardi ha raggiunto \$755 miliardi, raddoppiandosi in due anni.

Dell'espansione in termini di valore delle esportazioni mondiali, \$135 miliardi sono imputabili ai paesi industriali, tra i quali i maggiori incrementi sono stati realizzati da Stati Uniti (\$27 miliardi), Germania (\$20 miliardi) e Giappone (\$19 miliardi).

Commercio mondiale.¹

Aree	Esportazioni (f.o.b.)		Importazioni (c.i.f.)		Tassi d'incremento delle			
					esportazioni		importazioni	
	1973	1974	1973	1974	1973	1974	1973	1974
miliardi di dollari SU				percentuali				
Aree sviluppate								
Europa occidentale:								
Paesi CEE ²	211	274	215	291	37	30	40	36
Altri paesi	47	62	62	88	39	32	39	42
Totale	258	336	277	379	37	30	40	37
Stati Uniti	71	98	74	108	43	38	25	46
Canada	26	34	25	34	24	31	24	36
Giappone	37	56	38	62	29	51	63	63
Altri paesi ³	17	20	19	29	43	18	49	53
Totale aree sviluppate (Indice volume 1972 = 100)	409 (114)	544 (122)	433 (113)	612 (113)	37 (14)	33 (7)	38 (13)	41 (0)
Aree in via di sviluppo								
OPEC ⁴	37	122	20	33	50	230	42	65
Altre aree	72	88	76	114	41	22	33	50
Totale aree in via di sviluppo (Indice volume 1972 = 100)	109 (111)	210 (111)	96 (111)	147 (135)	44 (11)	93 (0)	34 (11)	53 (22)
Totale complessivo (Indice volume 1972 = 100)	518 (113)	754 (119)	529 (112)	759 (116)	38 (13)	46 (5)	37 (13)	43 (4)

¹ Rappresenta il 90% circa del commercio mondiale, in quanto le importazioni e le esportazioni dei paesi ad economia pianificata 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 Algeria, Ecuador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Venezuela.

Francia, Italia, Canada e Regno Unito hanno anch'essi mostrato consistenti incrementi, compresi tra \$11 e 8 miliardi. Le esportazioni dai paesi in via di sviluppo hanno avuto un balzo di circa \$100 miliardi. Di tale aumento oltre quattro quinti sono dovuti alle esportazioni di petrolio, leggermente diminuite in volume ma quasi quadruplicate in valore unitario. La parte rimanente (\$16 miliardi) ha largamente riflesso l'aumento del 25% nei prezzi dei beni primari tra il 1973 e il 1974.

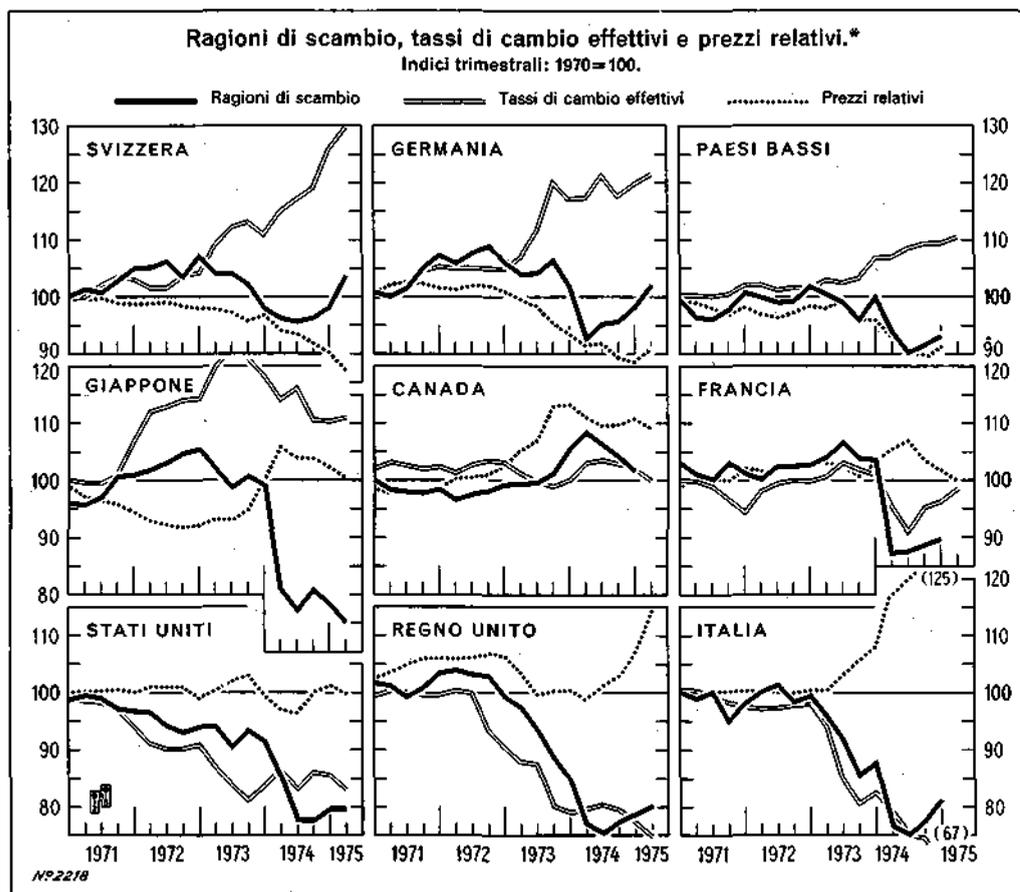
Dalla primavera del 1974, allorchè i prezzi delle materie prime hanno toccato le loro punte più elevate, le ragioni di scambio sono diventate più favorevoli per i manufatti. Dal 1970 al terzo trimestre del 1972 i prodotti primari e manufatti oggetto di scambi internazionali hanno mostrato incrementi di prezzo rispettivamente di circa il 15 e il 20%. Poi, nei diciotto mesi fino alla fine di marzo 1974 i prezzi dei prodotti di base sono cresciuti del 120% mentre quelli dei manufatti hanno registrato un aumento del 28%. Nell'anno terminante a marzo 1975, però, i prezzi dei prodotti primari hanno mostrato lievi variazioni, mentre quelli dei manufatti sono cresciuti di quasi il 30%. I paesi emergenti non produttori di petrolio si trovano di fronte ad una situazione difficile, da una parte per il più elevato costo del petrolio e per i prezzi crescenti dei prodotti industriali, e dall'altra per il declino nel prezzo dei loro prodotti di base. In effetti, con un incremento di circa \$40 miliardi nelle importazioni, che hanno raggiunto un valore globale di circa \$115 miliardi nel 1974, il loro disavanzo commerciale si è pressochè quintuplicato tra il 1973 e il 1974.

Le importazioni dei paesi dell'OPEC sono aumentate di due terzi, raggiungendo un valore globale di \$33 miliardi lo scorso anno, cionondimeno il loro avanzo commerciale è balzato a quasi \$90 miliardi.

Le importazioni dei paesi industriali sono cresciute di \$180 miliardi, e cioè di oltre il 40%: gli aumenti più sostanziali sono stati registrati da Stati Uniti (\$34 miliardi), Giappone (\$24 miliardi), Regno Unito e Francia (\$15 miliardi ognuno). Il disavanzo commerciale complessivo dei paesi industriali è cresciuto di \$44 miliardi raggiungendo \$68 miliardi: la variazione più sfavorevole è stata registrata dal Regno Unito, il cui disavanzo si è quasi raddoppiato, raggiungendo \$16 miliardi. La eccezione più rilevante è stata rappresentata dalla Germania, il cui avanzo è cresciuto di \$7 miliardi.

Il peggioramento nella posizione commerciale dei paesi industriali è imputabile allo sfavorevole spostamento nelle ragioni di scambio. In termini di volume, le loro esportazioni sono aumentate del 7%, la metà del 1973, mentre le importazioni, dopo un aumento del 13% l'anno precedente, sono rimaste invariate. Tali movimenti sono stati ampiamente controbilanciati dalle variazioni relative ai paesi in via di sviluppo: il volume delle loro importazioni è cresciuto del 22%, il doppio del 1973, mentre non si sono avute variazioni nel volume delle esportazioni, dopo un aumento dell'11% nel 1973.

Nel caso dei principali paesi industriali importatori netti di petrolio è stata sorprendente la misura in cui nel 1974 è avvenuto l'aggiustamento nel volume degli scambi commerciali: le importazioni complessive hanno presentato una leggera flessione a seguito delle recessioni interne, mentre le esportazioni hanno registrato



* Indice dei prezzi all'ingrosso (in moneta interna) di ogni paese diviso per la media ponderata degli indici dei prezzi all'ingrosso (in moneta interna) degli altri paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera.

un aumento del 9%. Tuttavia, come si rileva dal grafico che precede, nel primo trimestre del 1975 anche le ragioni di scambio hanno contribuito consistentemente al riaggiustamento delle bilance commerciali: ad eccezione del Giappone, per il quale all'inizio del 1975 i prezzi delle esportazioni sono diminuiti più di quelli delle importazioni, in tutti gli altri paesi (inclusi quelli le cui valute si sono deprezzate) si sono avuti una modesta inversione del movimento precedentemente sfavorevole delle ragioni di scambio nel corso del 1974 ed un chiaro miglioramento all'inizio del 1975. D'altra parte, il Canada - che precedentemente aveva tratto vantaggi dalla sua posizione di esportatore di prodotti primari e di esportatore netto di petrolio - ha registrato un deterioramento nelle ragioni di scambio rispetto alla metà del 1974.

Fino all'inizio del 1973 le variazioni nei tassi effettivi di cambio dei paesi industriali erano in generale accompagnate da movimenti paralleli nelle loro ragioni di scambio complessive e nel periodo 1970-73 sono servite da strumento per ristabilire ampi riallineamenti delle posizioni concorrenziali. Tale tendenza è stata sconvolta prima dal boom dei prezzi delle materie prime, poi dall'aumento del prezzo del petrolio. Tuttavia, nel corso del 1974 le variazioni del tasso effettivo di cambio non si

Volume delle esportazioni e delle importazioni, valori unitari relativi delle esportazioni di manufatti (in dollari SU) e domanda interna.

Paesi	Volume delle esportazioni			Valori unitari relativi delle esportazioni di manufatti ¹			Volume delle importazioni			Domanda reale interna		
	1973	1974		1972	1973	1974	1973	1974		1973	1974	
		anno	2° semestre					anno	2° semestre		anno	2° semestre ²
variazioni percentuali rispetto all'anno precedente												
Belgio-Lussemburgo	14	14	3	4	1	1	16	2	1	7	4	2
Canada . . .	8	1	0	6	11	2	15	12	11	8	7	5
Francia . . .	10	10	6	0	5	4	12	4	0	6	3	3
Germania . .	15	12	8	1	7	5	6	1	1	3	2	2
Giappone . .	5	17	22	4	3	7	28	2	8	12	3	3
Italia	4	8	1	1	3	3	13	1	7	7	1	1
Paesi Bassi .	12	7	6	1	4	14	12	1	2	4	0	2
Regno Unito .	13	5	4	1	7	1	14	1	1	6	1	1
Stati Uniti . .	24	8	4	7	9	1	5	1	1	5	2	3
Svezia	16	4	5	4	1	1	7	10	13	1	4	3
Svizzera . . .	20	4	0	4	6	3	6	1	5	3	1	4
Totale	14	8	6	(9) ³	(18) ³	(20) ³	12	1	1	6	1	2

¹ Indice dei valori unitari delle esportazioni (in termini di dollari SU) di ogni paese diviso per la media ponderata degli indici dei valori unitari delle esportazioni (in dollari SU) degli altri paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera. ² Dati parzialmente stimati. ³ Variazione effettiva nell'indice ponderato per tutti i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera.

sono sempre associate neppure a movimenti paralleli nelle ragioni di scambio dei manufatti, e quindi non necessariamente originavano aggiustamenti di breve durata nelle posizioni concorrenziali. Infatti, movimenti in senso contrario nei tassi relativi di inflazione interna talvolta hanno neutralizzato o più che neutralizzato le variazioni dei tassi di cambio. Questo può essere osservato nella relazione intercorrente nel 1974 tra i mutamenti nei tassi effettivi di cambio e quelli nei prezzi relativi all'ingrosso, espressi in monete nazionali. In Italia, ad esempio, i prezzi relativi all'ingrosso hanno mostrato un aumento del 16% tra l'ultimo trimestre del 1973 e il corrispondente trimestre del 1974, e il tasso effettivo di cambio si è deprezzato di un ammontare equivalente nello stesso periodo. Nel Regno Unito l'aumento nei prezzi relativi è arrivato al 6%, mentre il tasso effettivo di cambio è diminuito del 2%. Nell'altra direzione, sia nei Paesi Bassi sia in Germania i prezzi relativi hanno manifestato riduzioni del 5% circa, mentre l'apprezzamento effettivo è stato del 2%. Negli Stati Uniti, d'altra parte, i prezzi relativi sono aumentati del 2% circa, con un corrispondente apprezzamento effettivo.

Conclusioni pressochè analoghe possono essere tratte da un confronto delle variazioni nei prezzi relativi delle esportazioni di manufatti - che nel 1974 hanno rappresentato i tre quarti delle esportazioni globali dai paesi del Gruppo dei Dieci

e dalla Svizzera. Queste relazioni tra i prezzi, nonostante le loro limitazioni, forniscono una valida misura diretta delle variazioni nelle posizioni competitive. Come risulta dalla tabella, il paese che ha registrato il più forte miglioramento nella competitività su base annua (5%) è stata la Germania, sebbene vi sia stato un apprezzamento della moneta, mentre la competitività del Regno Unito si è leggermente indebolita, nonostante il deprezzamento sulla base degli scambi commerciali ponderati. Italia e Svizzera hanno mostrato un certo miglioramento che, però, per la prima si è associato ad un deprezzamento effettivo su base annua del 13% e per la seconda ad un apprezzamento del 7%. La posizione competitiva dei Paesi Bassi, per contro, è sensibilmente deteriorata, in quanto l'aumento relativamente ampio nei prezzi all'esportazione dei manufatti è stato accentuato dall'apprezzamento della valuta.

Gli avvenimenti del 1974 hanno nuovamente mostrato che i fattori ciclici, nel breve periodo, influiscono sul volume dei flussi commerciali più delle variazioni nei prezzi relativi. Ma lo scorso anno, in presenza di un indebolimento della domanda mondiale e di un irrigidimento generale del credito, le condizioni di pagamento hanno svolto probabilmente un ruolo importante, mentre nel recente passato, date le diffuse limitazioni di capacità produttiva, è stata principalmente la mera disponibilità dei beni ad avere importanza. I due aumenti più rilevanti nel volume delle esportazioni lo scorso anno sono stati registrati dal Giappone e dalla Germania (rispettivamente 17 e 12,5%) il che può essere chiaramente spiegato come conseguenza della politica delle imprese di quei paesi di indirizzare la produzione verso le esportazioni (che ha compreso, tra l'altro, la concessione di sostanziali facilitazioni creditizie) a fronte della riduzione del 3% circa della domanda interna in ambedue i paesi e del conseguente costituirsi di un eccesso di capacità produttiva. In realtà, la posizione competitiva del Giappone, misurata dai prezzi relativi delle esportazioni dei manufatti, lo scorso anno ha registrato, in media, un ulteriore deterioramento; mentre la Germania ha avuto un miglioramento nel 1974, che però è venuto dopo precedenti perdite di notevole entità. Gli Stati Uniti hanno conquistato una parte più ampia di mercato, a seguito della riduzione del 2,5% nella domanda interna, dopo la crescita del 5% registrata nel 1973, nonché di precedenti progressi nella competitività. La sola contrazione nel volume delle esportazioni (1,5%) è stata registrata dal Canada, nonostante i precedenti miglioramenti nella competitività, misurata dai valori unitari relativi delle esportazioni dei manufatti; la spiegazione di ciò consiste probabilmente sia nell'espansione della domanda interna, aumentata lo scorso anno del 7%, sia nelle vertenze sindacali che hanno influito sulle esportazioni e importazioni. Il minore incremento nel volume delle esportazioni (0,5%) è stato registrato dall'Unione Economica Belgio-Lussemburgo, ove l'aumento della domanda interna è arrivato al 4,5%. La Francia, d'altra parte, è riuscita a realizzare un incremento del volume delle esportazioni ben superiore alla media, nonostante un'espansione del 3,5% nella domanda interna.

Per quanto riguarda le importazioni, le variazioni in volume hanno mostrato una generale tendenza a seguire i movimenti della domanda in termini reali. Vi sono state, però, alcune eccezioni. Nel Regno Unito ad esempio, la domanda interna è diminuita, ma le importazioni sono aumentate marginalmente, mentre in Italia le importazioni hanno mostrato una lieve riduzione nonostante l'espansione della domanda interna.

Andamento delle transazioni invisibili.

Nel 1974 vi sono stati significativi mutamenti in tutte le principali categorie di transazioni invisibili.

I trasporti hanno naturalmente risentito in modo diretto dell'aumento dei costi dovuto al rincaro del petrolio, sebbene le rate dei noli marittimi abbiano reagito diversamente a questo impatto generale, secondo la particolare situazione di offerta/domanda. Pertanto nel 1974 sia le tariffe dei noleggi oceanici a tempo sia quelle per noli a viaggio per carichi secchi hanno presentato ingenti aumenti rispetto all'anno precedente. Ma le condizioni stazionarie e successivamente l'effettiva flessione delle esportazioni mondiali di petrolio hanno condotto ad una marcata riduzione nelle tariffe per le petroliere (addirittura della metà per quelle di tonnellaggio maggiore nel periodo dicembre 1973 - dicembre 1974), così che a volte i maggiori costi operativi non hanno potuto essere del tutto coperti con i proventi dei noli. I paesi hanno quindi risentito in modo diverso di questi movimenti divergenti delle tariffe, secondo la composizione delle loro flotte commerciali; un altro fattore che ha influenzato il saldo dei trasporti è stato rappresentato dai sostanziali spostamenti nei flussi di commercio. Questi sembra siano stati un elemento determinante nella riduzione a circa la metà, cioè a \$0,6 miliardi, del disavanzo della bilancia dei trasporti tedesca, tradizionalmente ampio dato che gli armatori tedeschi trattano in maggior misura traffici di esportazione che d'importazione. Viceversa nei Paesi Bassi l'aumento di \$0,5 miliardi nell'avanzo netto sembra essere derivato soprattutto dalla espansione nei proventi netti delle operazioni di bunkeraggio. Le variazioni negative di maggior rilievo hanno riguardato il Giappone, la Francia e il Regno Unito (\$0,9, 0,5 e 0,4 miliardi rispettivamente) per l'effetto congiunto di un andamento negativo nel commercio e nelle tariffe dei noli.

Sia il *turismo* sia le *rimesse dei privati* hanno risentito delle condizioni recessive presenti l'anno scorso nell'economia mondiale. Nel dopoguerra il turismo internazionale è stato, fra le principali industrie di esportazione, una di quelle a più rapida crescita, soprattutto in alcuni paesi dell'Europa occidentale. Nel 1974 tuttavia, si è registrato un ristagno pressochè generale nell'attività turistica. Persino in termini nominali e misurati in dollari SU, gli avanzi dei paesi tradizionalmente in attivo sono rimasti stazionari o si sono addirittura contratti; inversamente, i paesi deficitari hanno registrato una flessione negli esborsi netti o perlomeno una decelerazione del ritmo di espansione rispetto agli anni più recenti. Ad esempio per la Spagna, il paese con il più ampio avanzo per turismo, i proventi netti sono stati pari a \$2,8 miliardi, rimanendo praticamente stabili, dopo un aumento di \$0,6 miliardi del 1973. La Grecia, la Turchia e il Portogallo hanno risentito fortemente delle difficoltà addizionali causate dalle crisi politiche: le entrate nette dei primi due paesi sono ricadute ai livelli registrati nel 1972, mentre l'avanzo del Portogallo è stato uguale a quello registrato nel 1971. Due paesi a moneta forte hanno resistito meglio del previsto: i proventi netti dell'Austria sono diminuiti di appena \$0,2 miliardi portandosi a \$1,2 miliardi, mentre la Svizzera ha registrato un leggero incremento raggiungendo un totale di \$0,9 miliardi (in termini di franchi svizzeri tuttavia non si sono avute variazioni). Fra i paesi a moneta debole, sia l'Italia sia la Jugoslavia hanno presentato lievi aumenti nei proventi netti, raggiungendo un totale di \$1,8 e 0,7 miliardi rispettivamente.

Saldi delle partite invisibili.

Paesi	Anni	Tra-sporti ¹	Turismo	Redditi da investimenti		Rimesse di privati ²	Altre transazioni private	Transazioni governative ³	Totale
				Privati	Pub-blici				
milioni di dollari SU									
Austria	1972	- 30	+1.130	- 80		+ 40	- 90	+ 20	+ 990
	1973	- 40	+1.380	- 130		+ 60	- 140	+ 30	+ 1.160
	1974	- 60	+1.190	- 100		+ 60	- 130	+ 20	+ 990
Belgio-Lussemburgo . .	1972	+ 100	- 280	+ 170		+ 300	+ 10	- 190	+ 110
	1973	+ 60	- 430	+ 190		+ 420	+ 90	- 420	+ 90
	1974	+ 70	- 460	+ 310		+ 340	+ 10	- 370	- 100
Canada	1972	- 130	- 240	- 1.080		+ 230	- 840	- 260	- 2.320
	1973	- 170	- 300	- 1.340		+ 290	- 820	- 320	- 2.660
	1974	- 180	- 310	- 1.530		+ 520	- 1.030	- 430	- 2.960
Francia	1972	- 270	+ 350	+ 190		- 1.170	+ 720	- 830	- 1.010
	1973	- 390	+ 300	+ 400		- 1.700	+ 580	- 640	- 1.450
	1974	- 930	+ 270	+ 380		- 1.600	+ 800	- 1.020	- 2.100
Germania	1972	- 850	- 2.700	- 840	+ 1.170	- 3.110	- 1.200	+ 30	- 7.500
	1973	- 1.140	- 4.330	- 1.280	+ 1.870	- 4.100	- 1.630	- 110	- 10.720
	1974	- 580	- 4.780	- 2.130	+ 2.150	- 4.250	- 2.340	- 520	- 12.450
Giappone	1972	- 960	- 570	+ 370		- 140	- 1.380	+ 340	- 2.340
	1973	- 1.700	- 1.040	+ 490		- 100	- 1.950	+ 480	- 3.820
	1974	- 2.580	- 1.120	- 490		- 90	- 2.350	+ 450	- 6.180
Grecia	1972	+ 80	+ 300	- 60		+ 570	+ 40	0	+ 930
	1973	0	+ 400	- 60		+ 730	+ 60	+ 40	+ 1.170
	1974	+ 180	+ 310	- 100		+ 640	+ 40	+ 40	+ 1.110
Italia	1972	- 230	+ 1.550	- 80		+ 1.330	- 480	- 140	+ 1.950
	1973	- 310	+ 1.660	- 240		+ 1.440	- 660	- 440	+ 1.450
	1974	- 370	+ 1.780	- 780		+ 1.260	- 660	- 580	+ 660
Jugoslavia	1972	- 30	+ 220	- 160		+ 1.050	+ 70	0	+ 1.150
	1973	- 40	+ 590	- 180		+ 1.400	+ 20	0	+ 1.790
	1974	- 170	+ 650	- 180		+ 1.650	+ 80	0	+ 2.030
Paesi Bassi	1972	+ 770	- 130	+ 150		+ 70	+ 80	- 90	+ 850
	1973	+ 890	- 210	+ 360		+ 90	+ 160	+ 40	+ 1.330
	1974	+ 1.390	- 310	+ 400		+ 60	- 60	- 80	+ 1.400
Portogallo	1972	- 30	+ 260	+ 20		+ 880	- 40	0	+ 1.090
	1973	- 60	+ 320	+ 90		+ 1.110	- 180	0	+ 1.280
	1974		+ 190			+ 1.030			+ 1.130
Regno Unito	1972	+ 40	+ 50	+ 1.820	- 340	- 140	+ 2.100	- 1.410	+ 1.920
	1973	- 30	0	+ 3.160	- 480	- 250	+ 2.440	- 1.940	+ 2.900
	1974	- 410	+ 300	+ 3.760	- 840	- 230	+ 2.850	- 2.080	+ 3.350
Spagna	1972	- 10	+ 2.240	- 290	+ 110	+ 910	- 60	0	+ 2.900
	1973	- 50	+ 2.870	- 350	+ 260	+ 1.450	- 20	- 70	+ 4.090
	1974	- 100	+ 2.800	- 470	+ 570	+ 1.260	- 60	- 110	+ 3.890
Stati Uniti	1972	- 930	- 2.220	+ 6.410	- 1.890	- 1.050	+ 3.480	- 6.720	- 2.820
	1973	- 580	- 2.130	+ 8.300	- 3.010	- 1.250	+ 3.880	- 5.240	- 30
	1974	- 550	- 1.890	+ 12.920	- 3.240	- 1.080	+ 4.360	- 8.670	+ 1.850
Svezia	1972	- 60	- 500	- 30		- 70	- 110	- 180	- 950
	1973	- 60	- 520	0		- 100	- 180	- 210	- 1.070
	1974	- 290	- 510	+ 20		- 110	- 360	- 320	- 1.570
Svizzera	1972	- 310	+ 670	+ 1.040		- 840	+ 780	- 70	+ 1.270
	1973	- 420	+ 840	+ 1.500		- 1.130	+ 1.020	- 130	+ 1.680
	1974	- 560	+ 890	+ 1.890		- 1.310	+ 1.180	- 130	+ 1.960
Turchia	1972	- 50	+ 40	- 100		+ 740	- 160	+ 40	+ 510
	1973	- 90	+ 80	- 90		+ 1.180	- 80	+ 40	+ 1.040
	1974	- 230	+ 40	- 170		+ 1.430	+ 50	+ 50	+ 1.170

¹ Comprese le assicurazioni merci. ² Guadagni di lavoratori frontalieri o temporaneamente impiegati all'estero, rimesse di emigranti ed altri privati. ³ Esclusi i redditi da investimenti.

Nota: I dati sopra riportati, ad eccezione di quelli relativi al Belgio-Lussemburgo, alla Grecia, e al Portogallo, sono tratti dalla bilancia dei pagamenti economiche, con i movimenti mercantili su base f.o.b. (parzialmente stimata); i dati stessi escludono generalmente esportazioni ed importazioni temporanee in conto lavorazione e gli arbitraggi, che si considerano appartenere al commercio. Nel caso del Belgio-Lussemburgo e del Portogallo le cifre sono in parte basate su dati valutari; per la Grecia sono stati esclusivamente utilizzati i dati valutari. Ciò spiega l'esistenza di talune discrepanze fra i dati riportati in questa tabella e quelli contenuti nelle tabelle nazionali, che figurano nell'ultima parte del presente capitolo.

Nel Regno Unito il pareggio del 1973 si è trasformato in un avanzo di \$0,3 miliardi, in presenza di maggiori entrate da turisti stranieri congiunte ad un ristagno della spesa all'estero da parte dei residenti.

Fra i paesi che solitamente presentano disavanzi relativamente ampi, gli Stati Uniti hanno registrato una contrazione di \$0,2 miliardi del loro deficit che è così sceso a \$1,9 miliardi, mentre il disavanzo della Germania è stato di \$4,8 miliardi, con un aumento di circa il 10% rispetto al 1973, ma dell'80% sul livello del 1972. Nel corso dello stesso biennio il disavanzo del Giappone è raddoppiato, raggiungendo \$1,1 miliardi; di questo incremento la maggior parte si è verificata nel 1973.

Sotto la spinta della recessione, i flussi dei lavoratori emigranti, soprattutto in Europa occidentale, sono mutati considerevolmente. Le nuove immigrazioni nei paesi ospitanti sono rimaste stazionarie mentre i flussi di ritorno sono aumentati; di conseguenza i movimenti netti hanno segnato in genere un'inversione di tendenza. Sebbene si sia avuta una contrazione delle rimesse in termini reali, in molti casi questa non risultava in termini nominali, e in termini di dollari SU veniva annullata sia dall'inflazione sia dai movimenti nei tassi di cambio. Gli esborsi netti della Germania lo scorso anno sono stati pari a \$4,3 miliardi, con un ulteriore aumento di \$0,2 miliardi in aggiunta a quello di \$1 miliardo nel 1973. Anche in Svizzera il disavanzo è aumentato (fino a \$1,3 miliardi), tuttavia con un incremento minore rispetto a quello dell'anno precedente. Per contro, il disavanzo francese si è leggermente ridotto, passando a \$1,6, dopo un'espansione di \$0,5 miliardi nel 1973.

La Jugoslavia e la Turchia, i due paesi che hanno presentato le maggiori entrate dalle rimesse private, hanno ulteriormente accresciuto i loro introiti netti che hanno raggiunto un totale di \$1,6 miliardi e \$1,4 miliardi rispettivamente, segnando tuttavia incrementi ben minori rispetto al 1973. I ricavi netti dell'Italia e della Spagna si sono invece contratti di \$0,2 miliardi, giungendo a circa \$1,3 miliardi. Anche in Portogallo le entrate nette si sono contratte marginalmente, scendendo a \$1 miliardo.

Nel 1974 i saldi dei redditi da investimenti hanno risentito di un complesso di fattori. Il rincaro del petrolio ha avuto un effetto generalmente favorevole sui profitti delle società petrolifere internazionali, sebbene in parte neutralizzato da iniziative per la nazionalizzazione delle installazioni petrolifere da parte dei paesi esportatori, mentre l'onere degli interessi per operazioni di finanziamento di disavanzi dipendenti dal petrolio cominciava già ad avvertirsi in molti paesi. I più elevati saggi di interesse hanno prodotto un aumento nei flussi lordi di reddito relativi agli investimenti di portafoglio mentre, con un movimento in senso opposto, le forze recessive hanno in genere compresso i proventi degli investimenti diretti.

L'avanzo netto di \$0,5 miliardi relativo ai redditi da investimenti registrato dal Giappone nel 1973 si è trasformato in un disavanzo di quasi uguale ammontare, probabilmente in conseguenza della flessione nelle attività nette ufficiali durante il 1973 e dell'espansione nelle passività nette delle banche giapponesi lo scorso anno. In Germania il saldo del reddito da investimenti privati è peggiorato, con esborsi netti pari a \$2,1 miliardi, anche in conseguenza di una maggiore riscossione dei profitti da parte degli investitori esteri che in passato si erano astenuti dal farlo per motivi inerenti ai tassi di cambio. Tuttavia il reddito totale netto da investimenti ha continuato a segnare un piccolo avanzo, che in gran parte ha rispecchiato proventi dalle

attività nette verso l'estero della Bundesbank. In Italia il forte aumento dell'indebitamento verso l'estero del settore pubblico ha contribuito a far crescere di \$0,5 miliardi il disavanzo dei redditi da investimenti. Un peggioramento analogo è stato registrato dal disavanzo del settore pubblico del Regno Unito; tuttavia esso è stato compensato dall'espansione dell'eccedenza del settore privato, attribuibile in gran parte a minori esborsi, in seguito alla recessione nel settore industriale, soprattutto quello automobilistico, e ai più elevati proventi delle compagnie petrolifere britanniche. I maggiori proventi derivanti dal petrolio hanno anche contribuito in modo determinante all'aumento di \$4,6 miliardi nell'avanzo netto in conto redditi da investimenti privati degli Stati Uniti, che sono passati a \$12,9 miliardi.

Considerati in gruppo, i paesi elencati nella tabella a pagina 90 hanno presentato un avanzo nel reddito totale da investimenti di ben \$12,4 miliardi. Questa eccedenza è stata però largamente compensata da un disavanzo nelle *transazioni governative*, diverse dai redditi da investimenti (per la maggior parte costituite da trasferimenti unilaterali) per \$13,8 miliardi, risultanti soprattutto da esborsi netti degli Stati Uniti (per \$8,7 miliardi) e del Regno Unito (\$2,1 miliardi).

In alcuni paesi i saldi globali hanno presentato rilevanti variazioni; in particolare, il disavanzo tedesco ha raggiunto \$12,5 miliardi, contro \$10,7 miliardi nel 1973 e \$7,5 miliardi nel 1972. Un peggioramento anche maggiore è stato registrato lo scorso anno dal disavanzo del Giappone, che è stato pari a \$6,2 miliardi, contro \$3,8 e 2,3 miliardi rispettivamente nei due anni precedenti. Il disavanzo della Svezia è aumentato di \$0,5 miliardi, passando a \$1,6 miliardi, mentre l'avanzo dell'Italia si è contratto di \$0,8 miliardi. Hanno invece registrato cospicui miglioramenti il Regno Unito (\$0,5 miliardi) e soprattutto gli Stati Uniti che, nonostante esborsi speciali per l'India, Israele ed il Vietnam, per un totale di \$3,1 miliardi, hanno presentato un avanzo di \$1,9 miliardi nelle partite invisibili, contro quasi un pareggio nel 1973 e un disavanzo di \$2,8 miliardi nel 1972.

Pagamenti internazionali.

Le variazioni più importanti nella situazione della bilancia dei pagamenti dei paesi industriali sono sintetizzate nella tabella che segue. I confronti fra le tendenze sono effettuati in termini di dollari SU e, per quanto possibile, su base uniforme, sebbene variazioni nei tassi di cambio e ricorsi a nuove forme di finanziamento connesse in parte a disavanzi dei saldi petroliferi, hanno alterato la qualità e la comparabilità implicite delle statistiche. Ad esempio, una soddisfacente distinzione tra i flussi di capitale a breve e quelli a lungo termine attraverso le banche è diventata sempre più difficile e la rilevazione statistica delle variazioni nelle attività nette ufficiali non sempre rispecchia simmetrici trattamenti contabili. Ove possibile si è tentato di procedere con uniformità, in particolare escludendo le rettifiche di valutazione nelle posizioni "monetarie" derivanti dai movimenti dei tassi di cambio.

Le partite correnti degli Stati Uniti hanno registrato un disavanzo di \$4 miliardi, dopo un leggero avanzo nel 1973. Il saldo negativo è stato, però, inferiore alla metà di quello del 1972, nonostante l'impatto del prezzo del petrolio e gli speciali contributi (per un ammontare di \$3 miliardi) all'India, Israele e Sud Vietnam,

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 aree sviluppate
	miliardi di dollari SU								
Saldo commerciale⁵									
1972	+ 8,7	- 2,3	- 5,4	+ 1,0	- 7,0	+ 1,7	+ 9,0	+ 3,0	+ 7,7
1973	+ 6,5	- 2,4	- 8,5	- 4,4	+ 0,5	+ 2,3	+ 3,7	+ 4,5	+ 6,6
1974	- 4,7	- 5,2	- 16,2	- 26,1	- 5,9	+ 1,1	+ 1,4	- 0,6	- 30,1
Servizi e trasferimenti									
1972	- 3,0	+ 2,6	+ 6,6	+ 6,2	- 2,8	- 2,4	- 2,4	- 2,6	- 4,0
1973	- 5,5	+ 3,0	+ 9,5	+ 7,0	0	- 2,7	- 3,8	- 3,6	- 3,1
1974	- 7,8	+ 1,9	+ 8,8	+ 3,9	+ 1,9	- 3,0	- 6,1	- 4,3	- 7,6
Saldo corrente									
1972	+ 5,7	+ 0,3	+ 1,2	+ 7,2	- 9,8	- 0,7	+ 8,6	+ 0,4	+ 3,7
1973	+ 1,0	+ 0,6	+ 1,0	+ 2,6	+ 0,5	- 0,4	- 0,1	+ 0,9	+ 3,5
1974	- 12,5	- 3,3	- 6,4	- 22,2	- 4,0	- 1,9	- 4,7	- 4,9	- 37,7
Saldo conto capitale									
1972	- 0,6	+ 0,6	+ 1,9	+ 1,9	- 3,6	+ 0,2	- 1,9	+ 2,7	- 0,9
1973	+ 9,7	+ 1,6	+ 1,8	+ 13,1	- 5,0	+ 0,2	- 10,0	- 1,2	- 2,9
1974	+ 5,2	+ 5,0	+ 2,7	+ 12,9	- 2,1	+ 2,7	- 2,1	+ 2,3	+ 13,7
Saldo globale⁶									
1972	+ 5,1	+ 0,9	+ 3,1	+ 9,1	- 13,6	- 0,5	+ 4,7	+ 3,1	+ 2,8
1973	+ 10,7	+ 2,2	+ 2,8	+ 15,7	- 4,5	- 0,2	- 10,1	- 0,3	+ 0,6
1974	- 7,3	+ 1,7	- 3,7	- 9,3	- 6,1	+ 0,8	- 6,8	- 2,6	- 24,0
<i>di cui, variazioni in:</i>									
Posizione netta sull'estero delle banche⁷									
1972	- 1,1	0	- 0,5	- 1,6	- 2,5	- 0,7	+ 2,0	- 0,4	- 3,2
1973	- 0,3	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,8	+ 0,3	- 4,0	0	- 2,6
1974	- 0,1	+ 1,9	- 0,9	+ 0,8	+ 2,0	+ 0,8	- 8,2	- 0,1	- 4,7
Attività ufficiali nette									
1972 ⁸	+ 6,2	+ 0,9	+ 3,6	+ 10,7	- 11,1	+ 0,2	+ 2,7	+ 3,5	+ 6,0
1973	+ 11,0	+ 1,8	+ 2,8	+ 15,4	- 5,3	- 0,5	- 6,1	- 0,3	+ 3,2
1974	- 7,2	- 0,1	- 2,8	- 10,1	- 8,1	0	+ 1,4	- 2,5	- 19,3

¹ Nove paesi. ² Austria, Finlandia, Islanda, Norvegia, Svezia, Svizzera. ³ Grecia, Jugoslavia, Portogallo, Spagna, Turchia. ⁴ Australia, Nuova Zelanda, Sud Africa. ⁵ Calcolato su base f.o.b., in parte stime. ⁶ Pari a variazioni nelle partite monetarie, ove possibile sono stati esclusi guadagni o perdite di valutazione delle scorte. ⁷ Escluse transazioni a lungo termine ove i dati lo permettano. ⁸ Escluse, per facilitare il confronto, le assegnazioni di DSP.

dianzi menzionati. In effetti il saldo SU di parte corrente nei confronti di altri paesi industriali ha continuato a migliorare lo scorso anno ed ha registrato un avanzo di \$ 2 miliardi, con una variazione di \$ 12 miliardi rispetto al 1972.

La posizione degli altri paesi industriali, considerati globalmente, ha avuto una netta inversione verso il peggio, dato che la mutata posizione nei confronti degli Stati Uniti è stata aggravata dal rincaro del petrolio e delle materie prime; l'avanzo complessivo di parte corrente del 1972, pari a \$ 13,5 miliardi, si è ridotto a \$ 3 miliardi nel 1973 e si è trasformato in un disavanzo di circa \$ 34 miliardi lo scorso anno. Le partite correnti dei paesi CEE, lo scorso anno, sono passate in disavanzo per

\$12,5 miliardi da un avanzo di \$1 miliardo nel 1973. Mentre il saldo attivo della Germania è raddoppiato portandosi a \$9,4 miliardi, i disavanzi del Regno Unito, Italia e Francia si sono ampliati rispettivamente di \$6,3, 5,3 e 5,2 miliardi, portandosi a \$9,0, 7,8 e 5,9 miliardi. Gli avanzi dei Paesi Bassi e del Belgio, pur essendo leggermente diminuiti, sono stati ancora pari a \$1,6 e 0,9 miliardi. Sia in Danimarca che in Irlanda i disavanzi sono aumentati di \$0,5 miliardi, raggiungendo \$1 e 0,7 miliardi. Ad eccezione della Svizzera, il cui lieve avanzo non ha avuto variazioni, lo scorso anno tutti gli altri paesi dell'Europa occidentale hanno registrato disavanzi di parte corrente e quasi tutti un deterioramento rispetto al 1973. I più accentuati deterioramenti si sono avuti in Spagna, ove l'avanzo di \$0,6 miliardi conseguito nel 1973 ha fatto posto a un disavanzo di \$3,1 miliardi, e in Svezia ove con un'oscillazione di \$2,2 miliardi si è passati ad un disavanzo di \$1 miliardo.

Nonostante il vantaggio derivato al saldo commerciale canadese dal rincaro del petrolio, il disavanzo di parte corrente si è ampliato di \$1,5, portandosi a \$1,9 miliardi. In Giappone il disavanzo è stato di \$4,7 miliardi, a fronte di una situazione quasi in pareggio nel 1973. I tre paesi dell'emisfero australe (Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa) considerati globalmente, hanno avuto un'inversione di tendenza, passando da un avanzo di \$0,9 miliardi nel 1973 ad un disavanzo di quasi \$5 miliardi.

Nonostante l'enorme spostamento nei saldi di parte corrente dei paesi industriali il finanziamento dei disavanzi non ha presentato particolari difficoltà lo scorso anno. Ad eccezione degli Stati Uniti, essi hanno coperto quasi la metà del disavanzo complessivo di \$34 miliardi con afflussi netti di capitale, un quinto con l'indebitamento bancario a breve e un terzo con la riduzione delle attività nette ufficiali. Negli Stati Uniti, per contro, il disavanzo di parte corrente è stato accompagnato da deflussi netti di capitali attraverso i settori non bancario e bancario, per un ammontare di \$2 miliardi ciascuno, e il conseguente fabbisogno finanziario è stato interamente soddisfatto attraverso una riduzione di \$8 miliardi nelle attività ufficiali nette, inferiore, tuttavia, all'aumento delle passività nei confronti dei paesi dell'OPEC.

Un'indagine preliminare sugli avvenimenti del primo trimestre 1975 fa ritenere che si siano verificate variazioni significative nei saldi di parte corrente dei paesi industriali. Su base stagionalizzata e annuale, il disavanzo complessivo per il gruppo considerato globalmente pare essersi ridotto a circa \$20 miliardi dai \$38 miliardi nel 1974, rispecchiando, soprattutto una contrazione nel disavanzo con paesi esportatori di petrolio, ma anche un aumento nell'avanzo verso gli altri paesi emergenti. Il miglioramento tuttavia non sembra distribuito uniformemente. In effetti i quattro maggiori paesi - gli Stati Uniti, il Giappone, la Germania e la Francia - hanno probabilmente registrato un avanzo globale di parte corrente di circa \$15 miliardi, pur mostrando la sola Francia ancora un lieve disavanzo. Rispetto ai risultati del 1974 ciò rappresenta un miglioramento complessivo di circa \$20 miliardi, che si è ripartito tra Stati Uniti, Giappone e Francia, mentre si è avuta solo una leggera contrazione nell'avanzo tedesco. L'Italia e il Regno Unito hanno conseguito notevoli riduzioni nei loro disavanzi di parte corrente rispetto al 1974, mentre il saldo complessivo per i rimanenti paesi del Gruppo dei Dieci è rimasto pressochè invariato. Sarebbe perciò che il disavanzo dei paesi industriali minori nel primo trimestre del 1975 sia ulteriormente aumentato.

Sviluppi nei singoli paesi.

Stati Uniti. Nel 1974 la bilancia commerciale è peggiorata di \$6,4 miliardi, dando luogo ad un disavanzo di \$5,9 miliardi, peraltro inferiore di \$1,1 miliardi al disavanzo senza precedenti del 1972, nonostante un aumento di circa \$21 miliardi nel saldo petrolifero netto relativo al biennio. L'aumento delle esportazioni, che ha riguardato un gran numero di voci, ha raggiunto lo scorso anno un totale di \$26,8 miliardi, mentre quello delle importazioni è stato di \$33,2 miliardi. Oltre al petrolio, l'incremento più consistente nelle importazioni nette ha riguardato i metalli (\$2,5 miliardi), mentre si è avuto un saldo positivo nel settore dei beni strumentali (\$6,4 miliardi), dei prodotti alimentari (\$1,9 miliardi) e chimici (\$1,8 miliardi). Sebbene il dollaro abbia registrato un effettivo apprezzamento di circa il 2% nel 1974 rispetto all'anno precedente, la posizione concorrenziale degli Stati Uniti si è rafforzata grazie ad un deprezzamento del tasso di cambio del 13,5% tra la prima metà del 1971 e la media del 1974. Essendovi stato un miglioramento per \$1,5 miliardi nel saldo delle

Stati Uniti: Bilancia dei pagamenti.¹

Voci	1973	Anno	1974				1975 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari							
Merci (f.o.b)							
Esportazioni	70.275	97.080	22.210	23.925	24.730	26.215	26.820
Importazioni	69.805	102.960	22.385	25.595	27.205	27.775	25.480
Saldo commerciale	+ 470	- 5.880	- 175	- 1.670	- 2.475	- 1.560	+ 1.340
Altre partite correnti ²	- 20	+ 5.000	+ 2.050	+ 385	+ 1.225	+ 1.340	.
Saldo partite correnti	+ 450	- 880	+ 1.875	- 1.285	- 1.250	- 220	.
Capitali a lungo termine							
Governo SU ³	- 1.535	- 2.100	- 660	- 235	- 220	- 985	.
Settore privato	+ 80	- 7.600	+ 505	- 1.040	- 2.405	- 4.660	.
Totale	- 1.475	- 9.700	- 155	- 1.275	- 2.625	- 5.645	.
Saldo di base	- 1.025	- 10.580	+ 1.720	- 2.560	- 3.875	- 5.865	.
Capitali a breve	- 1.175	- 750	- 1.540	+ 80	+ 790	- 80	.
Errori ed omissioni	- 2.305	+ 5.195	+ 1.305	+ 1.460	+ 940	+ 1.590	.
Saldo globale	- 4.505	- 6.135	+ 1.485	- 1.020	- 2.245	- 4.355	.
<i>di cui, variazioni in:</i>							
Posizione netta a breve sull'estero delle banche	+ 795	+ 1.935	+ 435	+ 3.500	- 1.925	- 75	.
Attività ufficiali nette ³	- 5.300	- 8.070	+ 1.050	- 4.520	- 320	- 4.280	- 2.805
<i>Per notizia:</i>							
<i>Variazioni nelle passività verso istituzioni ufficiali straniere</i>	5.100	9.500	- 800	4.900	1.300	4.100	.
<i>di cui:</i>							
OPEC	400	9.700	1.000	2.400	3.900	2.400	.
Altri	4.700	- 200	- 1.800	2.500	- 2.600	1.700	.

¹ Depurata dei fattori stagionali. ² Dai dati del 1974 sono state escluse speciali transazioni con India, Israele e Vietnam del Sud, ammontanti a \$ 3,1 miliardi. ³ Escluse le rettifiche di valutazione.

partite invisibili (dopo aver escluso dalla bilancia dei pagamenti del 1974 speciali transazioni con India, Israele e Vietnam del Sud) il disavanzo delle partite correnti è stato di \$0,9 miliardi, in gran parte accumulato nei mesi centrali dell'anno, mentre nel 1973 si era avuto un avanzo di \$0,5 miliardi.

Un peggioramento ancor più marcato si è avuto nel saldo dei movimenti di capitali privati a lungo termine, che hanno registrato un deflusso netto di \$7,6 miliardi, rispetto ad un piccolo afflusso netto nel 1973. L'abolizione, a fine gennaio 1974, dei controlli sui deflussi di capitali, la più facile disponibilità di fondi negli Stati Uniti rispetto ad altri mercati nazionali e le condizioni depresse del mercato azionario, sono tutti fattori che hanno contribuito all'inversione di tendenza. Gli acquisti esteri di titoli azionari americani, ad esempio, sono diminuiti di \$2,3 miliardi, mentre gli investimenti diretti americani all'estero hanno segnato un aumento di \$1,9 miliardi. Il saldo della bilancia di base ha pertanto registrato un disavanzo di \$10,6 miliardi, rispetto ad uno di \$1 miliardo nel 1973.

Tuttavia, il disavanzo globale — ad esclusione dei movimenti bancari a breve — è stato di soli \$6,1 miliardi (con un aumento di \$1,6 miliardi rispetto al 1973) poiché la voce errori ed omissioni è passata da esborsi netti per \$2,3 miliardi nel 1973 ad afflussi netti per \$5,2 miliardi lo scorso anno. Questo avanzo senza precedenti probabilmente rispecchia in larga misura afflussi ancora non identificati connessi al petrolio, derivanti sia da sfasamenti nelle transazioni commerciali e nei pagamenti, sia da movimenti a più lungo termine. Può darsi vi sia anche stato un certo riflusso di fondi non identificati fuorusciti in connessione con la crisi del dollaro all'inizio del 1973.

Nel corso dell'anno le banche statunitensi hanno svolto un ruolo importante nel riciclaggio di fondi dalle aree in avanzo a quelle in disavanzo: in particolare, le passività a breve verso l'estero sono aumentate di \$15,7 miliardi e i prestiti corrispondenti sono cresciuti di \$17,7 miliardi. Il saldo della bilancia dei pagamenti sulla base delle riserve ufficiali ha presentato un disavanzo di \$8,1 miliardi, con un aumento di \$2,8 miliardi rispetto al 1973. Peraltro l'aumento registrato lo scorso anno nelle passività ufficiali degli Stati Uniti ha riflesso in modo preponderante un'accumulazione desiderata di attività da parte dei paesi esportatori di petrolio.

Nel primo trimestre del 1975 la bilancia commerciale ha presentato un avanzo di \$1,3 miliardi, il primo dall'ultimo trimestre del 1973, con un mutamento di \$2,9 miliardi rispetto alla posizione di disavanzo del trimestre ottobre-dicembre 1974; le esportazioni sono leggermente aumentate, mentre le importazioni si sono ridotte dell'8%. In termini di quantità, le esportazioni sono rimaste pressochè invariate, mentre le importazioni si sono contratte del 10%. La flessione è attribuibile per due quinti (\$0,9 miliardi) alle importazioni di petrolio; anche le importazioni di beni di consumo si sono ridotte, mentre sono rimaste invariate quelle di beni strumentali.

Canada. La domanda interna relativamente ben sostenuta, unitamente a vertenze sindacali, ha agito sfavorevolmente sul saldo del commercio estero del Canada. Pertanto, nonostante che il saldo attivo per il petrolio e il gas naturale sia passato da \$1 a 1,5 miliardi, l'avanzo commerciale complessivo è sceso da \$2,2 miliardi nel 1973 a \$1 miliardo nel 1974. Il valore globale delle esportazioni è aumentato di \$7 miliardi (cioè il 27%) soprattutto per i maggiori introiti relativi alle fonti di energia, al grano e alla carta, ma le importazioni hanno avuto un incremento di \$8,2 miliardi,

Canada: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1972	1973	1974	1973		1974	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
milioni di dollari canadesi							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	20.220	25.500	32.490	12.330	13.170	15.605	16.885
Importazioni	18.575	23.270	31.470	11.300	11.970	14.790	16.680
Saldo commerciale	+ 1.645	+ 2.230	+ 1.020	+ 1.030	+ 1.200	+ 815	+ 205
Servizi e trasferimenti.	- 2.300	- 2.655	- 2.895	- 1.510	- 1.145	- 1.625	- 1.270
Saldo partite correnti	- 655	- 425	- 1.875	- 480	+ 55	- 810	- 1.065
Capitali a lungo termine	+ 1.760	+ 660	+ 945	+ 475	+ 185	+ 450	+ 495
Saldo di base.	+ 1.105	+ 235	- 930	- 5	+ 240	- 360	- 570
Capitali a breve termine e errori ed omissioni.	- 1.640	- 440	+ 1.745	- 350	- 90	+ 1.255	+ 490
Saldo globale	- 535 ¹	- 205	+ 815	- 355	+ 150	+ 895	- 80
<i>di cui, variazioni in:</i>							
Posizione netta a breve sull'estero delle banche	- 755	+ 260	+ 790	- 165	+ 425	+ 545	+ 245
Attività ufficiali nette ²	+ 220 ²	- 465	+ 25	- 190	- 275	+ 350	- 325

¹ Escluse le rettifiche di valutazione. ² Per facilitare il confronto, sono state escluse le assegnazioni di DSP per \$ can. 117 milioni.

e cioè del 35%. Con il forte aumento delle importazioni e le esportazioni praticamente stazionarie, il deficit commerciale per il settore automobilistico ha raggiunto \$1,7 miliardi, raddoppiando quasi quello del 1973. Importazioni sensibilmente accresciute si sono inoltre registrate per l'acciaio, lo zucchero e i prodotti chimici. Il consueto disavanzo delle partite invisibili è aumentato di altri \$0,2 miliardi, così che il saldo di parte corrente ha mostrato un disavanzo di \$1,9 miliardi e cioè di \$1,5 miliardi superiore a quello del 1973.

Essendo la politica fiscale divenuta più stimolante, la distensione della situazione monetaria, dall'estate in poi, è stata attuata con una certa cautela, così che l'andamento dei saggi di interesse ha rappresentato un incentivo per afflussi netti di capitale sia a lungo che a breve termine, in particolare dagli Stati Uniti. Questo fenomeno, insieme all'abbandono di fatto delle direttive sull'indebitamento introdotte nel 1970, ha contribuito lo scorso anno all'aumento di \$2,5 miliardi negli afflussi netti di capitale, che ha più che compensato il deterioramento della parte corrente. L'avanzo nella bilancia globale ha trovato contropartita nel miglioramento della posizione a breve sull'estero delle banche, che ha rispecchiato l'effetto combinato dei più ampi divari creatisi fra i saggi di interesse sull'eurodollaro e i saggi canadesi sui depositi a termine, non immediatamente adeguatisi, e l'abolizione delle restrizioni alla concessione di crediti all'estero da parte delle banche canadesi, nel gennaio 1974, poco dopo la rimozione dei controlli nei deflussi di capitali negli Stati Uniti. Nel corso dell'anno ci sono state poche variazioni sia nelle attività monetarie ufficiali nette, sia nel tasso di cambio effettivo.

Giappone. Il 1974 è stato un anno di grossi mutamenti per la bilancia dei pagamenti, all'inizio per gli aumentati prezzi del petrolio, ma successivamente per la recessione interna, che si è accompagnata ad una politica monetaria persistentemente restrittiva. Le transazioni commerciali depurate dei fattori stagionali sono passate da un avanzo medio trimestrale di \$1,1 miliardi nel periodo gennaio-settembre 1973 ad un disavanzo medio trimestrale di \$0,5 miliardi nei primi sei mesi dello scorso anno. Nel terzo e quarto trimestre si sono avuti di nuovo avanzi, rispettivamente di \$0,7 e 1,5 miliardi. Escludendo l'aumento della spesa netta per il petrolio, il saldo attivo commerciale nel secondo semestre del 1974 è salito a circa \$10 miliardi pari al 4% circa del prodotto nazionale lordo. Il passaggio a una situazione di avanzo è stato un riflesso sia del sensibile aumento delle esportazioni, sia di una stagnazione nelle importazioni dopo i forti incrementi registrati nel periodo gennaio-giugno.

Nell'intero anno il valore delle esportazioni è aumentato di \$18,2 miliardi, mentre quello delle importazioni di \$20,5 miliardi, di cui due terzi sono rappresentati dall'incremento della spesa per il petrolio. Essendosi ulteriormente deteriorate le partite invisibili, la parte corrente ha registrato un disavanzo di \$4,7 miliardi, dopo essere stata pressochè in pareggio l'anno precedente.

Questo deterioramento, però, è stato più che neutralizzato da una forte contrazione dei deflussi netti di capitali, ridotti a \$2,1 miliardi dalla cifra senza precedenti di \$10 miliardi raggiunta nel 1973, così che il disavanzo della bilancia globale è diminuito di \$3,2 miliardi, arrestandosi a \$6,8 miliardi. La riduzione dei deflussi ha riguardato soprattutto i capitali a lungo termine e la voce errori ed omissioni.

Giappone: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1973	Anno	1974				1975 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
milioni di dollari SU							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	36.285	54.480	10.095	13.475	14.690	16.230	12.960
Importazioni	32.575	53.045	11.945	14.320	13.165	13.615	12.150
Saldo commerciale	+ 3.690	+ 1.435	- 1.850	- 845	+ 1.515	+ 2.615	+ 810
Servizi e trasferimenti	- 3.825	- 6.130	- 1.440	- 1.560	- 1.650	- 1.480	- 1.610
Saldo partite correnti	- 135	- 4.695	- 3.290	- 2.405	- 135	+ 1.135	- 800
Capitali a lungo termine	- 9.750	- 3.880	- 1.590	- 1.015	- 550	- 725	+ 135
Saldo di base	- 9.885	- 8.575	- 4.880	- 3.420	- 685	+ 410	- 665
Capitali a breve e errori ed omissioni	- 190	+ 1.735	+ 740	+ 355	+ 85	+ 555	- 25
Saldo globale	-10.075	- 6.840	- 4.140	- 3.065	- 600	+ 965	- 690
di cui, variazioni in:							
Posizione netta a breve sull'estero delle banche	- 3.975	- 8.200	- 4.365	- 4.130	- 375	+ 670	- 1.295
Attività ufficiali nette*	- 6.100	+ 1.360	+ 225	+ 1.065	- 225	+ 295	+ 605

* Escluse le rettifiche di valutazione.

Quest'ultima, soprattutto a causa degli sfasamenti nei tempi di pagamento, è stata praticamente nulla lo scorso anno, mentre nel 1973 si era verificato un deflusso netto di \$2,6 miliardi. La contrazione nei deflussi di capitali a lungo termine è stata determinata prevalentemente da una diminuzione nei prestiti a non residenti (\$1,1 miliardi, a fronte di \$3 miliardi nel 1973), da minori acquisti di titoli esteri (\$0,1 miliardi a fronte di \$1,8 miliardi) e da un afflusso di capitali dai paesi esportatori di petrolio, che può essere calcolato intorno a \$1 miliardo circa. Queste variazioni sono avvenute sotto l'influenza non solo di condizioni monetarie restrittive, ma anche di misure prese al volgere del 1973-74 per incoraggiare gli afflussi di capitali e scoraggiarne i deflussi. Per ragioni pressochè analoghe gli afflussi bancari netti a breve termine (considerati come voci sotto la linea) sono aumentati di \$4,2 miliardi, raggiungendo l'ammontare di \$8,2 miliardi.

Su base depurata dei fattori stagionali l'ecedenza commerciale è ancora aumentata nel primo trimestre di quest'anno, raggiungendo \$2 miliardi; essendosi l'esborso netto in conto partite invisibili mantenuto intorno ad una media mensile di \$0,5 miliardi, l'avanzo di parte corrente è stato di \$0,4 miliardi, rispetto ad un saldo approssimativamente nullo, nel periodo ottobre-dicembre 1974. In seguito a fattori stagionali avversi, il saldo di parte corrente non depurato della stagionalità si è deteriorato, chiudendo con un disavanzo di \$0,8 miliardi; poichè gli afflussi complessivi netti di capitali sono stati pari a \$0,1 miliardi, il saldo globale ha registrato un deficit di \$0,7 miliardi, che nel corrispondente periodo dello scorso anno era stato di \$4,1 miliardi.

Regno Unito. Il Regno Unito è stato l'unico, fra i principali paesi industriali, a registrare, l'anno scorso, un deterioramento del saldo commerciale superiore all'aumento del suo saldo petrolifero. La bilancia commerciale ha presentato un disavanzo di £5,3 miliardi, più che doppio rispetto all'anno precedente. Le esportazioni sono aumentate di circa il 35 %, ma le importazioni hanno segnato una crescita superiore al 50 %. L'avanzo nelle partite invisibili è stato appena superiore a £1,4 miliardi, contro £1,2 miliardi nel 1973; di conseguenza il disavanzo delle partite correnti è passato da £1,1 miliardi nel 1973 a £3,8 miliardi, di cui circa un decimo si ritiene sia da attribuire alle importazioni connesse allo sfruttamento dei giacimenti di petrolio nel Mar del Nord.

I trasferimenti di capitali derivanti dall'applicazione delle clausole di garanzia previste dagli Accordi sui saldi in sterline sono ammontati a £75 milioni. Questi accordi non sono stati rinnovati alla fine del 1974.

Il totale degli afflussi netti di capitali, ivi incluse le transazioni non identificate, è stato di £2,7 miliardi, con un aumento di £1,3 miliardi rispetto al 1973. I deflussi netti di capitali ufficiali a lungo termine sono stati pressochè uguali al 1973 (£0,2 miliardi). L'indebitamento netto in valuta estera del settore pubblico è ammontato a £1,3 miliardi, con un aumento di £0,2 miliardi rispetto al 1973; in entrambi gli anni nove decimi di questi afflussi erano coperti da garanzie valutarie ufficiali. La cifra per il 1974 non comprende un primo prelievo, effettuato nel quarto trimestre dell'anno, per £0,6 (\$1,5) miliardi su una facilitazione creditizia in eurovaluta per \$2,5 miliardi predisposta per conto del governo all'inizio del 1974 e trattata qui come una voce

compensativa. Lo scorso anno la partita bilanciante è aumentata nettamente, dando luogo a un avanzo di £1,1 miliardi, in seguito all'effetto congiunto degli afflussi di capitali, della stretta finanziaria che ha colpito le società del Regno Unito e del gonfiamento della spesa per importazioni. L'afflusso netto di investimenti privati e di altri capitali identificati è stato di £0,4 miliardi, con appena un leggero aumento rispetto all'anno precedente, ma all'interno di questo totale si sono avuti mutamenti significativi. Un'espansione degli investimenti esteri nel settore privato britannico, congiunta ad un calo negli investimenti privati netti del Regno Unito all'estero, ha dato luogo ad un saldo totale di quasi £0,5 miliardi, che è stato però neutralizzato quasi per intero da un aumento dei deflussi netti derivanti da crediti identificati alle esportazioni e alle importazioni.

Nel primo trimestre di quest'anno le esportazioni e le importazioni, sulla base di dati depurati della stagionalità, sono state rispettivamente del 13% superiori e del 5% inferiori a quelle degli ultimi tre mesi del 1974. Di conseguenza il disavanzo commerciale si è ridotto da £1,5 miliardi a £0,7 miliardi, sicchè, essendo rimasti pressochè invariati i proventi netti dalle partite invisibili, il disavanzo di parte corrente è stato di appena £0,3 miliardi, contro £1,1 miliardi del trimestre precedente. Questi dati tuttavia possono, in una certa misura, sopravvalutare il miglioramento della

Regno Unito: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1972	1973	1974	1973		1974	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
milioni di sterline							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	9.145	11.510	15.590	5.505	6.005	7.400	8.190
Importazioni	9.830	13.810	20.850	6.405	7.405	10.155	10.695
Saldo commerciale	- 685	- 2.300	- 5.260	- 900	- 1.400	- 2.755	- 2.505
Servizi e trasferimenti.							
Servizi e trasferimenti	+ 765	+ 1.185	+ 1.435	+ 350	+ 835	+ 705	+ 730
Saldo partite correnti	+ 80	- 1.115	- 3.825	- 550	- 565	- 2.050	- 1.775
Trasferimenti di capitali							
Trasferimenti di capitali	-	- 60	- 75	- 55	- 5	- 30	- 45
Movimenti di capitali							
Ufficiali a lungo termine	- 140	- 180	- 195	- 75	- 105	- 60	- 135
Indebitamento del settore pubblico RU all'estero	0	+ 1.100	+ 1.260	+ 380	+ 720	+ 845	+ 415
Altri movimenti identificati	- 105	+ 320	+ 475	+ 300	+ 20	+ 720	- 245
Partita bilanciante	- 675	+ 175	+ 1.145	+ 200	- 25	+ 345	+ 800
Totale	- 920	+ 1.415	+ 2.685	+ 805	+ 610	+ 1.950	+ 835
Saldo globale	- 840	+ 240	- 1.215	+ 200	+ 40	- 230	- 985
<i>di cui, variazioni in:</i>							
Attività ufficiali nette	- 1.170*	+ 210	- 565	+ 445	- 235	+ 70	- 635
Altre partite monetarie nette	+ 330	+ 30	- 650	- 245	+ 275	- 300	- 350

* Per facilitare il confronto, è stata esclusa l'assegnazione di DSP per £124 milioni.

posizione delle partite correnti britannica perchè le transazioni commerciali – soprattutto quelle relative alle importazioni – hanno risentito dello sciopero dei portuali di Londra e del blocco di alcuni porti da parte dei pescatori in marzo.

Germania. Gli eventi più rilevanti nel 1974 sono stati: il raddoppiamento della eccedenza di parte corrente – che ha raggiunto DM 24,2 miliardi – e l'agevole finanziamento di tale avanzo attraverso deflussi di capitali privati a breve e a lungo termine, così che il saldo globale ha manifestato un'eccedenza di DM 7,8 miliardi, a fronte di quello di DM 31,6 miliardi del 1973. Invero, considerata la consistente espansione delle attività nette a breve del sistema bancario, il saldo dei movimenti nelle riserve ufficiali ha registrato un deficit di DM 1,9 miliardi, a fronte di un saldo attivo di DM 26,4 miliardi dell'anno precedente, con un apprezzamento medio effettivo del marco tedesco su base annua del 4,5%. Il disavanzo strutturale delle partite invisibili è ulteriormente cresciuto, raggiungendo DM 32,2 miliardi. E' notevole, soprattutto considerato l'aumento di DM 15,6 miliardi nel saldo petrolifero, il fatto che l'avanzo commerciale sia aumentato di DM 16,4 miliardi, toccando la cifra mai prima raggiunta di DM 56,3 miliardi.

La flessione congiunturale in Germania ha preceduto quella dei suoi principali concorrenti, così che l'espansione delle sue esportazioni è stata più accentuata all'inizio dell'anno quando la domanda mondiale era ancora sostenuta. Con l'indebolirsi della domanda interna le importazioni diverse da quelle di petrolio hanno avuto solo un moderato aumento in valore (14%) e in volume sono diminuite, mentre le imprese si

Germania: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1971	1972	1973	1974	1974	1975
					1° trimestre	
milioni di marchi tedeschi						
Merci (f.o.b.)						
Esportazioni	136.020	148.705	178.040	229.850	54.535	53.015
Importazioni	112.750	122.320	138.150	173.535	39.805	40.335
Saldo commerciale	+23.270	+26.385	+39.890	+56.315	+14.730	+12.680
Servizi e trasferimenti	-20.190	-23.910	-28.395	-32.165	-7.330	-6.985
Saldo partite correnti	+3.080	+2.475	+11.495	+24.150	+7.400	+5.695
Capitali a lungo termine	+6.295	+15.545	+12.440	-5.745	-710	-3.400
Saldo di base	+9.375	+18.020	+23.935	+18.405	+6.690	+2.285
Capitali a breve	+3.150	-3.115	+5.425	-10.015	-9.205	+2.135
Errori ed omissioni	+2.660	+1.205	+2.220	-565	+2.530	+1.655
Saldo globale	+15.185	+16.110	+31.580	+7.825	+15	+6.075
<i>di cui, variazioni in:</i>						
Posizione netta a breve sull'estero delle banche	-1.175	+420	+5.150	+9.730	+525	+1.075
Attività ufficiali nette*	+16.360	+15.690	+26.430	-1.905	-510	+5.000

* Per facilitare il confronto nel 1971 e 1972 sono state escluse le assegnazioni di DSP rispettivamente per DM 627 e 620 milioni, nonché le rettifiche di valutazione.

sono particolarmente adoperate per indirizzare la produzione verso l'esportazione. In tale contesto i crediti commerciali del settore delle imprese hanno originato deflussi netti per DM 12,9 miliardi contro un afflusso netto di DM 4,6 miliardi nel 1973.

Questa enorme inversione è stata agevolata in principal modo da una progressiva riduzione dei saggi di interesse sul mercato interno a breve termine, e in certa misura anche da una flessione, nel secondo semestre, dei rendimenti a lungo termine sul mercato interno rispetto a quelli esteri, laddove le aspettative di un ulteriore rafforzamento del marco tedesco non sono riuscite, nel complesso, ad avere una funzione neutralizzante. Per l'anno nel suo complesso tutte le principali voci dei movimenti di capitali privati si sono considerevolmente spostate verso il deficit, ad eccezione degli investimenti diretti, che hanno registrato afflussi netti discretamente più elevati, ammontanti a DM 1,5 miliardi, in parte a seguito dei collocamenti dei paesi dell'OPEC. Le transazioni in valori mobiliari hanno originato uscite nette per DM 4,2 miliardi, a fronte di introiti netti per DM 6,4 miliardi nel 1973, come conseguenza in primo luogo delle vendite nette da parte di non residenti di titoli tedeschi, ma anche di un orientamento verso acquisti netti di titoli esteri da parte di residenti. Per quanto riguarda i "prestiti e crediti" le passività sono aumentate di solo DM 1 miliardo (a fronte di DM 3,9 miliardi dell'anno precedente), mentre le attività sono cresciute di DM 2,8 miliardi dopo essere diminuite nel 1973 di DM 4,1 miliardi. Di conseguenza, nonostante una contrazione del saldo negativo nelle transazioni ufficiali a lungo termine, si è avuto un deflusso nel conto capitale a lungo termine di DM 5,7 miliardi a fronte di un afflusso netto di DM 12,4 miliardi nel 1973. Questa inversione è stata superiore all'aumento nell'avanzo di parte corrente, così che il saldo di base ha chiuso con un avanzo di DM 18,4 miliardi e cioè di DM 5,5 miliardi inferiore a quello dell'anno precedente.

Nel primo trimestre del 1975 le esportazioni sono state leggermente inferiori e le importazioni marginalmente più elevate di quelle nel corrispondente periodo dello scorso anno, così che l'avanzo commerciale si è ridotto di DM 2,1 scendendo a DM 12,7 miliardi. Essendosi avute lievi variazioni negli esborsi netti nelle partite invisibili, il saldo di parte corrente ha mostrato una contrazione quasi identica per DM 5,7 miliardi. Gli afflussi netti di capitali sono stati di DM 0,4 miliardi, poiché gli afflussi a breve termine e quelli non identificati hanno più che compensato i deflussi a lungo termine. L'avanzo globale è stato di DM 6,1 miliardi e si è ampiamente riflesso in un aumento nelle attività nette ufficiali, che ha contribuito a contenere l'apprezzamento effettivo del marco tedesco nel corso del trimestre al di sotto dell'1%.

Francia. Il saldo delle transazioni commerciali è passato da un'eccedenza di fr.fr. 3,4 miliardi nel 1973 ad un disavanzo di fr.fr. 18,6 miliardi nello scorso anno. Il deterioramento si è prodotto principalmente nel primo semestre, sotto l'effetto congiunto del rincaro del petrolio e della relativa sostenutezza della domanda interna. Nel secondo semestre le transazioni commerciali hanno risentito del rapido spostamento verso una situazione di ristagno. Secondo i dati di fonte doganale le importazioni totali (c.i.f.) hanno segnato un aumento per l'intero anno di fr.fr. 88 miliardi, pari ad oltre il 50%; circa il 40% di tale incremento deriva dalla maggiore spesa per

il petrolio. Le esportazioni hanno continuato ad espandersi in modo molto soddisfacente, registrando un aumento di fr.fr. 61 miliardi, cioè di quasi il 40%; l'incremento maggiore va attribuito ai prodotti semilavorati (fr.fr. 32 miliardi, ovvero più della metà). La tendenza ad una diversificazione dei mercati, costituente un obiettivo ufficiale, ha continuato a manifestarsi con una rapida espansione delle vendite ai paesi dell'area petrolifera, al "Terzo Mondo" e ai paesi europei non facenti parte della CEE.

In conseguenza di un ulteriore aumento di fr.fr. 3,1 miliardi negli esborsi netti a fronte delle partite invisibili, il disavanzo corrente ha raggiunto l'ammontare di fr.fr. 28,2 miliardi, contro i fr.fr. 3 miliardi del 1973.

Nella consueta presentazione dei conti con l'estero le uscite nette di capitali a lungo termine hanno segnato l'importo di fr.fr. 2,3 miliardi. Per contro, le entrate nette di capitali a breve al di fuori del sistema bancario sono ammontate a fr.fr. 19,2 miliardi, per cui il saldo complessivo si presenta con un disavanzo di fr.fr. 11,2 miliardi, rispetto a quello di fr.fr. 3,7 miliardi registrato nel 1973. Tuttavia queste distinzioni convenzionali non palesano la facilità con cui sono state di fatto finanziate le partite correnti. Ad esempio, su incitamento delle autorità, il settore delle imprese private ha contratto prestiti su base *roll-over* per fr.fr. 4,3 miliardi tramite il sistema

Francia: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1972	1973	1974	1973		1974	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
milioni di franchi francesi							
Merci (f.o.b.)							
Esportazioni	131.890	159.410	219.360 ¹	78.505	80.905	107.750 ¹	111.610 ¹
Importazioni	125.370	155.970	239.000 ¹	75.655	80.315	120.500 ¹	117.500 ¹
Saldo commerciale	+ 6.520	+ 3.440	-18.640	+ 2.850	+ 590	-12.750	- 5.890
Servizi e trasferimenti	- 5.065	- 6.445	- 9.555	- 2.670	- 3.775	- 4.110	- 5.445
Saldo partite correnti	+ 1.455	- 3.005	-28.195	+ 180	- 3.185	-16.860	-11.335
Capitali a lungo termine							
Ufficiali	- 235	- 1.110	- 2.350	- 740	- 370	- 545	- 1.805
Privati non bancari	+ 540	- 930	+ 7.970	+ 260	- 1.190	+ 3.720	+ 4.250
Banche	- 3.660	- 7.725	- 7.875	- 2.185	- 5.540	- 4.140	- 3.735
Totale	- 3.355	- 9.765	- 2.255	- 2.665	- 7.100	- 965	- 1.290
Saldo di base	- 1.900	-12.770	-30.450	- 2.485	-10.285	-17.825	-12.625
Capitali a breve e errori ed omissioni	+ 3.100	+ 9.110	+19.205	+ 4.770	+ 4.340	+11.085	+ 8.120
Saldo globale	+ 1.200 ²	- 3.660	-11.245	+ 2.285	- 5.945	- 6.740	- 4.505
<i>di cui, variazioni in:</i>							
Posizione netta a breve sull'estero delle banche	- 6.855	+ 3.790	- 9.195	- 310	+ 4.100	- 3.615	- 5.580
Attività ufficiali nette	+ 8.055 ²	- 7.450	- 2.050	+ 2.595	-10.045	- 3.125	+ 1.075

¹ Parzialmente stimati. ² Per facilitare il confronto, sono state escluse le assegnazioni di DSP per fr. fr. 883 milioni.

bancario francese; da un punto di vista concettuale questi afflussi di fondi sono assimilabili più ai capitali a lungo termine che a quelli a breve e possono essere in effetti attribuiti al settore non bancario; questo solo fatto trasformerebbe il disavanzo di fr.fr. 2,3 miliardi nei movimenti di capitale a lungo termine in un'eccedenza di fr.fr. 2 miliardi.

Inoltre, nella posta capitali a lungo termine vengono inclusi prestiti a non residenti concessi da banche francesi per fr.fr. 7 miliardi - prestiti che rappresentano una specie di trasformazione di scadenza e che sono di fatto la diretta contropartita dell'aumento negli impegni bancari a breve. Alla luce di tali aggiustamenti il saldo effettivo dei movimenti di capitale a lungo termine segnerebbe un afflusso netto di fr.fr. 9 miliardi. Unitamente alle entrate di capitali a breve del settore non bancario pari a fr.fr. 19,2 miliardi, il saldo globale sarebbe quindi approssimativamente pari a zero, avendo come contropartita un incremento nelle attività nette a breve delle banche di circa fr.fr. 2,1 miliardi ed una flessione corrispondente nelle riserve nette ufficiali pari a meno di un terzo di quella registrata nel 1973.

Nel primo trimestre del 1975 è continuato il miglioramento delle partite correnti francesi. Sulla base di dati destagionalizzati, la bilancia commerciale è tornata ad un saldo positivo di fr.fr. 0,7 miliardi, ma i pagamenti netti per le partite invisibili sono saliti da fr.fr. 0,6 a 1,8 miliardi. Di conseguenza il disavanzo di parte corrente di fr.fr. 1,1 miliardi è stato appena la metà di quello registrato nell'ultimo trimestre del 1974.

Italia. Lo scorso anno il disavanzo delle partite correnti è passato a lire 5.100 miliardi contro lire 1.500 miliardi nel 1973 e si è andato costituendo, per due terzi, nel primo semestre dell'anno. La flessione della domanda interna ha dato luogo ad un chiaro miglioramento nel secondo semestre, con il passaggio del saldo commerciale non petrolifero a un avanzo di lire 200 miliardi da un disavanzo di lire 1.200 miliardi nel periodo gennaio-giugno.

Per l'intero anno l'aumento delle esportazioni è stato di lire 6.500 miliardi (50%), con un andamento particolarmente positivo nei settori dei semilavorati e dei beni strumentali. La crescita totale delle importazioni è stata di lire 9.700 miliardi (65%) di cui quasi la metà è consistita in importazioni di petrolio; le altre importazioni sono aumentate del 40% contro il 15% circa del 1973, con una crescita nelle importazioni di materie prime e di semilavorati più rapida dell'anno precedente, ma con una netta decelerazione nell'aumento di quelle di beni di consumo. L'avanzo netto delle transazioni invisibili si è di nuovo contratto, passando a lire 430 miliardi.

Calcolato secondo i criteri convenzionali, il disavanzo globale è passato da lire 200 miliardi a lire 3.600 miliardi, con un deterioramento pressappoco uguale a quello delle partite correnti. Il totale dei movimenti di capitali, inclusa la voce errori ed omissioni, ha registrato un afflusso netto di lire 1.500 miliardi con un aumento di lire 200 miliardi rispetto al 1973. L'indebitamento compensativo del settore pubblico, pari a circa lire 2.600 miliardi nel 1973, è stato di sole lire 1.300 miliardi l'anno scorso. Per converso, i movimenti di capitali privati sono passati da deflussi netti per circa lire 1.300 miliardi nel 1973 ad afflussi netti per lire 200 miliardi in seguito all'introduzione del deposito obbligatorio all'importazione e di una severa politica monetaria

Italia: Bilancia dei pagamenti.

Voci	1972	1973	1974	1973		1974	
				1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
miliardi di lire							
Merchi (f.o.b.)							
Esportazioni	10.755	12.870	19.405	5.555	7.315	8.560	10.845
Importazioni	10.725	15.185	24.905	6.630	8.555	11.655	13.250
Saldo commerciale	+ 30	- 2.315	- 5.500	- 1.075	- 1.240	- 3.095	- 2.405
Servizi e trasferimenti	+ 1.135	+ 840	+ 430	+ 235	+ 605	- 75	+ 505
Saldo partite correnti	+ 1.165	- 1.475	- 5.070	- 840	- 635	- 3.170	- 1.900
Movimenti di capitali Identificati							
Indebitamento compensativo del settore pubblico	+ 350	+ 2.570	+ 1.325	+ 555	+ 2.015	+ 1.345	- 20
Altri movimenti	- 1.920	- 835	+ 265	- 640	- 195	- 975	+ 1.240
Totale	- 1.570	+ 1.735	+ 1.590	- 85	+ 1.820	+ 370	+ 1.220
Errori ed omissioni	- 345	- 470	- 110	+ 10	- 480	- 150	+ 40
Saldo conto capitali	- 1.915	+ 1.265	+ 1.480	- 75	+ 1.340	+ 220	+ 1.260
Saldo globale ¹	- 750	- 210	- 3.590	- 915	+ 705	- 2.950	- 640
di cui, variazioni in:							
Posizione netta sull'estero delle banche	- 255	- 30	- 475	- 370	+ 340	- 1.040	+ 565
Attività ufficiali nette	- 495 ²	- 125	- 2.995	- 485	+ 360	- 1.815	- 1.180
Rettifiche di valutazione	0	- 55	- 120	- 60	+ 5	- 95	- 25

¹ Escluse le rettifiche di valutazione. ² Per facilitare il confronto, sono state escluse le assegnazioni di DSP per lire 86 miliardi.

all'interno. Nel secondo semestre del 1974, divenendo difficile il ricorso all'euromercato, sono praticamente cessati i tentativi di mantenere invariate le riserve lorde tramite l'indebitamento compensativo degli enti pubblici su ispirazione delle autorità. Il finanziamento necessario è quindi stato ottenuto soprattutto mediante un incremento diretto delle passività a medio e lungo termine delle autorità monetarie, che nel 1974 è stato di lire 3,600 miliardi e ha portato di fatto il totale degli afflussi netti compensativi del settore pubblico a lire 5,000 miliardi, contribuendo in tal modo a contenere il deprezzamento effettivo della lira.

Il miglioramento della posizione verso l'estero è continuato nel primo trimestre del 1975; le importazioni sono state inferiori del 4% e le esportazioni superiori del 28% al corrispondente periodo dell'anno precedente; di conseguenza, il disavanzo nelle partite visibili (f.o.b./c.i.f.) si è ridotto da lire 1.955 miliardi a lire 605 miliardi, mentre quello nel saldo globale ha segnato una contrazione da lire 1.340 a 110 miliardi. La migliorata situazione si è rispecchiata anche nel rimborso anticipato, nel periodo gennaio-aprile 1975, di debiti del settore pubblico per l'importo di lire 240 miliardi.

Unione Economica Belgio-Lussemburgo. Lo scorso anno il totale degli esborsi netti di capitale non ha presentato mutamenti di rilievo rispetto al 1973. Di conseguenza, la flessione di circa fr.belgi 8,2 miliardi nell'avanzo di parte corrente si è riflessa sull'avanzo globale, sceso a fr.belgi 24,6 miliardi. Sembra però che l'incidenza degli sfasamenti temporali nella ripartizione fra transazioni correnti e in conto capitale sia stata notevole. I dati valutati mostrano una contrazione dell'avanzo commerciale da fr.belgi 48 a 36 miliardi, mentre i dati doganali su base rettificata f.o.b. indicano un mutamento da un avanzo di fr.belgi 52 miliardi a un disavanzo di fr.belgi 4 miliardi, con un peggioramento che corrisponde pressappoco all'aumento del saldo petrolifero. Vi è stato un marcato deterioramento nel saldo commerciale con i Paesi Bassi, la Germania e gli Stati Uniti, in parte compensato però da una migliorata posizione nei confronti del Regno Unito, dei paesi dell'Est europeo e del Sud America.

I deflussi netti di capitali registrati sono ammontati a fr.belgi 12,2 miliardi, con un aumento di fr.belgi 0,5 miliardi rispetto al 1973. Ad un incremento di fr.belgi 6,5 miliardi nell'afflusso netto di investimenti diretti si è accompagnata una flessione per fr.belgi 9,1 miliardi nei deflussi netti relativi a operazioni in titoli, soprattutto in conseguenza della debolezza del mercato internazionale dei titoli. Tuttavia, altri flussi di capitali identificati e la voce errori ed omissioni hanno presentato un deterioramento di quasi fr.belgi 17 miliardi, in larga misura probabilmente risultato di un riflusso all'estero dei fondi speculativi entrati nel 1973.

Paesi Bassi. Sebbene lo scorso anno i Paesi Bassi siano divenuti esportatori netti di energia in termini di calorie, il conto energetico ha presentato un disavanzo di circa fiorini 2 miliardi, superando di fiorini 1,7 miliardi quello del 1973, dato che l'aumento del prezzo di esportazione del metano è stato molto inferiore a quello delle importazioni di petrolio. L'avanzo commerciale globale si è tuttavia contratto di soli fiorini 1,5 miliardi, passando a fiorini 0,8 miliardi, con un aumento delle importazioni e delle esportazioni del 40% e del 35% rispettivamente. I proventi netti dalle partite invisibili - pari a fiorini 3,5 miliardi - sono rimasti pressochè invariati rispetto al 1973. Di conseguenza l'avanzo delle partite correnti è stato di fiorini 4,3 miliardi, contro fiorini 5,6 miliardi nel 1973.

Questa flessione relativamente modesta nell'avanzo delle partite correnti è stata però ampiamente compensata da una contrazione nei deflussi netti di capitali, sicchè l'avanzo globale è quasi raddoppiato passando a fiorini 2 miliardi. Gli afflussi netti delle banche sono ammontati a circa fiorini 0,7 miliardi. Di conseguenza le attività ufficiali nette sono aumentate di fiorini 2,7 miliardi assieme ad un continuo apprezzamento di fatto del fiorino nel corso dell'anno.

La flessione per fiorini 2,2 miliardi nei deflussi netti di capitale è il risultato di movimenti fortemente divergenti nelle principali categorie di operazioni. Da un lato, per esempio, l'avanzo di fiorini 0,2 miliardi negli investimenti diretti registrato nel 1973 ha ceduto il passo ad un disavanzo di fiorini 1,6 miliardi in seguito ad una forte espansione degli investimenti olandesi all'estero. Dall'altro, anzitutto 1) il saldo negativo delle transazioni in titoli si è contratto di fiorini 2 miliardi, passando a fiorini 0,7 miliardi, anche per effetto dell'abolizione, alla fine di gennaio 1974, del

Altri paesi CEE: Bilance dei pagamenti.

Paesi e anni	Merci (f. o. b.)			Servizi e trasferimenti	Saldo partite correnti	Movimenti di capitali ¹	Saldo globale	di cui, variazioni in:	
	Esportazioni	Importazioni	Saldo					Posizione netta sull'estero delle banche	Attività ufficiali nette ²
Unione Economica Belgio-Lussemburgo ³ (miliardi di franchi)									
1972	586,5	540,1	+ 46,4	+ 4,8	+ 51,2	- 30,7	+ 20,5	- 5,9	+ 26,4
1973	732,8	684,5	+ 48,3	- 3,3	+ 45,0	- 11,7	+ 33,3	- 3,1	+ 36,4
1974	982,8	947,3	+ 35,5	- 1,3	+ 36,8	- 12,2	+ 24,6	+ 17,1	+ 7,5
Danimarca (milioni di corone)									
1972	30.445	33.450	- 3.005	+ 2.605	- 400	+ 1.570	+ 1.170	+ 540	+ 630
1973	37.260	44.565	- 7.305	+ 4.360	- 2.945	+ 4.990	+ 2.045	- 715	+ 2.760
1974	46.775	57.765	- 10.990	+ 4.915	- 6.075	+ 5.285	- 790	+ 1.820	- 2.610
Irlanda (milioni di sterline)									
1972	635	825 ⁴	- 190	+ 135	- 55	+ 15	- 40	- 85	+ 45
1973	855	1.125 ⁴	- 270	+ 190	- 80	+ 110	+ 30	+ 25	+ 5
1974	1.120	1.670 ⁴	- 550	+ 250	- 300	+ 360	+ 60	0	+ 60
Paesi Bassi (milioni di fiorini)									
1972	50.550	48.945	+ 1.605	+ 2.545	+ 4.150	- 1.940	+ 2.210	- 550 ⁵	+ 2.760
1973	61.875	59.580	+ 2.295	+ 3.315	+ 5.610	- 4.545	+ 1.065	- 975 ⁵	+ 2.040
1974	83.345	82.545	+ 800	+ 3.540	+ 4.340	- 2.390	+ 1.950	- 715 ⁵	+ 2.665

¹ Inclusi errori ed omissioni. ² Escluse, per facilitare il confronto, le assegnazioni di DSP nel 1972. ³ Bilancia dei pagamenti basata parzialmente su dati valutari; esportazioni e importazioni parzialmente c.i.f. ⁴ Importazioni c.i.f. ⁵ Escluse le transazioni a lungo termine.

”circuito chiuso obbligazionario”, in seguito alla quale i non residenti hanno potuto acquistare di nuovo titoli olandesi, incoraggiati dai rendimenti relativamente elevati e dalle buone prospettive sul corso della moneta, mentre le incertezze circa l'andamento dei mercati internazionali portavano ad una netta flessione nell'acquisto di titoli esteri da parte di residenti; inoltre, 2) il saldo in conto prestiti e crediti a lungo termine è passato da un disavanzo di fiorini 1,0 miliardi nel 1973 ad un avanzo di fiorini 0,7 miliardi; infine 3) afflussi netti di capitali a breve termine (compresi errori ed omissioni, ma escluse le operazioni delle banche) sono stati pari a fiorini 0,6 miliardi, cioè fiorini 0,5 miliardi più del 1973.

Danimarca. Nel 1974 il disavanzo di parte corrente è aumentato di cor. dan. 3,1 miliardi passando a cor. dan. 6,1 miliardi; questo aumento tuttavia rappresenta appena il 50% circa del costo addizionale delle importazioni energetiche. Tale disavanzo si è formato in gran parte nel primo semestre dell'anno.

Le esportazioni sono aumentate del 25% in valore e del 7% in quantità. Quanto alle importazioni, l'espansione del 30% è stata più che dovuta ad un aumento nei

valori unitari, poichè in termini di quantità si è avuta una flessione del 6% dipendente dal rapido rallentamento della domanda interna, dalle maggiori imposte sulle vendite applicate in maggio su un gran numero di beni di consumo non alimentari e dallo smorzarsi dell'impennata delle importazioni, che si era verificata nel 1973, in seguito alla estinzione di una soprattassa sulle importazioni all'inizio dell'anno. Il disavanzo in conto merci, pertanto, è passato da cor.dan. 7,3 miliardi nel 1973 a cor.dan. 11 miliardi nel 1974. L'avanzo netto delle partite invisibili è aumentato lo scorso anno di cor.dan. 0,6 raggiungendo 4,9 miliardi, soprattutto grazie ai maggiori proventi derivanti dai noli.

L'orientamento restrittivo della politica monetaria ha contribuito al finanziamento del disavanzo delle partite correnti. Le importazioni nette di capitali privati sono ammontate a cor.dan. 4,8 miliardi e i prestiti del settore pubblico hanno dato luogo ad un afflusso netto di cor.dan. 0,5 miliardi. Pertanto il saldo globale si è chiuso con un disavanzo di cor.dan. 0,8 miliardi. Ad esso hanno fatto riscontro una espansione delle attività nette delle banche ed una maggiore flessione nelle riserve ufficiali nette che ha impedito qualsiasi deprezzamento della corona nel corso dell'anno; in effetti, il miglioramento delle partite correnti verso la fine del 1974 è coinciso con un apprezzamento della moneta.

Il miglioramento della bilancia commerciale è continuato nel primo trimestre del 1975 quando il disavanzo delle partite visibili (f.o.b./c.i.f.) è stato pari a cor.dan. 1,9 miliardi contro cor.dan. 4,8 miliardi nel corrispondente periodo dell'anno scorso. Le importazioni sono diminuite del 16% e le esportazioni sono cresciute del 4%.

Irlanda. Nel 1974 il disavanzo commerciale si è ulteriormente ampliato raggiungendo £550 milioni, contro £270 milioni nel 1973 e £190 milioni nel 1972. Mentre nel 1973 il deterioramento era attribuibile a variazioni in termini di quantità, l'anno scorso esso è derivato da uno spostamento negativo della ragione di scambio, dovuto in gran parte all'aumento del costo del petrolio, ma anche a un improvviso ribasso nei prezzi del bestiame. All'incremento del costo netto delle importazioni di petrolio e suoi derivati è imputabile circa la metà del deterioramento del saldo delle partite visibili. In seguito alla flessione nell'attività economica interna, le importazioni hanno registrato un leggero calo in quantità, sebbene vi sia stata una certa ricostituzione delle scorte nella prima parte del 1974 come conseguenza del *boom* dell'anno precedente. Tuttavia l'aumento in valore è stato di quasi la metà. Le esportazioni sono aumentate in valore di quasi un terzo, con un incremento del 16% per i prodotti agricoli e del 43% per i prodotti industriali. Poichè i proventi netti dalle partite invisibili ammontavano a £250 milioni - £60 milioni in più rispetto al 1973, soprattutto in seguito a maggiori trasferimenti netti dalla CEE - il disavanzo di parte corrente è stato di £300 milioni, contro £80 milioni di un anno prima.

Ciononostante, l'avanzo globale è raddoppiato lo scorso anno, raggiungendo £60 milioni, in seguito al triplicarsi dell'afflusso netto di capitali pari a £360 milioni. Gli afflussi netti di capitali privati sono cresciuti di £90 milioni, però il grosso dell'aumento ha rappresentato prestiti a lungo termine contratti dal governo (+£130 milioni) e dal resto del settore pubblico (+£45 milioni).

Altri paesi europei.

Austria. Nonostante un incremento di circa scellini 9 miliardi della spesa netta per il petrolio ed una espansione abbastanza consistente nella domanda reale interna, il disavanzo commerciale dell'Austria nel 1974 si è ridotto di scellini 0,9 scendendo a 32,7 miliardi.

Le esportazioni di merci hanno registrato un incremento di quasi un terzo in valore e del 13% in volume, ove i prodotti semilavorati e chimici hanno realizzato risultati particolarmente positivi. Fattori determinanti sono stati: una certa vivacità nella domanda da parte dei tradizionali mercati dell'est europeo e il forte potenziamento delle esportazioni verso i paesi produttori di petrolio e altri paesi emergenti. Le esportazioni verso i paesi della CEE hanno rappresentato circa la metà dell'aumento globale. Le importazioni sono cresciute del 22% in valore e del 4% in volume. A seguito, in parte, della solidità dello scellino nel 1974 non si è avuto in media quasi nessun deterioramento delle ragioni di scambio, anzi, su base dicembre-dicembre si è realizzato un miglioramento di oltre il 5%.

Le entrate nette identificate delle partite invisibili hanno avuto una riduzione di scellini 3,2 miliardi, controbilanciata parzialmente da un miglioramento di scellini 0,9 milioni negli errori ed omissioni, che è da ritenere comprendano principalmente transazioni non registrate delle partite correnti. Inclusa questa voce il disavanzo di parte corrente è stato pari a scellini 5,9 miliardi, cioè di scellini 1,5 miliardi superiore al 1973.

Un'ampia inversione si è verificata nell'andamento dei capitali a lungo termine ove un deflusso netto di scellini 3,8 miliardi nel 1973 ha ceduto il posto ad un afflusso netto di scellini 7,4 miliardi lo scorso anno. Si è avuta un'importante variazione nel settore pubblico che, dopo aver rimborsato i debiti verso l'estero ammontanti a scellini 0,7 miliardi nel 1973, lo scorso anno ha contratto mutui per circa scellini 3 miliardi.

Austria e Svizzera: Bilance dei pagamenti.

Paesi e anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Partite correnti	Movimenti di capitali	Saldo globale	di cui, variazioni in:	
	Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo					Posizione netta sull'estero delle banche	Attività ufficiali nette
Austria (milioni di scellini)									
1972 . .	95.910	126.200	-30.290	+26.400	+ 455 ¹	+2.000	+2.455	-5.590 ²	+8.045 ³
1973 . .	114.960	148.480	-33.520	+26.595	-4.400 ¹	- 265	-4.665	- 880 ²	-3.785 ³
1974 . .	155.980	188.650	-32.670	+23.360	-5.905 ¹	+6.930	+1.025	-4.945 ²	+5.970 ³
Svizzera (milioni di franchi)									
1972 . .	26.190	32.370	- 6.180	+ 7.020	+ 840	- 925 ¹	- 85	- 140 ²	+ 55 ³
1973 . .	29.950	36.590	- 6.640	+ 7.530	+ 890	+1.140 ¹	+2.030	- 370 ²	+2.400 ³
1974 . .	35.350	42.930	- 7.580	+ 8.340	+ 760	+2.420 ¹	+3.180	+2.960 ²	+ 220 ³

¹ Inclusi errori ed omissioni. ² Escluse variazioni nelle posizioni a lungo termine. ³ Escluse le rettifiche di valutazione e, nel 1972, l'assegnazione di DSP per scellini 708 milioni. ⁴ Inclusi i conti fiduciari. ⁵ Inclusi i dollari ricevuti dalle banche sotto forma di swaps, con esclusione di quelli ridepositati.

Gli afflussi netti di capitali sono stati di scellini 6,9 miliardi, a fronte di un leggero deflusso netto nel 1973, così che il saldo globale si è spostato verso un avanzo di scellini 1 miliardo da un disavanzo di scellini 4,7 miliardi nel 1973.

Nel primo trimestre del 1975 il disavanzo commerciale è sceso a scellini 9,1 miliardi a fronte di scellini 10,6 miliardi nel periodo corrispondente dello scorso anno. Le importazioni si sono contratte del 4% mentre le esportazioni si sono mantenute invariate.

Svizzera. Nel complesso, la posizione di parte corrente della Svizzera ha registrato variazioni di scarso rilievo rispetto all'anno precedente. Il consueto disavanzo commerciale si è ampliato di fr. sv. 0,9 miliardi raggiungendo fr. sv. 7,6 miliardi, ma tale incremento è stato considerevolmente inferiore a quello del saldo petrolifero, che ha toccato fr. sv. 1,6 miliardi circa. D'altra parte, le entrate nette delle partite invisibili sono aumentate di fr. sv. 0,8 miliardi raggiungendo fr. sv. 8,3 miliardi. La caduta della domanda interna e il rafforzamento del franco svizzero hanno mantenuto la crescita delle importazioni in termini di valore entro moderate proporzioni; in particolare, le importazioni di beni di investimento e di consumo sono aumentate solo del 5% in valore, mentre sono diminuite del 3% in volume. Lo sviluppo delle esportazioni è stato, nel complesso, soddisfacente; c'è stato un graduale rallentamento con il passare dell'anno, ma le esportazioni di prodotti chimici e meccanici hanno tenuto in termini di valore. Tuttavia diversi esportatori hanno incontrato serie difficoltà a causa del forte apprezzamento del franco svizzero tra il novembre 1974 e il marzo 1975 e della recessione in altri paesi. Nei primi tre mesi del 1975 le esportazioni sono state inferiori del 7% in valore e del 14% in volume a quelle del periodo gennaio-marzo 1974; le importazioni però sono diminuite di un ammontare superiore (quasi del 17% sia in valore che in volume) così che il divario commerciale si è ridotto ad un importo di fr. sv. 1,2 miliardi, metà di quello registrato nel periodo corrispondente dello scorso anno.

Le informazioni sui movimenti di capitale sono scarse. Il franco svizzero è stato sottoposto a pressioni, soprattutto nel secondo semestre dell'anno, da un complesso di fattori tra cui la restrizione del credito all'interno, la diversificazione delle riserve da parte dei paesi esportatori di petrolio, la copertura di forti posizioni speculative allo scoperto e, più in generale, le consuete considerazioni di sicurezza. L'espansione della posizione netta attiva sull'estero delle banche è stata di circa fr. sv. 3 miliardi (dopo aver eliminato le operazioni di riporto di fine anno con la banca centrale) e, come risultato della fluttuazione quasi "pulita" del franco, le attività ufficiali nette sono aumentate di soli fr. sv. 0,2 miliardi. Tenendo conto dell'avanzo di parte corrente di fr. sv. 0,8 miliardi, vi è stato un afflusso netto di capitali, al di fuori delle banche, di fr. sv. 2,4 miliardi. I movimenti globali di capitali (compresi i flussi bancari) hanno quindi dato luogo ad un deflusso netto di fr. sv. 0,5 miliardi.

Finlandia. Lo scorso anno il disavanzo delle partite correnti è aumentato da MF 1,5 miliardi nel 1973 a MF 4,5 miliardi, rappresentando circa il 6% del prodotto nazionale lordo. Dato che i proventi netti delle partite invisibili sono rimasti pressochè invariati, il peggioramento di MF 3 miliardi è in gran parte conseguenza degli scambi commerciali. Le importazioni sono aumentate in valore di oltre il 50% e

le esportazioni di circa il 40%. In media, tra il 1973 e il 1974, le ragioni di scambio sono peggiorate solo in misura marginale nonostante il rincaro dei prezzi del petrolio. In quantità, le importazioni sono cresciute del 7%, presentando un'elasticità rispetto alla domanda interna vicina all'unità, mentre le esportazioni sono rimaste stagnanti soprattutto in seguito alla recessione nell'attività edilizia all'estero, ma anche in conseguenza di limitazioni di capacità produttiva nelle industrie della carta e metallurgiche, le cui vendite all'estero hanno registrato cospicui aumenti dei valori unitari.

Dato il progressivo rincaro del credito interno rispetto ad altri paesi, gli afflussi di capitali hanno finanziato per due terzi il disavanzo di parte corrente. Gli afflussi netti a lungo termine sono ammontati a MF 0,9 miliardi, contro MF 0,4 miliardi nel 1973, mentre le importazioni nette di capitali a breve, soprattutto nella forma di crediti commerciali, sono ammontate a MF 2,1 miliardi contro appena MF 0,3 miliardi nel 1973. Il disavanzo globale è quindi ammontato a MF 1,5 miliardi, cioè circa il doppio di quello registrato l'anno precedente, ed è stato coperto in parti uguali da riduzioni nella posizione netta verso l'estero della Banca di Finlandia e delle banche commerciali cui si è aggiunto un piccolo apprezzamento effettivo del marco nel 1974.

Nel primo trimestre del 1975, il saldo della bilancia commerciale ha presentato un brusco deterioramento. Rispetto al corrispondente periodo dell'anno scorso le importazioni sono salite del 30% e le esportazioni dell'11% e il disavanzo è risultato di MF 2,3 miliardi, cioè doppio rispetto a quello del trimestre gennaio-marzo 1974. Per contenere il disavanzo, verso la fine di marzo è stato istituito un deposito obbligatorio sulle importazioni.

Islanda. L'effetto congiunto di un'espansione della domanda interna relativamente forte, del rincaro dei prezzi del petrolio e di una flessione della pesca ha causato il passaggio delle partite correnti da una posizione di avanzo di \$15 milioni nel 1973 a un disavanzo di \$135 milioni l'anno scorso. Ciò è avvenuto nonostante l'introduzione di un deposito obbligatorio sulle importazioni in maggio e una svalutazione del 17% della corona rispetto al dollaro SU in agosto. Le importazioni sono aumentate di due terzi in valore e di circa il 10% in termini di quantità. Le esportazioni si sono accresciute del 40% in valore, segnando però una contrazione dell'8% in quantità.

Nonostante la variazione di \$75 milioni nei movimenti di capitali, che hanno presentato afflussi netti per \$65 milioni, le attività monetarie nette si sono contratte di \$70 milioni, contro un aumento di \$5 milioni nel 1973.

Norvegia. Sebbene lo scorso anno il disavanzo delle partite correnti sia passato a cor.norv. 5,6 miliardi contro cor.norv. 2 miliardi nel 1973, il suo finanziamento non ha presentato particolari difficoltà senza dubbio grazie anche alle favorevoli ripercussioni sulle partite correnti che presumibilmente deriveranno in futuro dalle esportazioni di petrolio. Di conseguenza, il saldo globale ha ancora segnato un avanzo di cor.norv. 1,3 miliardi, con una diminuzione di circa 0,5 miliardi rispetto al 1973.

Il deterioramento delle partite correnti è stato in gran parte attribuibile all'aumento del saldo petrolifero (circa cor.norv. 1,5 miliardi) e delle importazioni nette

dipendenti direttamente da attività connesse allo sfruttamento del petrolio (circa cor.norv. 1,2 miliardi). Il commercio di navi ha assunto un andamento più favorevole, ed il disavanzo di cor.norv. 0,7 miliardi nel 1973 ha ceduto il passo ad un avanzo di cor.norv. 1,1 miliardi. Ad esclusione delle navi, le importazioni di merci sono aumentate di quasi il 40% in valore e dell'11% in termini di quantità. Quest'ultimo aumento è stato pressochè uguale a quello del 1973, nonostante l'espansione relativamente forte della domanda interna reale nello scorso anno. Le esportazioni di merci diverse dalle navi si sono contratte leggermente in quantità, ma sono aumentate del 30% in valore. In media, nel 1974 le ragioni di scambio per le merci, ad esclusione delle navi, sono migliorate del 4%, cioè nella stessa misura dell'apprezzamento di fatto della corona. Gli incrementi maggiori nei valori unitari delle esportazioni sono stati registrati nel settore di prodotti della lavorazione del legno.

Gli afflussi netti di capitali a lungo termine - costituiti soprattutto da debiti contratti all'estero dal settore navale - sono ammontati a cor.norv. 5,5 miliardi, cioè cor.norv. 0,5 miliardi in più del 1973. Gli afflussi netti a breve sono stati di cor.norv. 1,3 miliardi, rispetto a un deflusso netto di cor.norv. 1,2 miliardi nel 1973.

Paesi nordici: Bilance dei pagamenti.

Paesi e anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Saldo corrente	Movimenti di capitali ¹	Saldo globale	di cui, variazioni nelle:	
	Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.i.f.)	Saldo					Posizioni nette esterne delle banche	Attività ufficiali nette ²
Finlandia (milioni di marchi)									
1972	12.010	13.085	- 1.075	+ 595	- 480	+ 985	+ 505	+ 320	+ 185
1973	14.525	16.560	- 2.035	+ 555	-1.480	+ 695	- 785	- 295	- 490
1974	20.610	25.610	- 5.000	+ 490	-4.510	+3.035	-1.475	- 735	- 740
Islanda (milioni di dollari SU)									
1972	190	215 ³	- 25	+ 5	- 20	+ 20	0	- 5	+ 5
1973	270	300 ³	- 30	+ 45	+ 15	- 10	+ 5	- 5	+ 10
1974	375	505 ³	- 130	- 5	- 135	+ 65	- 70	- 5	- 65
Norvegia (milioni di corone)									
1972	21.795	29.240	- 7.445	+7.060	- 385	+1.275	+ 890	- 70	+ 960 ⁴
1973	27.385	37.300	- 9.915	+7.905	-2.010	+3.735	+1.725	+ 350	+1.375 ⁴
1974	34.860	48.525	-13.665	+8.105	-5.560	+6.810	+1.250	- 365	+1.615 ⁴
Svezia (milioni di corone)									
1972	41.750	38.665	+ 3.085	-1.810	+1.275	+ 800	+2.075	- 5 ⁵	+2.080
1973	53.155	46.450	+ 6.705	-1.415	+5.290	-1.405	+3.885	- 40 ⁵	+3.925
1974	70.390	72.945	- 2.555	-1.840	-4.395	+1.105	-3.290	+ 235 ⁵	-3.525

¹ Compresi errori ed omissioni. ² Escluse, per facilitare il confronto, le assegnazioni di DSP nel 1972. ³ Importazioni f.o.b. ⁴ Escluse le rettifiche di valutazione. ⁵ Escluse le variazioni nelle posizioni a tempo.

Svezia. Lo scorso anno il saldo della bilancia commerciale è passato da un avanzo di cor.sv. 6,7 miliardi nel 1973 a un disavanzo di cor.sv. 2,6 miliardi. In seguito ad un aumento piuttosto accentuato della domanda interna e ad un elevato ritmo di accumulazione delle scorte, il peggioramento del saldo commerciale è stato superiore all'incremento di cor.sv. 7 miliardi nella spesa per il petrolio.

Le importazioni sono aumentate di circa il 60% in valore e del 10% in quantità. Quest'ultima percentuale è stata superiore a quella registrata nel 1973 ed è attribuibile soprattutto ad importazioni di navi e manufatti d'altro genere. Le esportazioni sono cresciute di un terzo in valore e del 4% in quantità, contro il 27% e 16% rispettivamente nel 1973. Il rallentamento in termini di quantità è stato in gran parte attribuibile alla ridotta domanda mondiale, ma vi hanno contribuito anche limitazioni dell'offerta interna, soprattutto nel caso del legname e di prodotti della lavorazione del legname, che tuttavia hanno presentato un'accelerazione dell'espansione in valore grazie all'aumento dei prezzi. Il disavanzo netto in conto servizi e trasferimenti è aumentato, in gran parte in seguito a esborsi di fondi governativi a favore dei paesi in via di sviluppo. Le partite correnti sono così passate da un avanzo di cor.sv. 5,3 miliardi nel 1973 a un disavanzo di cor.sv. 4,4 miliardi.

Solo un quarto del deterioramento di circa cor.sv. 10 miliardi nelle partite correnti è stato compensato da un'inversione di tendenza dei flussi netti di capitali, passati da deflussi netti per cor.sv. 1,4 miliardi nel 1973 ad afflussi netti di cor.sv. 1,1 miliardi per l'intero 1974. Nel corso dell'anno la politica creditizia è stata irrigidita e venivano rese meno severe le limitazioni all'indebitamento verso l'estero, in parte al fine di incoraggiare l'afflusso di capitali. Questa strategia ha iniziato a dare i suoi risultati verso la fine dell'anno, sicchè, mentre nel primo semestre del 1974 si registravano ancora deflussi netti di capitali per cor.sv. 1,8 miliardi, nella seconda metà dell'anno afflussi netti per cor.sv. 2,9 miliardi hanno coperto gran parte del disavanzo delle partite correnti. Di conseguenza il disavanzo globale si è contratto da cor.sv. 2,8 miliardi nel periodo gennaio-giugno, ad appena cor.sv. 0,5 miliardi nel semestre luglio-dicembre, con un leggero apprezzamento del tasso di cambio effettivo nel corso dell'anno.

Portogallo. Il saldo delle partite correnti è passato da un'eccedenza di escudos 13 miliardi nel 1973 ad un disavanzo di escudos 14 miliardi nello scorso anno. Gli introiti netti dalle partite invisibili hanno presentato una leggera flessione, mentre il disavanzo commerciale si è più che raddoppiato, raggiungendo l'ammontare di escudos 43 miliardi. Le esportazioni sono aumentate in misura inferiore al 10%, mentre le importazioni si sono accresciute di quasi la metà. Il deflusso netto di capitali nello scorso anno è stato di circa escudos 2 miliardi, cioè quasi la metà dell'ammontare raggiunto nel 1973.

Spagna. Nel 1974 la bilancia di parte corrente è stata caratterizzata dal passaggio ad una forte posizione di disavanzo dopo molti anni di eccedenza. Il disavanzo commerciale si è raddoppiato, raggiungendo pesetas 405 miliardi, mentre gli introiti netti dalle partite invisibili, pari a pesetas 224 miliardi, hanno subito una lieve flessione rispetto al 1973.

Portogallo e Spagna: Bilance dei pagamenti.

Paesi e anni	Merci (f.o.b.)			Servizi e trasferimenti	Saldo corrente	Movimenti di capitali ¹	Saldo globale ²	di cui, variazioni nelle:	
	Esportazioni	Importazioni	Saldo					Posizioni nette esterne delle banche	Attività ufficiali nette
Portogallo² (miliardi di scudi)									
1972	36,9	53,1	- 16,2	+ 29,4	+ 13,2	- 5,6	+ 7,6	- 0,8	+ 8,4
1973	47,4	65,2	- 17,8	+ 31,1	+ 13,3	- 4,9	+ 8,4	0	+ 8,4
1974	51,2	94,1	- 42,9	+ 29,7	- 14,2	- 2,3	- 16,5	0	- 16,5
Spagna (miliardi di pesetas)									
1972	252,8	402,1	-149,3	+186,1	+ 36,8	+ 56,9	+ 93,7	- 7,8 ³	+101,5 ⁴
1973	313,5	519,2	-205,7	+238,0	+ 32,3	+ 48,2	+ 80,5	+ 8,6 ³	+ 71,9 ⁴
1974	420,7	826,0	-405,3	+224,3	-181,0	+ 83,0	- 98,0	- 53,3 ³	- 44,7 ⁴

¹ Compresi errori ed omissioni. ² Portogallo (territorio metropolitano soltanto) rispetto al resto del mondo; le transazioni con l'area dell'escudo sono calcolate su base valutaria. ³ Escluse le variazioni nelle posizioni a lungo termine. ⁴ Escluse le rettifiche di valutazione e, nel 1972, l'assegnazione di DSP per pesetas 2,9 miliardi.

I due terzi del peggioramento nella bilancia commerciale hanno rispecchiato l'aumento di pesetas 130 miliardi nella spesa netta petrolifera, essendosi l'effetto del rincaro combinato ad un aumento quantitativo di circa il 10%, in parte causato dalla siccità che si è ripercossa negativamente sulla produzione idroelettrica ma anche in seguito al fatto che non si era permesso ai prezzi interni dei prodotti petroliferi di riflettere interamente il rincaro sul mercato mondiale. Per il resto, il maggiore disavanzo commerciale è attribuibile soprattutto all'espansione relativamente forte della domanda reale interna. I prodotti agricoli ed alimentari hanno determinato la maggior parte dell'aumento nel disavanzo commerciale di parte non petrolifera. Il saldo positivo nell'interscambio di manufatti ha presentato un leggero aumento.

Al fine di facilitare il previsto fabbisogno di finanziamento delle partite correnti, le autorità spagnole hanno incoraggiato l'indebitamento a lungo termine all'estero del settore pubblico, che è ammontato nel 1974 a pesetas 52 miliardi. Di conseguenza, l'afflusso totale netto di capitali a lungo e a breve termine ha contribuito in buona misura a compensare i pagamenti all'estero, limitando pertanto la diminuzione delle riserve a pesetas 45 miliardi con una variazione modesta nel valore della peseta.

Grecia. La flessione relativamente forte nella domanda interna, unitamente all'aumento dei depositi obbligatori su determinate importazioni, ha contribuito a limitare al 15% l'incremento dei pagamenti per le importazioni, nonostante i più elevati prezzi del petrolio. In termini di volume le importazioni sembrano aver segnato una certa contrazione. I ricavi dalle esportazioni, d'altra parte, si sono accresciuti di quasi il 50%; anche le esportazioni hanno probabilmente registrato un aumento in termini quantitativi, principalmente a causa di maggiori vendite di manufatti. Vi è stata pertanto una dilatazione solo marginale nel disavanzo commerciale, che ha raggiunto \$2,9 miliardi, e poichè anche i ricavi netti dalle partite invisibili

sono leggermente aumentati, la bilancia di parte corrente si è chiusa nel 1974 con un disavanzo di circa \$1,2 miliardi pressappoco come l'anno precedente.

Le importazioni nette di capitali sono ammontate a \$1,1 miliardi, con una diminuzione di \$0,1 miliardi rispetto al 1973, così che il saldo globale è passato dalla situazione pressochè di pareggio del 1973 ad un modesto disavanzo.

Turchia. In conseguenza della rapida espansione della domanda interna, del maggiore costo del petrolio importato e degli scarsi raccolti in agricoltura, il saldo delle partite correnti è passato da un'eccedenza di \$0,6 miliardi nel 1973 ad un disavanzo di \$0,4 miliardi. Essendovi stato un mutamento favorevole nei movimenti vetti di capitale, il disavanzo globale è ammontato a \$0,4 miliardi, contro un'eccedenza di entità quasi uguale nel 1973.

Il valore delle importazioni è salito bruscamente di oltre l'80%, mentre dal lato delle esportazioni l'incremento è stato solo del 16%, così che il disavanzo delle partite visibili - pari a \$1,9 miliardi - si è triplicato rispetto all'anno precedente. Particolarmente forte è stato ancora l'aumento registrato nelle esportazioni di manufatti (quasi il 40%). I ricavi netti dalle partite invisibili sono passati a \$1,5 miliardi con un aumento di \$0,3 miliardi, dopo essersi quasi raddoppiati nel 1973.

Jugoslavia. Il saldo delle partite correnti è passato da un'eccedenza di \$0,5 miliardi nel 1973 ad un disavanzo di \$1,1 miliardi nello scorso anno. Il peggioramento è interamente attribuibile alle transazioni commerciali, poichè i ricavi netti dalle partite invisibili sono aumentati di \$0,5 toccando i \$2,6 miliardi.

Il disavanzo commerciale - pari a \$3,7 miliardi - è stato di \$2 miliardi superiore a quello del 1973. La Jugoslavia dipende dalle importazioni petrolifere in misura inferiore a molti altri paesi, così che l'aumento nella spesa netta per il petrolio

Paesi mediterranei: Bilance dei pagamenti.

Paesi	Anni	Merci			Servizi e trasferimenti	Saldo corrente	Movimenti di capitali ¹	Saldo globale	di cui, variazioni nelle:	
		Esportazioni (f.o.b.)	Importazioni (c.l.f.)	Saldo					Posizioni nette esterne delle banche	Attività ufficiali nette ²
milioni di dollari SU										
Grecia ³	1972	895	2.440	-1.605	+1.205	- 400	+ 900	+ 500	+ 10	+ 490 ⁴
	1973	1.230	4.045	-2.815	+1.625	-1.190	+1.180	- 10	0	- 10 ⁴
	1974	1.775	4.660	-2.885	+1.645	-1.240	+1.100	- 140	+ 15	- 155 ⁴
Turchia	1972	885	1.405 ⁵	- 520	+ 645	+ 125	+ 215	+ 340	- 410 ⁶	+ 750
	1973	1.320	1.880 ⁵	- 560	+1.185	+ 625	- 265	+ 360	- 175 ⁶	+ 535
	1974	1.530	3.390 ⁵	-1.860	+1.450	- 410	+ 50	- 360	0 ⁶	- 360
Jugoslavia	1972	2.240	3.230	- 990	+1.410	+ 420	+ 90	+ 510	+ 15 ⁶	+ 495
	1973	2.850	4.510	-1.660	+2.150	+ 490	+ 210	+ 700	+ 90 ⁶	+ 610
	1974 ⁷	3.800	7.550	-3.750	+2.650	-1.100	+ 250	- 850	- 20 ⁶	- 830

¹ Compresi errori ed omissioni. ² Escluse, per facilitare il confronto, le assegnazioni di DSP nel 1972. ³ Bilancia dei pagamenti su base valutaria. ⁴ Escluse le rettifiche di valutazione. ⁵ Importazioni f.o.b. ⁶ Escluse le variazioni nelle posizioni a lungo termine. ⁷ Dati parzialmente stimati.

è stato di soli \$0,5 miliardi. Gran parte del peggioramento registrato nel 1974 dall'interscambio rispecchia la notevole espansione ed accelerazione nella domanda interna in termini reali, in contrasto con la tendenza presente negli altri paesi. Pertanto, sebbene le esportazioni siano aumentate di \$1 miliardo, l'incremento delle importazioni è stato di ben tre volte superiore.

I dati concernenti i movimenti di capitale sono incompleti, ma sembra che il disavanzo di parte corrente sia stato finanziato parzialmente da afflussi di fondi a lungo termine - in gran parte di natura ufficiale ed a condizioni favorevoli - ma soprattutto mediante prelievi dalle riserve ufficiali.

IV. ORO, RISERVE E CAMBI.

Oro: produzione, mercati e riserve.

Nel 1974 la produzione di oro nei paesi non comunisti ha registrato un calo per il quarto anno consecutivo. La flessione di 100 tonnellate, pari al 9%, è notevolmente più accentuata di quella dei tre anni precedenti e porta al 22% la contrazione cumulativa dal 1970. La produzione sudafricana si è ridotta di 94 tonnellate e quella del Canada, secondo maggior produttore occidentale, di 8 tonnellate. Negli altri paesi produttori si sono registrate variazioni di piccola entità che grosso modo si bilanciano.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1971	1972	1973	1974
	tonnellate metriche								
Sud Africa	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	976,3	909,7	852,3	759,5
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	70,3	64,7	59,9	52,2
Stati Uniti	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	46,5	45,1	36,2	35,1
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	21,7	22,5	22,7	24,9
Filippine	5,1	34,9	—	14,9	18,7	19,9	18,9	18,6	18,7
Australia	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	20,9	23,5	17,2	16,8
Rodesia	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Colombia	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	5,9	5,8	6,5	8,7
Giappone	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	7,9	7,6	6,7	6,2
Messico	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,7	4,5	4,0	4,7
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	5,4	4,3	4,2	4,4
Totale	529,0	970,6	607,5	692,2	1.231,1	1.195,1	1.121,2	1.043,9	945,8
Altri paesi	41,5	194,4	59,0	62,0	36,4	34,1	46,5	42,5	39,2
Produzione mondiale (stima)*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	1.229,2	1.167,7	1.086,4	985,0

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

In Sud Africa, con un prezzo medio ottenuto dalle industrie estrattive superiore del 63% a quello del 1973, vi è stato un calo nel contenuto aureo medio del minerale estratto dell'11%, all'incirca pari a quello verificatosi l'anno precedente. A ciò si è aggiunta una leggera flessione della quantità totale di minerale lavorato; difficoltà nel reperimento di manodopera hanno causato una contrazione del 6% nel totale degli addetti nell'industria aurifera, nonostante gli ulteriori notevoli aumenti salariali. Questi fattori hanno contribuito ad elevare i costi medi di produzione fino al 40%; cionondimeno i profitti medi delle miniere d'oro, raddoppiatisi nel 1973, hanno segnato lo scorso anno un ulteriore aumento dell'80%.

Contrariamente a quanto avvenuto nei tre precedenti anni, l'aumento delle vendite sul mercato da parte dei paesi comunisti non ha compensato il calo produttivo dei paesi occidentali. Tali vendite sono anzi diminuite, secondo le stime, da 330 a 150 tonnellate. Di conseguenza, benchè le vendite sul mercato provenienti dalle

riserve dei paesi occidentali siano state leggermente superiori all'anno precedente, la quantità totale di oro disponibile per soddisfare la domanda non monetaria ha registrato una riduzione del 19%, scendendo alla cifra stimata di 1.180 tonnellate.

Fonti e usi dell'oro, 1970-74 (stime).

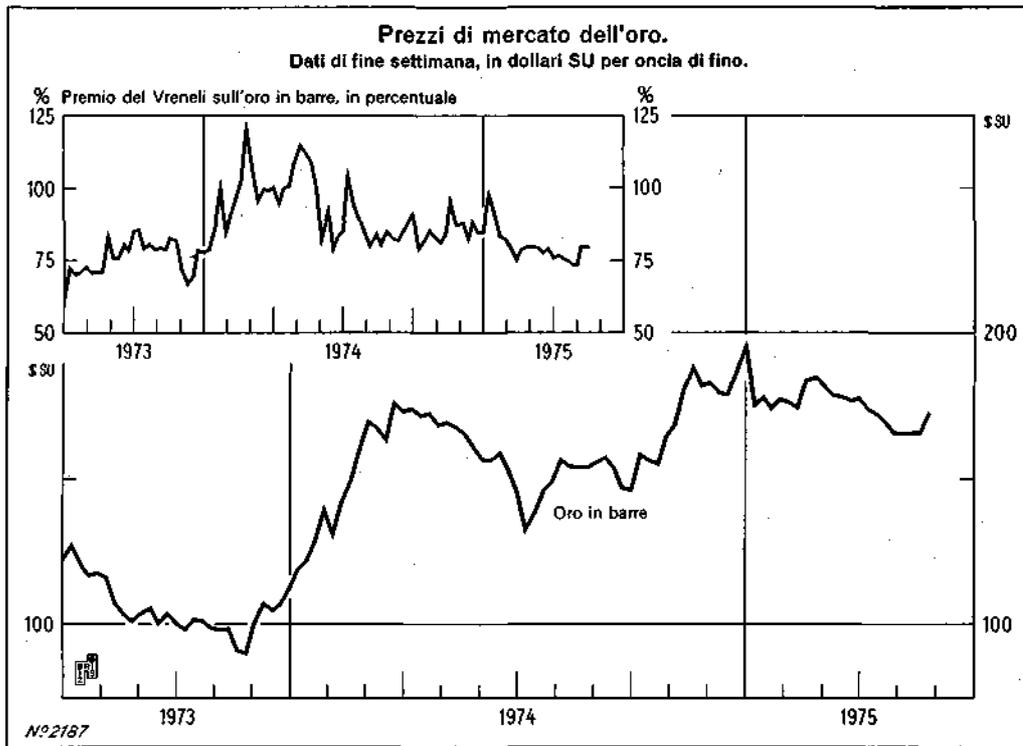
Voci	1970	1971	1972	1973	1974
	tonnellate metriche				
Produzione	1.265	1.230	1.170	1.085	985
Vendite da parte dei paesi comunisti (stime)	50	90	200	330	150
Totale	1.315	1.320	1.370	1.415	1.135
Variazioni nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale	285	- 125	90	- 35	- 45
Vendite sul mercato libero*	1.030	1.445	1.280	1.450	1.180

* Cifre ottenute come residuo.

Questa contrazione nella quantità di metallo offerta ha coinciso con un periodo di inflazione crescente, di insicurezza sui mercati mobiliari e di continui turbamenti valutari - fattori la cui azione combinata ha fortemente stimolato la richiesta di oro per fini d'investimento. La domanda è provenuta in gran parte dall'Europa occidentale, dagli Stati Uniti e dal Giappone. Sebbene la maggiore quantità di tali acquisti sia avvenuta in barre, vi è stato anche un forte aumento nella richiesta di monete, soprattutto di quelle con un premio limitato sul valore intrinseco. Solo nel Sud Africa nel 1974 sono state prodotte 100 tonnellate di monete (Krugerrand). La produzione totale di nuovo oro monetato nell'anno si stima superiore alle 250 tonnellate, cioè più di un quarto della produzione occidentale. Una cospicua parte di queste monete è stata acquistata da residenti degli Stati Uniti e del Regno Unito, paesi in cui la detenzione di oro in lingotti era proibita ai residenti. L'acquisto di oro monetato da parte dei residenti degli Stati Uniti è stato facilitato da un annuncio del Tesoro nel dicembre 1973 con il quale si permetteva di detenere monete coniate prima del 1960; in precedenza era consentita la detenzione solo di monete con data di conio anteriore al 1934. Tale domanda di oro per fini d'investimento si è tradotta in un ulteriore forte aumento del prezzo del metallo che ne ha compresso gli altri impieghi non monetari. L'assorbimento di oro di nuova produzione per scopi industriali (soprattutto in gioielleria) si è ridotto sensibilmente, mentre vi è stato addirittura un certo afflusso di oro sul mercato dai paesi del Medio ed Estremo Oriente, dove è tradizionalmente usato per scopi di tesoreggiamento.

Sul mercato dell'oro di Londra il prezzo al *fixing* è salito di un ulteriore 75% fra la fine del 1973 ed il 30 dicembre 1974, cioè dal prezzo di \$112,75 per oncia alla punta massima di \$197,50 l'oncia. Vi sono stati due periodi di forte incremento nel prezzo, cioè i primi quattro mesi e gli ultimi due mesi e mezzo dell'anno, separati da una fase di assestamento in parte della quale il prezzo ha registrato una sensibile flessione. La domanda di oro ha raggiunto probabilmente la massima intensità nei primi mesi del 1974. Il prezzo al *fixing* di Londra, che era risalito da \$90 l'oncia durante le ultime settimane del 1973, ha continuato la sua decisa ascesa anche dopo

il volgere dell'anno. Sotto la spinta di pesanti acquisti per scopi speculativi e di investimento le quotazioni hanno raggiunto il 26 febbraio il livello di \$185 l'oncia; cioè in tre mesi erano più che raddoppiate. La domanda si è mantenuta elevata nel corso dei due mesi successivi, sostenuta dalla nuova debolezza del dollaro e dalle aspettative circa la possibilità di un accordo fra i paesi della CEE che consentisse transazioni ufficiali intracomunitarie in oro ad un prezzo fisso elevato.



A partire da maggio vi è stata un'inversione di tendenza, nonostante una dichiarazione del Segretario al Tesoro degli Stati Uniti rilasciata il giorno 9 dello stesso mese, in favore della libertà per i residenti degli Stati Uniti di acquistare e detenere oro. Il brusco movimento ascendente dei saggi d'interesse a breve ha elevato il costo insito nella detenzione del metallo e, al tempo stesso, il dollaro ha iniziato a recuperare sui mercati dei cambi. A metà dell'anno la tendenza al ribasso è stata rafforzata dal fallimento della Banca Herstatt, della quale si diceva avesse avuto posizioni al rialzo sull'oro. Il 4 luglio il prezzo al *fixing* era sceso a \$129 l'oncia; prima della fine del mese la quotazione aveva tuttavia segnato una ripresa, portandosi ad oltre \$150 l'oncia. I prezzi hanno quindi oscillato intorno a tale valore entro un margine abbastanza ristretto fino alla metà di ottobre.

Allora l'effetto combinato di una nuova fase di debolezza del dollaro, della flessione nei saggi d'interesse a breve e dell'imminente liberalizzazione negli Stati Uniti della proprietà di oro dei privati (la relativa proposta di legge era stata approvata dal Congresso il 31 luglio) ha determinato un nuovo rafforzamento della domanda. I prezzi sono saliti fortemente e il 18 novembre il prezzo al *fixing* ha toccato \$190,50

Poncia. All'inizio di dicembre il prezzo è stato risospinto a \$170,50 l'oncia dall'annuncio che il Tesoro degli Stati Uniti avrebbe posto in vendita nel gennaio 1975 una parte delle riserve auree ufficiali, cionondimeno la tendenza del mercato è rimasta al rialzo. Il 30 dicembre, alla vigilia della legalizzazione della proprietà privata dell'oro negli Stati Uniti, il prezzo al *fixing* era di \$197,50.

In questa circostanza la domanda da parte dei privati degli Stati Uniti si è dimostrata molto modesta. Nè la vendita all'asta di oro del governo SU è parsa attrarre molto l'attenzione dei compratori non residenti. Dei 2 milioni di once messe in vendita il 6 gennaio, poco meno della metà è stata oggetto di offerta, mentre le vendite effettive, al prezzo di \$153 l'oncia o più, hanno riguardato 750.000 once. Il prezzo di mercato dell'oro è presto sceso ad un livello compreso fra \$175 e 180 l'oncia. In febbraio, voci infondate circa un intervento di sostegno al mercato da parte delle banche centrali hanno spinto le quotazioni a circa \$185 ma la domanda è ben presto ridiscesa e vi sono stati segni di un ritorno degli investitori ai mercati mobiliari; alla metà di aprile le quotazioni erano scese a \$165 l'oncia. Esse hanno quindi oscillato limitatamente attorno a tale livello, fino a superare nuovamente \$170 l'oncia verso la fine di maggio. La domanda di monete ha pure segnato una flessione e, in aprile, ai residenti del Regno Unito è stato proibito l'acquisto da non residenti di monete d'oro coniate posteriormente al 1837.

L'entità degli squilibri nei pagamenti derivanti dal rincaro del petrolio ha condotto ad alcuni tentativi di riattivare le riserve in oro monetario. E' opportuno fare riferimento all'iniziativa presa dai paesi della CEE in questo campo nell'aprile 1974, all'accordo del giugno 1974 siglato fra i paesi del Gruppo dei Dieci sull'impiego dell'oro come strumento collaterale di garanzia per i crediti fra le banche centrali, nonché al prestito di \$2 miliardi della Deutsche Bundesbank all'Italia con garanzia in oro. Questo prestito è stato comunque l'unica transazione di rilievo del 1974 in cui l'oro monetario abbia avuto un ruolo importante.

Il 16 dicembre un comunicato stampa, emanato al termine di un incontro fra i Presidenti degli Stati Uniti e della Francia, affermava, fra l'altro, che essi erano d'accordo nel ritenere possibile da parte di ogni governo che lo volesse una rivalutazione delle proprie riserve auree sulla base dei prezzi correnti di mercato. Il 9 gennaio 1975 le riserve auree ufficiali della Francia sono state rivalutate sulla base del prezzo di \$170,40 l'oncia, quotazione media del 7 gennaio sul mercato di Londra. Ciò ha comportato una maggiore valutazione in termini di dollari delle riserve auree francesi di \$12,9 miliardi. In futuro le autorità francesi apporteranno rettifiche di valutazione ogni semestre, sulla base della media delle quotazioni sui mercati internazionali nei precedenti tre mesi. A tutt'oggi nessun altro paese ha provveduto a rivalutare le proprie riserve auree sulla base dei prezzi correnti.

Riserve globali.

Il 1974 ha rappresentato il quinto anno consecutivo di rapida espansione delle riserve globali. Il totale degli averi ufficiali dei paesi in oro, valute e diritti speciali di prelievo, insieme alle posizioni di riserva sul FMI, ha avuto un aumento in termini di dollari stimabile in \$40,3 miliardi, e cioè del 22%. In cifre assolute è stato di gran

lunga l'aumento annuo più consistente mai registrato, mentre in termini relativi è secondo soltanto all'incremento del 43 % segnato nel 1971. Con ciò l'espansione cumulativa delle riserve globali a partire dal 1970, anno in cui sono stati per la prima volta introdotti i DSP, ha raggiunto i \$150 miliardi circa.

Come in altri anni recenti l'aumento delle riserve globali è in parte attribuibile ai mutamenti di valore in termini di dollari degli altri mezzi di riserva. Nel 1974 tuttavia tale fattore pare aver influito in misura inferiore ad un decimo sull'incremento complessivo delle riserve, contro circa un terzo dell'anno precedente, allorché il dollaro venne svalutato del 10% rispetto all'oro. Considerando le diverse componenti

Variazioni nelle riserve globali.¹

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva presso il FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari SU				
Gruppo dei Dieci					
1972	— 680	+ 6.920	— 80	+ 2.060	+ 8.220
1973	+ 3.490	+ 4.985	+ 105	+ 740	+ 9.320
1974	+ 520	+ 1.865	+ 1.740	+ 390	+ 4.515
Consistenze in essere alla fine del 1974	35.420	64.065	6.755	7.995	114.235
Altri paesi sviluppati					
1972	+ 290	+ 7.750	+ 45	+ 405	+ 8.490
1973	+ 485	+ 3.265	+ 170	+ 150	+ 4.070
1974	+ 50	— 2.230	— 100	— 185	— 2.465
Consistenze in essere alla fine del 1974	4.445	21.180	1.020	950	27.595
Paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio					
1972	—	+ 5.410	— 100	+ 430	+ 5.740
1973	+ 195	+ 7.050	+ 240	+ 255	+ 7.730
1974	— 50	+ 2.115	— 190	— 25	+ 1.850
Consistenze in essere alla fine del 1974	2.355	25.205	720	1.485	29.765
Insieme dei paesi importatori di petrolio					
1972	— 390	+20.080	— 135	+ 2.895	+22.450
1973	+ 4.160	+15.300	+ 515	+ 1.145	+21.120
1974	+ 520	+ 1.780	+ 1.450	+ 180	+ 3.900
Consistenze in essere alla fine del 1974	42.220	110.450	8.495	10.430	171.595
Paesi esportatori di petrolio²					
1972	— 5	+ 3.155	+ 55	+ 160	+ 3.365
1973	+ 160	+ 4.385	+ 110	+ 45	+ 4.680
1974	+ 55	+34.410	+ 1.935	+ 40	+36.440
Consistenze in essere alla fine del 1974	1.465	50.335	2.335	415	54.570
Tutti i paesi					
1972	— 395	+23.235	— 80	+ 3.055	+25.815
1973	+ 4.320	+19.665	+ 625	+ 1.190	+25.800
1974	+ 575	+36.160	+ 3.385	+ 220	+40.340
Consistenze in essere alla fine del 1974	43.705	160.785	10.830	10.845	226.165

¹ Compresa le rettifiche di valutazione. ² Ecuador, Venezuela, Iran, Iraq, Kuwait (averi della banca centrale più il valore stimato dalla BRI delle riserve governative), Oman, Arabia Saudita, Indonesia, Algeria, Libia e Nigeria. Per Bahrain, Qatar e gli Emirati Arabi Uniti sono incluse soltanto le posizioni di riserva presso il FMI.

delle riserve, nel 1974 il valore in dollari delle riserve totali in oro e crediti verso il FMI è aumentato di \$0,9 miliardi come conseguenza di un deprezzamento dell'1,5 % del dollaro rispetto al "paniere" di monete a base della valutazione dei DSP, nel periodo che va dal 1° luglio, data della sua introduzione, alla fine dell'anno. Inoltre le rettifiche di valutazione possono aver determinato un incremento del valore in termini di dollari dei mezzi di riserva non in dollari, stimabile in \$2-2,5 miliardi.

Con l'importante eccezione di un forte incremento nelle riserve ufficiali in sterline, l'aumento segnato lo scorso anno dalle riserve valutarie ha essenzialmente mantenuto la stessa forma degli ultimi anni, e cioè un'espansione delle riserve in dollari detenute sia negli Stati Uniti, sia nel mercato delle eurodivise. Mentre però l'accrescimento precedente poteva essere attribuito al disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e, in certa misura, all'investimento di riserve in dollari fuori dal territorio statunitense, lo scorso anno l'aumento è stato essenzialmente una conseguenza del rincaro del petrolio e degli sforzi compiuti dai paesi importatori per evitare diminuzioni nelle riserve mediante l'indebitamento. Vi è stata quindi una differenza sia nel modo in cui tale accrescimento è avvenuto, sia nelle sue implicazioni economiche. In primo luogo esso si è concentrato in un ristretto numero di paesi che, se si prescinde dal petrolio, hanno un'importanza alquanto limitata nell'economia mondiale e nei pagamenti internazionali. In secondo luogo il potenziale inflazionistico a breve termine degli enormi aumenti nelle riserve dei paesi petroliferi è limitato dall'incapacità di alcuni fra i maggiori produttori di spendere in beni e servizi più di una modesta porzione delle somme a loro disposizione. In terzo luogo infine, la grande maggioranza dei paesi importatori di petrolio hanno la sensazione che le loro posizioni di riserva si siano deteriorate — sebbene nell'insieme essi siano riusciti a presentare, mediante una combinazione di afflussi autonomi e compensativi di capitale, un lieve aumento statistico delle riserve per l'anno passato. In altri termini la loro domanda potenziale di riserve è aumentata. Pertanto nel 1974 la distribuzione geografica dei cambiamenti avvenuti nelle riserve è stata più significativa della espansione globale.

Per quanto concerne le riserve dei paesi esportatori di petrolio, sulla base di quanto indicato nella tabella a pagina 121, si stima che nel 1974 esse siano aumentate di \$36,4 miliardi, portando la quota detenuta da tali paesi sul totale delle riserve dal 10% a quasi il 25%. Prescindendo dall'incremento di \$1,9 miliardi dei crediti sul FMI derivanti dalle contribuzioni alla *oil facility* del Fondo, praticamente la totalità del suddetto aumento si è tradotta in maggiori disponibilità di valuta estera. Si può stimare che i paesi in parola abbiano accresciuto di circa \$10 miliardi le loro riserve in dollari negli Stati Uniti e di circa \$5 miliardi le riserve in sterline nel Regno Unito. Per il resto, la maggior parte delle accresciute riserve è consistita in investimenti sul mercato delle eurovalute. Due paesi scarsamente popolati hanno beneficiato assieme di oltre il 40% dell'espansione totale delle riserve dell'OPEC, e cioè: Arabia Saudita con un incremento di \$10,4 miliardi e Kuwait con un aumento stimato in \$5 miliardi. Notevoli espansioni delle riserve sono state realizzate anche dall'Iran (\$7,1 miliardi), Nigeria (\$5 miliardi) e Venezuela (\$4,1 miliardi).

Le riserve totali dei paesi importatori di petrolio sono aumentate di \$3,9 miliardi in termini di dollari. Fatta eccezione per l'aumento di \$1,4 miliardi nelle posizioni di riserva presso il Fondo, la maggior parte di questo incremento può essere

attribuito alle rettifiche di valutazione derivanti dal deprezzamento del dollaro rispetto alle altre componenti delle riserve. Circa l'andamento della composizione delle riserve valutarie dei paesi non produttori di petrolio, pare che nell'ambito dell'incremento globale di \$1,8 miliardi nel 1974 vi sia stata una flessione pressochè uguale nelle riserve costituite da valute tradizionali - apparentemente tutta nelle sterline detenute a Londra - più che compensata da un incremento in altri tipi di riserve valutarie. La maggior parte di tale incremento può essere attribuita ai crediti della Germania e della CEE all'Italia, che hanno aggiunto \$3,9 miliardi alle riserve lorde di quel paese, con una riduzione nelle riserve dichiarate dei paesi mutuanti di soli \$0,6 miliardi.

Le variazioni nelle riserve dei paesi importatori di petrolio, considerate per gruppi di paesi o individualmente, si sono presentate irregolari e non sempre correlate alle rispettive posizioni dei pagamenti con l'estero. Nel Gruppo dei Dieci, le riserve totali si sono accresciute di \$4,5 miliardi, con aumenti di \$1,7 miliardi negli Stati Uniti, \$1,3 miliardi nel Giappone, \$0,5 miliardi in Italia e \$0,5 miliardi nel Regno Unito, tutti paesi che hanno registrato fortissime espansioni nella spesa per le importazioni di petrolio e/o sostanziali disavanzi nei pagamenti correnti. La Germania, per contro, nonostante un'eccedenza senza precedenti nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, ha registrato - unico paese del Gruppo dei Dieci, ad eccezione della Svezia (\$0,8 miliardi) - un calo nelle riserve di \$0,3 miliardi.

Fra i paesi industriali non appartenenti al Gruppo dei Dieci, dove il ricorso a prestiti compensativi ufficiali e privati è stato relativamente limitato, le riserve totali sono calate di \$2,5 miliardi. L'Australia ha registrato una perdita di \$1,4 miliardi, determinatasi praticamente tutta prima della svalutazione del 12% avvenuta in settembre. Anche Danimarca, Nuova Zelanda, Portogallo, Spagna, Turchia e Jugoslavia hanno presentato decrementi oscillanti fra \$0,3 e 0,5 miliardi. Austria, Norvegia e Irlanda hanno per contro realizzato significativi aumenti nelle loro riserve.

Nel 1974 i paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio hanno aumentato di \$1,9 miliardi le loro riserve globali. Anche in questo gruppo vi sono stati movimenti molto divergenti. Alcuni paesi arabi non produttori di petrolio hanno presentato sensibili miglioramenti nelle riserve - il Libano con \$0,8 miliardi e la Siria con \$0,4 miliardi. Incrementi significativi hanno anche avuto la Thailandia (\$0,6 miliardi) e le Filippine (\$0,5 miliardi). Per contro, le riserve del Brasile, nonostante ulteriori prestiti raccolti sul mercato dell'eurodollaro, sono scese di \$1,2 miliardi, come pure quelle di Israele (\$0,6 miliardi).

Se si considera l'evoluzione nel corso dell'anno, il tasso di crescita delle riserve globali si è più che triplicato fra il primo e il secondo trimestre, raggiungendo l'ammontare di \$14 miliardi. Ciò ha rispecchiato lo sfasamento fra l'annuncio del secondo e più consistente aumento di prezzo del petrolio nel dicembre 1973 ed il suo impatto effettivo sui pagamenti. Nella seconda metà dell'anno l'espansione è stata di circa \$11 miliardi in entrambi i trimestri, tuttavia con un certo spostamento nella composizione dalle valute estere verso maggiori posizioni di credito sul Fondo. Ne sono stati causa due fattori: una accumulazione di riserve meno rapida da parte dei paesi esportatori di petrolio e un maggior utilizzo del Fondo per il finanziamento dei disavanzi. Durante il terzo trimestre le riserve dei paesi emergenti non produttori di petrolio,

dopo aver registrato un aumento di \$3,2 miliardi nel primo semestre dell'anno, sono scese di \$1,6 miliardi; nell'ultimo trimestre, nonostante i crediti ottenuti dal Fondo in misura di \$0,9 miliardi ed una sensibile assistenza finanziaria da parte dei paesi petroliferi, le riserve dei paesi in questione sono salite di soli \$0,3 miliardi. I paesi del Gruppo dei Dieci invece, dopo un calo nelle riserve pari a \$1,4 miliardi nel primo trimestre del 1974, hanno realizzato cumulativamente un miglioramento di \$5,9 miliardi durante la rimanente parte dell'anno. Anche per gli altri paesi sviluppati l'andamento è migliorato nel corso dell'anno, non avendo palesato le loro riserve congiunte alcuna variazione nel secondo semestre, dopo una perdita di \$2,5 miliardi subita nella prima metà dell'anno.

Pur non essendo ancora disponibili informazioni complete circa le variazioni avvenute nelle riserve nel primo trimestre del 1975, parrebbe che la crescita delle riserve globali abbia segnato un rallentamento alquanto sensibile. Le riserve dei paesi esportatori di petrolio, rispecchiando le minori eccedenze di parte corrente, sarebbero aumentate in misura decisamente inferiore rispetto ai precedenti trimestri. Inoltre vi sono probabilmente state flessioni nelle riserve complessive sia dei paesi emergenti non produttori di petrolio, sia dei paesi industriali non appartenenti al Gruppo dei Dieci. Per contro, le riserve congiunte del Gruppo dei Dieci sono aumentate nel trimestre di \$4,5 miliardi. Le riserve valutarie si sono accresciute di quasi \$3 miliardi, di cui circa i due terzi vanno attribuiti alla Germania. Nel trimestre le riserve auree ed i crediti sul FMI dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno segnato inoltre un aumento di \$1,6 miliardi, di cui \$1 miliardo in seguito a rettifiche di valutazione.

Movimenti monetari.

Stati Uniti. Nel corso del 1974 la posizione monetaria netta verso l'estero degli Stati Uniti ha subito un peggioramento di \$7 miliardi. Nel settore ufficiale le passività nette si sono accresciute di \$8,3 miliardi; nel settore bancario, dove si sono verificati aumenti eccezionali nei crediti a breve e nelle passività liquide, la posizione debitoria netta è scesa di \$1,3 miliardi. I fattori che più hanno influito sulle componenti della posizione monetaria netta sull'estero sono stati gli squilibri nei pagamenti determinatisi fra i paesi produttori di petrolio ed il resto del mondo e lo smantellamento in gennaio delle restrizioni poste alle banche SU nella concessione di prestiti a non residenti.

Nel settore ufficiale le attività monetarie degli Stati Uniti sono aumentate di \$1,5 miliardi, per lo più a seguito di prelievi in dollari dal FMI effettuati da altri paesi. Inoltre le passività verso i detentori ufficiali di dollari sono salite nell'anno di \$9,8 miliardi; la totalità di questo aumento può essere attribuita ai paesi petroliferi. Gli incrementi nelle riserve in dollari detenute da tali paesi negli Stati Uniti, pur presentandosi come un aumento nelle passività monetarie ufficiali SU, hanno avuto di fatto il carattere di afflussi di fondi autonomi piuttosto che concordati. Quasi la metà di tali afflussi ha avuto luogo nel terzo trimestre dell'anno, allorchè vi è stata una temporanea perdita di fiducia nei confronti del mercato delle eurovalute.

Nel settore non ufficiale dei movimenti monetari nei confronti dell'estero la revoca, avvenuta il 29 gennaio, di tutti i controlli sui prestiti concessi dalle banche

Stati Uniti: Movimenti monetari esterni.

Voci	1973	Anno	1974				1975 1° trimestre
			1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	
(+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)							
Riserve	+ 1.225	+ 1.505	+ 210	+ 360	+ 945	- 10	+ 375
di cui:							
Oro	+1.165	-	-	-	-	-	- 30
Valute estere	- 235	- 5	-	+ 85	+ 150	- 240	+ 15
DSP	+ 205	+ 210	-	+ 30	+ 90	+ 90	+ 50
Tranche aurea nel FMI	+ 90	+1.300	+ 210	- 245	+ 705	+ 140	+ 340
Passività verso enti ufficiali esteri	- 5.270	- 9.760	+ 1.285	-4.470	-2.610	-3.965	-2.500
di cui:							
Liquide	-4.595	-8.505	+1.005	-3.840	-2.550	-3.120	-1.700
Non liquide	- 675	-1.255	+ 280	- 630	- 60	- 845	- 800
Posizione ufficiale netta	- 4.045	- 8.255	+ 1.495	-4.110	+1.665	+3.975	-2.125
Crediti a breve verso stranieri	+ 5.040	+17.985	+ 5.090	+6.595	+1.750	+4.550	+3.195
Passività liquide verso istituzioni non ufficiali estere e privati	- 4.245	-16.745	- 4.515	-3.925	-3.990	-4.315	+1.915
Posizione netta delle banche	+ 795	+ 1.240	+ 575	+2.670	-2.240	+ 235	+5.110
Totale	- 3.250	- 7.015	+ 2.070	-1.440	-3.905	-3.740	+2.985

Nota: I dati del 1973 includono gli effetti della svalutazione del dollaro sulle riserve e sulle obbligazioni ufficiali in valuta estera. A partire dal 3° trimestre del 1974 i dati relativi ai DSP ed alla tranche aurea nel FMI sono computati sulla base del tasso di cambio esistente fra il dollaro e il «paniere» di valute considerate per la valutazione dei DSP.

SU ai non residenti ha coinciso con il forte aumento delle necessità di finanziamento delle bilance dei pagamenti di altri paesi in seguito ai rincari del petrolio. Inoltre durante l'ultimo trimestre vi è stato un sensibile allentamento della politica monetaria degli Stati Uniti. Il primo di questi tre fattori avrebbe da solo ben potuto causare effetti decisivi, dopo nove anni di restrizioni. Congiuntamente essi hanno determinato nel 1974 un aumento di \$18 miliardi nei crediti a breve delle banche SU verso il resto del mondo. Il Giappone è stato di gran lunga il mutuuario più importante, con \$6,1 miliardi. Inoltre l'indebitamento a breve termine dell'area latino-americana nei confronti di banche negli Stati Uniti è salito di \$6,0 miliardi, quello dell'Europa di \$2,1 miliardi e quello infine dei paesi asiatici, con l'esclusione del Giappone, di \$1,8 miliardi.

Compensando in larga misura l'eccezionale espansione del credito a breve delle banche verso l'estero, le passività liquide delle stesse nei confronti dei soggetti stranieri non ufficiali sono aumentate nella misura assai elevata di \$16,7 miliardi. L'incremento delle passività liquide verso le banche commerciali estere è stato pari a \$12,6 miliardi; importante fattore è stato senza dubbio il collocamento indiretto negli Stati Uniti di capitali provenienti dai paesi petroliferi per il tramite di banche commerciali estere. A tale proposito è forse significativo che le passività verso i residenti svizzeri siano aumentate nel 1974 di \$6,6 miliardi. Si aggiunga che l'anno scorso le banche SU

hanno accresciuto di \$ 2,3 miliardi le proprie passività verso le banche commerciali estere a causa dell'indebitamento presso le loro stesse filiali all'estero.

La caratteristica saliente dei movimenti monetari con l'estero nel primo trimestre del 1975 è stato il deflusso netto di \$ 5,1 miliardi attraverso le banche, certamente in gran parte originato dal fatto che gli Stati Uniti si sono trovati in testa nel movimento discendente dei saggi di interesse a breve. Il credito bancario a breve termine ai non residenti, che già aveva segnato un nettissimo aumento nel quarto trimestre del 1974, si è ulteriormente dilatato di \$ 3,2 miliardi.

Inoltre, in contrasto con il 1974, le passività liquide verso i detentori stranieri non ufficiali sono scese di \$ 1,9 miliardi. Ciò può facilmente essere attribuito ai rimborsi effettuati dalle banche americane al mercato dell'eurodollaro attraverso le filiali d'oltre oceano.

Il forte deflusso netto attraverso le banche è stato parzialmente controbilanciato da un peggioramento di \$ 2,1 miliardi nella posizione ufficiale netta. Le passività verso i detentori ufficiali sono aumentate di \$ 2,5 miliardi, in larga misura come risultato di interventi ufficiali per frenare la discesa del dollaro. A tale riguardo la Riserva Federale ha prelevato per un totale di \$ 0,7 miliardi sulla rete di *swaps* durante il trimestre in esame.

Regno Unito. Grazie ai considerevoli afflussi di capitali dai paesi petroliferi ed al prolungato ricorso all'indebitamento in valuta da parte di enti pubblici (la quasi totalità con garanzie di cambio governative), i problemi immediati di finanziamento ufficiale del Regno Unito nel 1974 si sono dimostrati di soluzione alquanto agevole. Il collocamento di prestiti coperti dalla garanzia ufficiale di cambio ha contribuito nella misura di \$ 2,6 miliardi alla copertura del disavanzo totale sull'estero nelle partite correnti e nei movimenti autonomi di capitale, ammontante a \$ 5,8 miliardi (già ridotto notevolmente dai \$ 2,7 miliardi di afflussi di capitali non identificati). In aggiunta a quanto sopra e d'importanza anche maggiore, vi è stato l'incremento delle riserve in sterline dei paesi petroliferi per un ammontare equivalente a \$ 5,3 miliardi. L'aumento dei saldi ufficiali in sterline dei paesi dell'OPEC è stato controbilanciato in larga misura dalla riduzione di \$ 2 miliardi delle riserve in sterline di altri paesi e da un deflusso netto di \$ 1,8 miliardi relativo alle operazioni valutarie delle banche non comprese nel conto capitali della bilancia dei pagamenti. Ciononostante il fabbisogno totale di finanziamento per l'anno, pari a \$ 1,2 miliardi, è stato di entità relativamente modesta.

Di fatto, durante i primi tre trimestri dell'anno le attività ufficiali monetarie del Regno Unito hanno registrato un aumento di \$ 0,7 miliardi. Il disavanzo nella bilancia dei pagamenti, dopo l'indebitamento in valuta estera da parte del settore pubblico per \$ 2,5 miliardi, risultava di soli \$ 0,5 miliardi. Questo ammontare, unitamente ai deflussi risultanti dalle posizioni valutarie nette delle banche e dalla riduzione dei saldi in sterline dei paesi non petroliferi, è stato più che coperto dall'aumento delle riserve in sterline nei paesi esportatori di petrolio.

Tuttavia nel quarto trimestre si è avuto un forte aumento nei deflussi di capitale privato, in parte connesso all'annuncio dato in dicembre dall'Arabia Saudita

Regno Unito: Movimenti monetari esterni.

Voci	1973 ¹	Anno	1974		1975 gennaio- marzo
			gennaio- settembre	ottobre- dicembre	
milioni di dollari SU (+ = aumento delle attività, diminuzione delle passività)					
Finanziamenti ufficiali					
Riserve in oro e valute estere	+ 750	+ 100	+ 515	- 415	+ 305
DSP	+ 65	+ 105	+ 95	+ 20	-
FMI	+ 15	+ 110	+ 95	+ 15	+ 25
Indebitamento del governo in valuta estera	-	- 1.500	-	- 1.500	- 1.000
Totale	+ 830	- 1.185	+ 695	- 1.880	- 670
Altri movimenti monetari					
Saldi in sterline (al lordo)					
ufficiali ²	- 370	- 3.300	- 2.390	- 910	..
privati	+ 15	- 360	- 395	+ 35	..
Crediti in sterline delle banche RU ³ . .	+ 325	+ 340	+ 90	+ 250	..
Transazioni in valute estere delle banche RU ⁴	+ 140	+ 1.765	+ 1.505	+ 260	..
Totale	+ 110	- 1.555	- 1.190	- 365	..
Saldo complessivo	+ 940	- 2.740	- 495	- 2.245	..

¹ Considerati gli effetti della svalutazione del dollaro sulle riserve auree, sugli averi in DSP e sulla posizione sul FMI. ² Compresi gli averi 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.

secondo il quale in futuro tale paese avrebbe richiesto il pagamento delle forniture di petrolio interamente in dollari, anziché per un quarto in sterline, come avveniva precedentemente. In novembre e dicembre le autorità hanno effettuato notevoli interventi a sostegno della sterlina, essendo il fabbisogno totale di finanziamento per il trimestre pari a \$1,9 miliardi. Le riserve sono scese di \$0,4 miliardi e, in aggiunta, il governo ha prelevato \$1,5 miliardi sulla linea di credito in eurodollari di \$2,5 miliardi stabilita in maggio.

Nel primo trimestre del 1975, allorché il governo ha effettuato il prelievo del restante \$1 miliardo sulla predetta linea di credito, le riserve si sono accresciute di \$0,3 miliardi. In gennaio vi è stato nuovamente un cospicuo intervento sul mercato a sostegno della sterlina. In seguito tuttavia la situazione è migliorata e in marzo le autorità sono state in grado di effettuare acquisti di valuta sul mercato.

Francia. La posizione monetaria globale ha subito nel 1974 un peggioramento di \$2,9 miliardi, dovuto in gran parte a un aumento di \$2,4 miliardi nelle passività nette a breve del sistema bancario nei confronti dell'estero. Le attività monetarie nette ufficiali sono pertanto diminuite di soli \$0,5 miliardi e la quasi totalità di tale flessione rispecchia semplicemente la scomparsa dalle riserve, nel dicembre 1974, della quota francese nel prestito a breve scadenza concesso dalla CEE all'Italia nel marzo 1974, in seguito al suo consolidamento. Se si esclude tale operazione la posizione monetaria netta ufficiale della Francia al termine del 1974 è risultata quindi quasi

invariata rispetto all'inizio dell'anno. Per il governo non è stato pertanto necessario ricorrere a prelievi sulla linea di credito in eurodollari di \$ 1,5 miliardi stabilita nell'aprile 1974.

Sia nel settore ufficiale che in quello bancario l'andamento delle posizioni monetarie sull'estero nel 1974 si divide in due fasi principali. La prima ha interessato i primi venti giorni di gennaio, quando il franco è stato sottoposto a pressioni che lo hanno portato ad uscire dal "serpente" europeo; vi è stato in gennaio un deflusso netto di capitali di \$ 1,3 miliardi attraverso le banche, finanziato in parte da una flessione di \$ 0,7 miliardi nelle attività ufficiali nette. La seconda fase ha coperto l'intera parte rimanente dell'anno, durante la quale gli afflussi netti bancari di \$ 3,7 miliardi — risultanti dall'effetto congiunto della situazione monetaria interna di scarsa liquidità e di una politica intesa ad incoraggiare l'indebitamento all'estero da parte di aziende del settore pubblico e privato per il tramite bancario — sono stati sufficienti a permettere una ricostituzione delle attività monetarie ufficiali nette ad un livello leggermente superiore a quello della fine di gennaio.

Nei primi quattro mesi del 1975 le attività ufficiali nette sono aumentate di \$ 1 miliardo. Nei mesi di gennaio e febbraio vi sono stati ulteriori afflussi bancari netti a breve per \$ 0,9 miliardi.

Italia. Nel 1974 l'Italia si è trovata ad affrontare problemi di finanziamento esterno di portata maggiore a quella di qualsiasi altro importante paese industriale. Nonostante l'ulteriore indebitamento netto del settore pubblico sul mercato delle eurovalute per l'ammontare di \$ 2,3 miliardi, la posizione monetaria ufficiale si è deteriorata di \$ 4,8 miliardi. Il nuovo indebitamento monetario netto esterno nel corso dell'anno è stato pari a \$ 5,3 miliardi, cosicché le riserve si sono di fatto accresciute di \$ 0,5 miliardi.

Considerando l'evoluzione durante l'anno, le riserve in valuta sono calate di \$ 1 miliardo nei mesi di gennaio e febbraio; le stesse sono state quindi reintegrate nella misura di \$ 1,3 miliardi nel mese di marzo, allorché, in aggiunta all'afflusso di \$ 0,4 miliardi attraverso le banche, l'Italia ha ottenuto dai paesi della CEE aiuti finanziari a breve termine equivalenti a \$ 1,9 miliardi. Nel secondo trimestre, nonostante un ulteriore afflusso di \$ 1 miliardo attraverso il settore bancario, è sfumato l'intero recupero di marzo, cosicché a metà anno le riserve in valuta si trovavano al di sotto del livello di fine febbraio. Per salvaguardare la posizione, nel terzo trimestre le autorità hanno fatto ricorso all'indebitamento esterno in misura ben superiore alle necessità immediate di finanziamento: \$ 1,8 miliardi sono stati prelevati presso il FMI e la Banca d'Italia ha ottenuto dalla Deutsche Bundesbank un prestito semestrale con copertura in oro pari a \$ 2 miliardi (con possibilità di rinnovo fino a 2 anni). Nonostante la riduzione di \$ 1,1 miliardi nell'indebitamento a breve del settore bancario verso l'estero, le operazioni predette hanno contribuito ad accrescere di \$ 2,9 miliardi nel trimestre le riserve valutarie, portandole alla cifra di \$ 4 miliardi alla fine di settembre. Nuove pressioni sulle riserve si sono manifestate nel quarto trimestre, benché d'intensità inferiore a quelle della prima metà dell'anno. Le attività monetarie ufficiali hanno subito una contrazione di \$ 0,8 miliardi nonostante ulteriori prelievi per \$ 0,5 miliardi dal FMI. Inoltre \$ 1,4 miliardi degli aiuti finanziari a breve ottenuti

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

Paesi	Fine anno	Oro	Riserve nette in valuta estera	Posizioni creditorie e debitorie verso il 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	1973	880	1.730	255	2.865	- 740	2.125	+ 150	- 145
	1974	880	2.260	265	3.405	-1.145	2.260	+ 540	- 405
Belgio-Lussemburgo	1973	1.780	1.860	1.350	4.990	-1.935	3.055	+ 1.165	- 870
	1974	1.780	2.275	1.340	5.395	-1.885	3.510	+ 405	+ 50
Danimarca	1973	75	915	290	1.280	- 40	1.240	+ 485	- 85
	1974	75	555	200	830	330	1.160	- 450	+ 370
Finlandia	1973	35	510	160	705	15	720	- 55	- 30
	1974	35	400	160	595	- 190	405	- 110	- 205
Francia	1973	4.260	3.385	545	8.190	-3.430	4.760	- 1.185	+ 715
	1974	4.260	2.705	770	7.735	-5.840	1.895	- 455	- 2.410
Germania	1973	4.965	25.275	3.130	33.370	-2.865	30.505	+ 9.725	+ 2.120
	1974	4.965	24.615	3.345	32.925	- 835	33.760	- 445	+ 3.700
Grecia	1973	150	825	70	1.045	15	1.060	+ 15	-
	1974	155	745	10	890	30	920	- 155	+ 15
Irlanda	1973	20	910	95	1.025	- 35	990	- 100	+ 35
	1974	20	1.145	100	1.265	- 25	1.240	+ 240	+ 10
Islanda	1973	-	65	15	80	- 20	60	+ 10	- 5
	1974	-	25	10	15	- 25	10	- 65	- 5
Italia	1973	3.480	2.130	770	6.380	- 955	5.425	+ 145	- 180
	1974	3.480	- 460	-1.460	1.560	-1.300	260	- 4.820	- 345
Norvegia	1973	40	1.330	185	1.555	- 25	1.530	+ 250	+ 30
	1974	40	1.610	195	1.845	- 90	1.755	+ 290	- 65
Paesi Bassi	1973	2.295	2.605	945	5.845	- 80	5.765	+ 1.160	- 295
	1974	2.295	3.430	1.135	6.860	- 140	6.720	+ 1.015	- 60
Portogallo	1973	1.160	1.630	35	2.825	315	3.140	+ 515	+ 100
	1974	1.175	1.005	35	2.215	260	2.475	- 610	- 55
Spagna	1973	600	5.920	280	6.800	- 195	6.605	+ 1.795	-
	1974	600	5.115	310	6.025	- 100	5.925	- 775	+ 95
Svezia	1973	245	1.985	235	2.465	625	3.090	+ 945	+ 335
	1974	245	1.210	235	1.690	980	2.670	- 775	+ 355
Svizzera	1973	3.515	4.965	-	8.480	3.635	12.115	+ 1.480	+ 405
	1974	3.515	5.410	-	8.925	5.795	14.720	+ 445	+ 2.160
Turchia	1973	150	775	80	1.005	.	.	+ 450	.
	1974	150	110	90	350	.	.	- 655	.
Canada	1973	925	3.850	905	5.680	- 390	5.290	- 270	+ 255
	1974	940	3.620	1.105	5.665	495	6.160	- 15	+ 885
Giappone	1973	890	9.935	1.155	11.980	-3.485	8.495	- 6.065	- 3.960
	1974	905	11.185	1.270	13.360	-11.595	1.765	+ 1.390	- 8.110

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 diverse dal dollaro non sono tutti uniformi.

in marzo dagli altri paesi membri della CEE, sono stati consolidati in crediti a medio termine con una scadenza media di 3 anni e mezzo.

Nella prima parte del 1975 la situazione ha presentato un sorprendente ulteriore miglioramento, con il disavanzo globale per i primi quattro mesi sceso a soli \$0,2 miliardi. Le attività ufficiali nette hanno addirittura segnato un leggero aumento di \$0,1 miliardi nel corso di questi mesi, avendo le autorità effettuato cospicui acquisti di valuta sul mercato in marzo ed aprile. In marzo sono stati rimborsati \$0,5 miliardi del prestito tedesco, mentre è stato effettuato un nuovo prelievo di \$0,4 miliardi sul FMI.

Germania. Nonostante il saldo positivo senza precedenti nella bilancia di parte corrente, i cospicui deflussi di capitali hanno ridotto nel 1974 l'eccedenza globale tedesca nei conti con l'estero all'ammontare di \$3,3 miliardi contro \$11,8 miliardi registrati nel 1973. Inoltre essendovi stati deflussi netti a breve termine di \$3,7 miliardi attraverso il sistema bancario, le attività monetarie ufficiali nette hanno presentato, nel complesso dell'anno, una lieve flessione pari a \$0,4 miliardi e ciò per la prima volta dal 1969.

Se si considera la dinamica degli eventi nel corso dell'anno, i deflussi di capitali del settore bancario si sono concentrati in due periodi. Il primo è stato in gennaio, con \$0,9 miliardi, in seguito all'inversione delle operazioni di *window dressing* di fine esercizio. I deflussi più consistenti si sono verificati però negli ultimi quattro mesi dell'anno, quando, in presenza di una crescente liquidità, come effetto congiunto della recessione interna e dell'allentamento nella politica monetaria che ne è seguito, le banche hanno aumentato i loro crediti a breve verso non residenti di \$3 miliardi, di cui i quattro quinti in marchi tedeschi. Il fallimento della Banca Herstatt d'altro canto non pare aver dato origine ad alcun deflusso netto di fondi bancari. E' vero che nei mesi di luglio ed agosto i non residenti hanno ridotto le loro disponibilità a breve presso le banche tedesche di \$2 miliardi, ma tale variazione è stata di fatto compensata da una diminuzione nei crediti a breve delle banche tedesche verso il resto del mondo.

Nel settore ufficiale, le attività nette hanno registrato notevoli fluttuazioni nel corso dell'anno. Dopo una flessione di \$0,9 miliardi in gennaio, esse sono salite di \$2,3 miliardi durante i quattro mesi seguenti, per poi nuovamente ridursi di un ammontare quasi uguale nel periodo fra la fine di maggio e metà settembre; la più forte di queste riduzioni ha avuto luogo prima che iniziasse il deflusso di vaste porzioni del settore bancario. Circa i due terzi dell'aumento avutosi nelle riserve nel periodo febbraio-maggio e più della metà del successivo calo sono attribuibili ad interventi sul mercato nell'ambito del "serpente". Inoltre, durante il primo dei periodi predetti, i prelievi effettuati dalla Riserva Federale sulla linea di *swap* con la Bundesbank hanno comportato un aumento di \$0,4 miliardi nelle riserve in dollari della Germania; l'operazione è stata interamente saldata alla fine di agosto. Nell'ultimo trimestre dell'anno, allorchè il saldo globale della bilancia dei pagamenti ha presentato un avanzo eccezionale, le attività ufficiali si sono accresciute di \$0,8 miliardi, parallelamente ad un deflusso netto nel settore bancario di \$1,7 miliardi.

Nel primo trimestre del 1975, con l'eccedenza nella bilancia dei pagamenti ulteriormente salita a \$2,7 miliardi, le attività ufficiali nette sono aumentate di \$2,2 miliardi. Tale ammontare comprende significativi acquisti ufficiali di dollari effettuati sul mercato, nonché altri prelievi della Riserva Federale sulla linea di *swap*; d'altra parte in tale periodo le autorità tedesche non sono intervenute a sostegno delle altre monete partecipanti al "serpente". In aprile, allorchè il marco tedesco si è indebolito sul mercato dei cambi, si registrava un deflusso di capitali a breve attraverso le banche di \$1,8 miliardi e le attività ufficiali nette erano scese di \$1,1 miliardi.

Svizzera. Poichè le autorità si sono astenute completamente dall'intervenire sul mercato delle valute, non desta sorpresa il fatto che il miglioramento di \$2,6 miliardi nella posizione monetaria netta sull'estero della Svizzera nel 1974 sia principalmente da ricondurre all'aumento di \$2,2 miliardi nelle attività nette verso l'estero delle banche commerciali. L'incremento di \$0,4 miliardi nelle attività monetarie ufficiali nette ha largamente rispecchiato il fatto che, al termine del 1974, la Banca Nazionale risultava aver assorbito dal settore bancario \$0,6 miliardi in più rispetto all'anno precedente.

Prescindendo dagli effetti delle operazioni di riporto di fine mese fra le banche e l'istituto centrale, il deflusso netto di fondi bancari è stato massimo nel periodo di febbraio-aprile 1974, quando, parzialmente a causa degli elevati rendimenti sui depositi in eurofranchi, ha raggiunto \$1,7 miliardi. Si è registrato anche un ulteriore lieve aumento nell'ultimo trimestre, nonostante la forte domanda di franchi svizzeri sviluppatisi a partire dalla fine di ottobre anche dai paesi esportatori di petrolio.

All'inizio del 1975 questo andamento aveva generato tali spinte al rialzo sul franco da indurre le autorità ad intervenire in gennaio ed in febbraio con acquisti di dollari sul mercato per un ammontare di \$0,8 miliardi. Nell'arco del trimestre le riserve hanno tuttavia presentato una leggera flessione, principalmente a causa di una riduzione di \$0,7 miliardi dei dollari detenuti dalla Banca Nazionale sotto forma di riporti con le banche commerciali. Complessivamente le attività nette sull'estero delle banche sono aumentate nel trimestre di \$2,4 miliardi.

Belgio-Lussemburgo. Nel 1974 la posizione monetaria globale verso l'estero dell'UEBL ha presentato un ulteriore miglioramento di \$0,5 miliardi, di cui la quasi totalità in conto riserve. Le riserve in dollari sono aumentate di \$0,7 miliardi mentre le disponibilità ufficiali in lire sono diminuite di \$0,4 miliardi in seguito alla progressiva liquidazione di operazioni di riporto con la Banca d'Italia.

Le attività ufficiali nette sono scese di \$0,5 miliardi nei primi cinque mesi, per poi aumentare di quasi \$1 miliardo nel restante periodo dell'anno. La suddetta flessione si era accompagnata ad un'uscita netta di capitali di \$0,9 miliardi attraverso il settore bancario. Sotto l'influsso di elevati saggi d'interesse sul dollaro le banche hanno per contro continuato a ridurre le proprie posizioni debitorie nette verso l'estero fino a settembre. Nel quarto trimestre però, con la caduta dei saggi d'interesse del dollaro, l'entrata netta di \$1 miliardo attraverso le banche ha praticamente compensato la totalità dei deflussi verificatisi nei precedenti nove mesi.

Nel primo trimestre del 1975, periodo in cui si è registrato un cospicuo avanzo nel saldo globale con l'estero, le attività ufficiali nette si sono ulteriormente accresciute di \$0,5 miliardi e vi è stato inoltre un deflusso netto di capitali a breve di \$0,7 miliardi attraverso le banche.

Paesi Bassi. Anche nei Paesi Bassi l'eccedenza globale sull'estero per il 1974, pari a \$1 miliardo, si è rispecchiata quasi esattamente in un aumento delle attività ufficiali nette. Sia le riserve valutarie, sia i crediti verso il Fondo Monetario Internazionale sono saliti nel corso dell'anno di \$0,2 miliardi; la seconda posta comprende la contribuzione di \$106 milioni alla *oil facility* del Fondo Monetario Internazionale — unico apporto, se si esclude il Canada, avente origine al di fuori dell'OPEC. Inoltre, nel gennaio 1974, sono stati rimborsati \$0,6 miliardi di debiti in essere alla fine del 1973 nei confronti di altri paesi della CEE attraverso il Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria.

Intorno alla tendenza di fondo ascendente le attività ufficiali nette hanno registrato notevoli oscillazioni nel corso dell'anno, in larga misura come contropartita a variazioni nella posizione netta sull'estero delle banche. Nella prima metà dell'anno, allorchè le autorità hanno restituito alle banche \$0,9 miliardi attinti dalle stesse durante l'ultimo trimestre del 1973 tramite operazioni di riporto, le attività ufficiali nette sono scese di \$0,4 miliardi, mentre il deflusso netto di capitali a breve tramite il sistema bancario è ammontato a \$0,6 miliardi. Nel corso del terzo trimestre, per contro, vi è stato un afflusso bancario netto a breve di \$0,8 miliardi, in gran parte determinato da fattori stagionali, e le riserve hanno segnato un incremento di \$1,1 miliardi. L'ulteriore aumento delle riserve verificatosi nel quarto trimestre, pari a \$0,3 miliardi, è stato contenuto da deflussi bancari per \$0,2 miliardi, nonché dallo storno dalle riserve della quota contributiva dei Paesi Bassi — pari a \$0,2 miliardi — nel prestito a breve della CEE all'Italia, in seguito alla sua rinegoziazione a più lungo termine.

Durante il primo trimestre del 1975 le attività ufficiali nette sono ulteriormente aumentate di \$0,2 miliardi, e pare essere continuato il deflusso di capitali a breve tramite il sistema bancario.

Svezia. Nel corso dell'anno le attività ufficiali nette hanno subito un calo di \$0,8 miliardi, pari cioè ad un terzo. Quasi la metà di tale riduzione è stata la contropartita di deflussi netti attraverso il sistema bancario. L'uscita di capitali bancari, causata essenzialmente da differenziali nei saggi d'interesse, si è concentrata nel primo semestre, mentre il calo nelle riserve si è protratto anche nel mese di luglio. Negli ultimi quattro mesi dell'anno vi è stato poi un leggero incremento delle riserve. Nel primo trimestre del 1975 si è registrato un saldo globale attivo di \$0,2 miliardi, che si è ripartito quasi equamente in aumenti nelle riserve e nelle attività bancarie nette sull'estero, mentre in aprile l'eccedenza ha raggiunto la cifra notevole di \$0,4 miliardi, con un aumento nelle riserve pari a \$0,3 miliardi.

Austria. Nel 1974 le attività ufficiali nette hanno avuto un aumento di \$0,5 miliardi, di cui i tre quarti trovano contropartita in un'espansione delle passività

nette bancarie sull'estero. Gli aumenti nelle riserve e gli afflussi bancari si sono concentrati nel secondo semestre, periodo in cui essi sono ammontati rispettivamente a \$0,7 e 0,5 miliardi. L'afflusso di capitali attraverso le banche è stato determinato da un aumento nei crediti a breve in valuta accordati a clienti nazionali. Durante il primo trimestre del 1975 le riserve sono aumentate di altri \$0,3 miliardi, benchè si sia estinto l'afflusso bancario.

Danimarca. Il peggioramento totale di \$0,1 miliardi nella posizione monetaria esterna è risultato da una contrazione di \$0,5 miliardi nelle attività ufficiali nette, in gran parte compensata da un deflusso di capitali a breve di \$0,4 miliardi tramite il sistema bancario. Nei soli primi cinque mesi dell'anno gli acquisti netti a pronti di valute straniere da parte delle banche hanno raggiunto l'ammontare di \$0,5 miliardi, come contropartita di acquisti a termine effettuati da imprese danesi a copertura dei rischi di svalutazione. Principalmente a causa di ciò le riserve hanno registrato in tale periodo una flessione di \$0,6 miliardi. In giugno, in seguito ad una ripresa della fiducia, le attività nette delle banche in valuta estera sono diminuite di \$0,2 miliardi, metà dei quali è andata ad incrementare le riserve. Durante la rimanente parte dell'anno vi sono state variazioni nette molto limitate sia nelle riserve, sia nella posizione sull'estero delle banche. Nel primo trimestre del 1975 vi è stata una nuova contrazione delle riserve pari a \$0,2 miliardi.

Finlandia. Il disavanzo globale della bilancia dei pagamenti si è accresciuto dal 1973 al 1974, passando da \$0,1 a 0,3 miliardi, due terzi dei quali sono stati finanziati mediante afflussi di capitale tramite il settore bancario. La maggior parte del disavanzo si è costituita nell'ultimo trimestre dell'anno. La tendenza sfavorevole pare aver subito un arresto nei primi mesi del 1975, in quanto la consistenza delle riserve non ha praticamente subito variazioni rispetto al livello di \$0,6 miliardi alla fine del 1974.

Norvegia. Nel 1974, nonostante un aumento nel disavanzo di parte corrente, i maggiori afflussi di capitali hanno consentito un ulteriore miglioramento di \$0,2 miliardi nella posizione monetaria esterna della Norvegia. Poichè le passività nette delle banche sull'estero sono aumentate di \$0,1 miliardi, le riserve ufficiali hanno segnato un incremento di \$0,3 miliardi. I due terzi di tale aumento derivano da interventi a sostegno delle monete di altri paesi aderenti al "serpente" europeo. Nel primo trimestre del 1975 vi è stata peraltro un'inversione nell'andamento delle riserve allorchè la corona norvegese ha necessitato di un notevole sostegno all'interno del "serpente", con una conseguente diminuzione delle riserve valutarie di \$0,3 miliardi.

Spagna. Dopo essere aumentate di quasi otto volte durante i precedenti quattro anni, nel primo trimestre del 1974 le riserve monetarie della Spagna hanno iniziato a decrescere, in seguito ad un peggioramento nella bilancia commerciale. Se si esclude un'interruzione durante la fase stagionale favorevole dei mesi estivi, la flessione è continuata per tutto il 1974 e si è accentuata nel 1975. Durante il periodo di quindici mesi che arriva alla fine del marzo 1975 la perdita cumulativa netta di riserve è stata di \$1,3 miliardi, di cui circa la metà si è verificata nel primo trimestre di quest'anno, periodo in cui la Spagna ha prelevato \$0,5 miliardi sul Fondo Monetario Internazionale.

Portogallo. Nel 1974 le riserve ufficiali sono diminuite di \$0,6 miliardi, portandosi al livello di \$2,2 miliardi alla fine dell'anno. Nel primo trimestre del 1975 vi è stata una ulteriore diminuzione nelle riserve pari a \$0,2 miliardi.

Altri paesi europei. In *Grecia* le attività ufficiali nette sono diminuite nel 1974 di \$0,2 miliardi, con una variazione molto modesta nella posizione esterna netta delle banche. In *Turchia* le attività ufficiali nette, che nel 1973 si erano quasi raddoppiate raggiungendo \$1,0 miliardi, hanno segnato un calo ancora più pronunciato nel 1974, portandosi a \$0,4 miliardi alla fine dell'anno. Il drenaggio delle riserve si è accelerato nel 1975, cosicchè al termine del primo trimestre la posizione monetaria netta presentava un modesto saldo negativo. In *Irlanda* per contro le attività monetarie nette ufficiali sono salite di \$0,2 miliardi nel corso del 1974, nonostante alcuni deflussi di capitali attraverso le banche. Nei primi quattro mesi del 1975 le riserve hanno però segnato una leggera flessione.

Canada. Nel 1974 la posizione monetaria esterna globale ha presentato un'eccezione di \$0,9 miliardi, interamente sotto forma di un miglioramento nella posizione netta delle banche sull'estero. Quasi tutto il deflusso bancario è avvenuto nei primi tre trimestri dell'anno, prima dell'allentamento avvenuto nella politica monetaria degli Stati Uniti. Le attività monetarie ufficiali nette, rimaste praticamente invariate nel complesso dell'anno, hanno segnato un aumento di \$0,5 miliardi nei primi quattro mesi, quando il dollaro canadese ha fatto notevolmente premio sul dollaro SU; alla fine di settembre la crescita nelle riserve era stata però completamente annullata in seguito all'indebolimento della moneta. Per quanto concerne la composizione delle riserve, i crediti sul FMI sono aumentati di \$0,2 miliardi nell'ultimo quadrimestre, a causa di prelievi sulla contribuzione canadese nella *oil facility* del Fondo, con una corrispondente diminuzione nelle riserve valutarie.

Nei mesi di gennaio e febbraio 1975 non vi sono state grosse variazioni nella posizione monetaria esterna globale. In marzo, essendo continuato l'indebolimento del dollaro canadese, si è registrato un disavanzo globale di \$0,5 miliardi, in gran parte coperto mediante afflussi tramite le banche. In aprile però, allorchè la moneta è scesa al di sotto della pari rispetto al dollaro, le riserve sono diminuite di \$0,3 miliardi.

Giappone. Dopo una contrazione nelle riserve di oltre \$6 miliardi subita nel 1973, il Giappone ha scelto di coprire le necessità di finanziamento per il 1974 interamente attraverso il sistema bancario; in effetti l'afflusso netto di capitali a breve tramite le banche giapponesi è stato di \$8,1 miliardi, cioè notevolmente superiore al disavanzo globale esterno di \$6,7 miliardi. Vi è stato pertanto un aumento nelle attività ufficiali nette di \$1,4 miliardi.

Il finanziamento dello scorso anno si è principalmente concentrato nel primo semestre. In tale periodo l'indebitamento netto a breve termine sull'estero da parte delle banche è stato pari a \$8,4 miliardi, sufficienti a coprire il disavanzo globale ed a permettere una crescita di \$1,3 miliardi nelle riserve. A metà anno le autorità hanno decisamente frenato l'indebitamento delle banche verso l'estero limitandone efficacemente l'ulteriore ricorso all'euromercato. Nonostante che l'indebitamento

globale delle banche si sia ulteriormente dilatato di \$0,4 miliardi nel corso del terzo trimestre, in luglio e agosto le attività ufficiali nette si sono ridotte di \$0,5 miliardi, invertendo la precedente tendenza. Nel quarto trimestre il saldo globale nei conti con l'estero è divenuto fortemente positivo, così che, nonostante la riduzione di \$0,7 miliardi nelle passività a breve sull'estero da parte delle banche, le attività nette sono aumentate di \$0,3 miliardi.

Nel primo trimestre del 1975, ad un disavanzo globale di \$1,2 miliardi registrato in gennaio — interamente finanziato da nuovi afflussi bancari a breve — ha fatto seguito un'eccedenza di \$0,6 miliardi nei mesi di febbraio e marzo, con un corrispondente incremento nelle attività ufficiali nette.

Fondo Monetario Internazionale.

Nel 1974 il ricorso alle disponibilità del Fondo da parte dei paesi membri ha superato ogni precedente. I prelievi lordi hanno raggiunto DSP 4.053 milioni; anche l'utilizzo in termini netti delle risorse del Fondo, detratti DSP 1.603 milioni di riacquisti, ha segnato un massimo storico con la cifra di DSP 2.450 milioni.

Il maggior utilizzo delle risorse del Fondo deriva in notevole misura dall'istituzione, nel giugno 1974, della speciale linea di credito (*oil facility*) per fronteggiare l'impatto del maggiore costo del petrolio importato. Per il finanziamento di tale linea di credito il Fondo ha concluso accordi di prestito con sette paesi membri esportatori di petrolio, a cui si aggiungono Canada e Paesi Bassi, per un totale di DSP 3.051 milioni. I maggiori contributi provengono dall'Arabia Saudita (1.000), Iran (580), Venezuela (450) e Kuwait (400). Nel 1974 trentatré paesi membri del Fondo hanno effettuato prelievi sulla *oil facility* per un totale di DSP 1.716 milioni, di cui i maggiori sono stati quelli dell'Italia (675), India (200), Jugoslavia (139), Pakistan (98), Corea (90) e Nuova Zelanda (86). Il rimborso integrale di tali prelievi può essere prorogato fino a sette anni, rispetto ai cinque anni previsti per i prelievi normali. Inoltre, i saggi d'interesse sono stati fissati ad un livello superiore a quello delle operazioni normali del Fondo; sul capitale prestato i mutuanti ricevono infatti un interesse del 7%, pari a quello corrisposto dai paesi debitori.

Prescindendo dalla *oil facility* i prelievi lordi sono ammontati lo scorso anno a DSP 2.337 milioni. Otto paesi europei hanno effettuato prelievi per un totale di DSP 1.351 milioni, di cui DSP 968 vanno attribuiti all'Italia. Quattro altri paesi europei (Danimarca, Francia, Germania e Paesi Bassi) hanno prelevato per un totale di DSP 312, allo scopo di poter rimborsare debiti risultanti dagli interventi a sostegno delle relative monete effettuati dalle autorità monetarie di altri paesi nell'ambito del "serpente" europeo. I paesi in via di sviluppo hanno compiuto prelievi per un ammontare di DSP 936 milioni, di cui DSP 373 vanno ascritti all'India. I riacquisti di gran lunga maggiori nel 1974 sono stati quelli effettuati dagli Stati Uniti, per un totale di DSP 1.007 milioni. I nove decimi di tale ammontare derivano da prelievi in dollari SU da parte di altri paesi.

In aggiunta alla *oil facility*, il Fondo ha istituito nel settembre 1974 un'altra linea di credito a lungo termine intesa particolarmente a favorire paesi in via di sviluppo. Tale facilitazione concede a quei paesi membri che si trovassero in particolari

condizioni di difficoltà nei pagamenti internazionali la possibilità di concludere con il Fondo accordi su base *stand-by* con validità fino a tre anni, anziché solo annuale; di elevare l'utilizzo massimo delle risorse del Fondo dal 125 al 190% delle loro quote; di prorogare fino a otto anni il termine per il rimborso dei prelievi. Aggiungendosi alle disponibilità speciali di prelievo già esistenti per il finanziamento di forti cadute nelle esportazioni dei paesi produttori di materie prime e di scorte "cuscinetto" di prodotti di base, l'introduzione della *oil facility* e della facilitazione creditizia per i paesi in difficoltà nei pagamenti con l'estero porta a cinque le differenti categorie di prelievi possibili sul Conto generale del Fondo.

Per quanto concerne i DSP, all'inizio degli anni 1974 e 1975 non sono state effettuate nuove assegnazioni. I trasferimenti lordi totali di DSP sono ammontati nel 1974 a DSP 1.038 milioni. Le transazioni concluse fra i paesi sottoposti alla procedura di designazione hanno raggiunto l'importo totale di DSP 449 milioni, mentre DSP 379 milioni sono stati trasferiti in base ad accordi fra i paesi partecipanti al "serpente" europeo, a regolamento di debiti derivanti da operazioni di sostegno sul mercato dei cambi. I trasferimenti fra i paesi ed il Conto generale del Fondo sono ammontati a DSP 211 milioni, di cui DSP 120 milioni allo scopo di ricostituire gli averi in DSP di paesi membri.

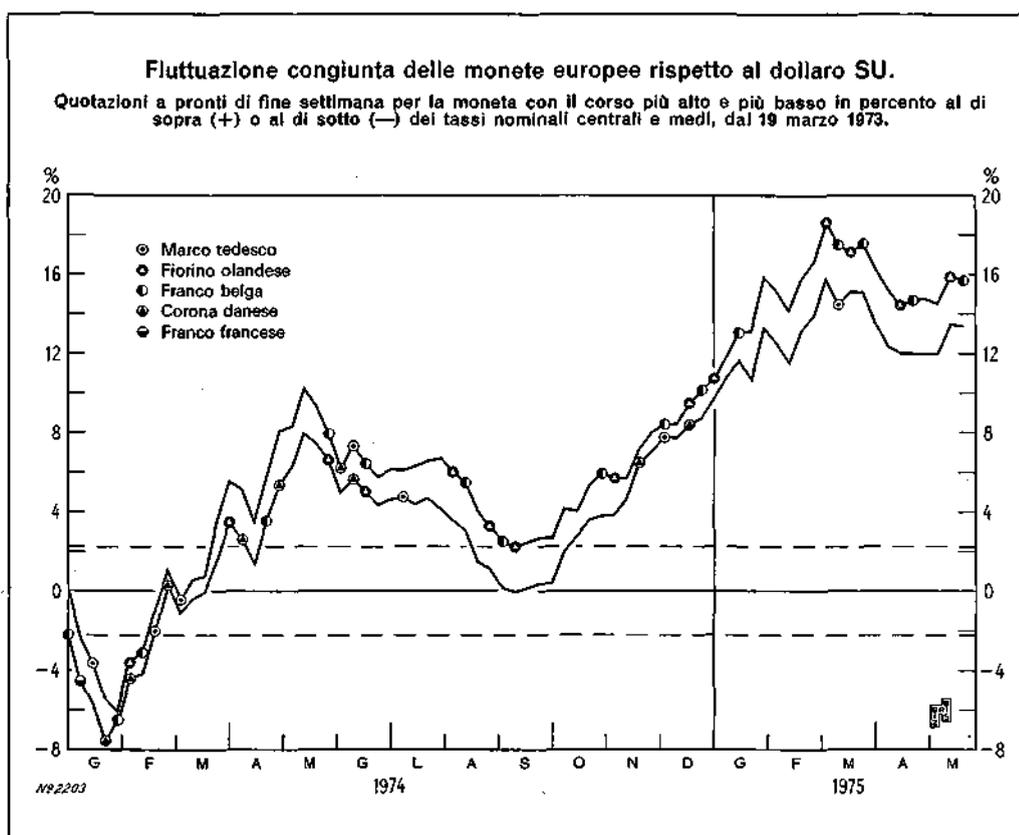
Nel primo trimestre del 1975 i prelievi totali sul Fondo sono stati pari a DSP 1.358 milioni. Di tale importo DSP 769 milioni hanno costituito prelevamenti sulla *oil facility*, fra cui i maggiori sono stati quelli della Spagna (296) e della Turchia (113). Al di fuori della *oil facility* il prelievo di entità maggiore è stato quello di DSP 300 milioni effettuato dall'Italia. L'utilizzo netto delle risorse del Fondo durante il trimestre è ammontato a DSP 1.116 milioni.

E' stata già fatta menzione (si veda alla pagina 34) della conclusione dei lavori del Comitato dei Venti per la riforma monetaria e del proseguimento degli stessi da parte del nuovo Comitato ad interim del Consiglio dei Governatori. E' stata anche ricordata la valutazione dei DSP, a partire dal 1° luglio 1974, sulla base di un "paniere" di sedici monete. Inoltre nell'ottobre 1974 gli Accordi Generali di Prestito (AGP) sono stati prorogati per altri cinque anni. In gennaio 1975 è stato raggiunto un accordo di massima circa il sesto incremento globale delle quote. Le quote totali dovranno essere aumentate del 32,5%, portandole alla cifra arrotondata di DSP 39 miliardi. La proporzione nel totale delle quote relativa ai membri del Fondo appartenenti all'OPEC dovrà essere raddoppiata, passando dal 5 al 10%, mentre quella dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio sarà perlomeno mantenuta all'attuale 23%. I particolari in merito alla nuova struttura delle quote non sono stati ancora concordati.

A seguito dell'accordo di principio raggiunto dal Comitato ad interim in occasione della seduta del gennaio 1975, in aprile è stato ufficialmente annunciato l'ampliamento della *oil facility*. In aggiunta all'importo di DSP 540 milioni, corrispondente alle disponibilità non utilizzate nel 1974, si dovranno procurare ulteriori DSP 5 miliardi di risorse presso i paesi esportatori di petrolio e gli altri membri con forti posizioni esterne. L'accesso alla linea di credito dovrà essere sottoposto a condizioni più severe rispetto al passato.

La fluttuazione congiunta di alcune monete europee.

Nel periodo sotto rassegna è proseguita la fluttuazione congiunta delle monete di Belgio, Danimarca, Germania, Paesi Bassi, Norvegia e Svezia, sulla base stabilita nel marzo 1973. La Francia si è ritirata dal gruppo il 21 gennaio 1974. La fascia delle monete partecipanti è stata di nuovo e ripetutamente dilatata fino alla sua massima larghezza, e si sono quindi resi necessari interventi su larga scala soprattutto nella primavera del 1974, allorchè il marco tedesco rappresentava la moneta più forte del gruppo, e poi nel terzo trimestre, quando la stessa moneta è stata per la maggior parte del tempo la più debole. Inoltre, in un certo numero di occasioni le autorità dei paesi partecipanti hanno scelto di intervenire in dollari per prevenire il raggiungimento dei limiti rispetto alle altre valute del "serpente". Ciò è derivato in parte dal fatto che le tensioni nell'ambito del "serpente" sono state spesso causate da un eccesso nell'offerta o nella domanda di dollari sul mercato contro una particolare valuta partecipante, come ad esempio il marco tedesco. Inoltre, l'intervento in dollari, nella misura in cui attenua la necessità di interventi all'interno del "serpente", riduce l'entità dei regolamenti risultanti dagli interventi stessi. Per i paesi CEE partecipanti alla fluttuazione congiunta tali regolamenti possono dar luogo a difficoltà, poichè devono essere effettuati in attività aventi una composizione corrispondente alle riserve del paese debitore.



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

Durante la fase di debolezza che il dollaro ha nuovamente attraversato nel periodo fra la fine di gennaio e la metà di maggio 1974, le sei monete rimaste nel "serpente" sono salite fra il 9 e l'11% al disopra dei tassi centrali nominali con il dollaro. Dall'inizio di marzo, il marco tedesco si è trovato al limite superiore del "serpente", con la corona svedese, la corona danese e, successivamente, il franco belga al punto più basso. Le autorità tedesche hanno sostenuto queste ultime valute con interventi di circa \$ 1,7 miliardi fra l'inizio di marzo e la metà di maggio. Durante la fase di recupero del dollaro, avvenuta fra la metà di maggio e l'inizio di settembre, il "serpente" è ridisceso dell'8% circa rispetto alla moneta americana. In giugno, in presenza di un mercato relativamente calmo, le posizioni debitorie e creditorie dovute ad interventi nel "serpente" sono scese quasi a zero. In seguito al fallimento della Banca Herstatt, il marco tedesco ha perso nei confronti del dollaro in misura maggiore delle altre monete partecipanti alla fluttuazione congiunta, cadendo così al limite inferiore del "serpente". Il franco belga, il fiorino olandese e la corona norvegese sono state le valute più forti del gruppo in questo periodo estivo, e nel terzo trimestre sono intervenute a sostegno del marco per un ammontare di circa \$ 1,3 miliardi.

Dall'inizio di settembre 1974 fino ai primi giorni del marzo 1975 il "serpente" ha avuto un costante movimento ascendente rispetto al dollaro, con un apprezzamento complessivo del 17%, senza peraltro forti pressioni fra le monete partecipanti. Di fatto i forti acquisti di dollari effettuati dalla Germania, particolarmente nel gennaio e febbraio 1975, hanno avuto l'effetto di impedire al marco tedesco di portarsi al limite superiore del gruppo. All'inizio di marzo le monete del "serpente" si distribuivano in una fascia che andava dal 16,5 al 18,75% al disopra dei loro tassi centrali nominali con il dollaro. In seguito le monete del gruppo hanno segnato leggere flessioni rispetto al dollaro; ma verso la fine di maggio, allorchè vi è stata una nuova fase di debolezza della moneta americana, la fascia si è trovata soltanto del 2,5% circa al di sotto della punta massima di marzo. Durante questo mese il marco tedesco è sceso al punto più basso del "serpente" e in aprile ha ricevuto un moderato sostegno dai partecipanti del gruppo. Vi sono state inoltre consistenti vendite di dollari sul mercato dei cambi da parte delle autorità tedesche.

In seguito al brusco apprezzamento del franco svizzero nei confronti di tutte le altre più importanti monete verificatosi a partire dalla fine dell'ottobre 1974, le autorità svizzere hanno iniziato nei primi mesi del 1975 a considerare con gli altri partecipanti la possibilità di un ingresso del franco svizzero nella fluttuazione congiunta. A tale riguardo non è stata finora presa alcuna decisione. Il 9 maggio il Presidente francese ha reso noto che, in considerazione della migliorata posizione della Francia nei conti con l'estero, il franco francese sarebbe potuto rientrare nel gruppo. Successivamente nel mese il franco è ritornato entro la fascia del 2,25% delle sue parità indirette rispetto alle monete del "serpente".

Nel periodo sotto rassegna lo scellino austriaco ha continuato ad essere aggan- ciato non ufficialmente al "serpente". Alla metà di maggio 1974 tuttavia, in seguito alla forte pressione al rialzo sullo scellino, sono stati ampliati dal 2,25 al 4,5% i suoi margini di fluttuazione rispetto alle monete del "serpente", e il tasso effettivo di cambio rispetto a queste monete ed al franco svizzero è stato innalzato del 3% circa.

Altri sviluppi sul mercato dei cambi.

Prescindendo dagli sviluppi descritti nel capitolo I e nel precedente paragrafo di questo capitolo, nel periodo sotto rassegna i principali paesi industriali hanno apportato ulteriori importanti innovazioni nei controlli amministrativi sui movimenti internazionali dei capitali. In gran parte tali mutamenti hanno riguardato ulteriori abolizioni di restrizioni agli afflussi di capitale, congiunte in alcuni casi con provvedimenti per incoraggiare l'ingresso di fondi, iniziato nei primi mesi del 1974, a seguito del rincaro del petrolio (vedasi 44^a Relazione annuale, pagine 167-172). In Svizzera però l'abolizione di queste restrizioni è stata seguita da un così repentino e massiccio spostamento di capitali sul franco, da doverne ben presto richiedere il ripristino ed ampliarne la portata. Un'altra caratteristica del periodo sotto rassegna, è stato l'inasprimento da parte delle autorità di un certo numero di paesi europei e degli Stati Uniti delle norme di vigilanza e/o regolamentazione relative alle operazioni dei cambi delle banche, in seguito alle perturbazioni verificatesi nel settore bancario nella primavera ed estate 1974. Per quanto concerne il resto del mondo, sono da registrare un certo numero di svalutazioni ed alcuni cambiamenti nelle politiche valutarie, nel senso di rinunciare al mantenimento della stabilità della propria moneta in termini di dollari per indirizzarsi verso una politica di stabilizzazione rispetto ad un "paniere", ponderato commercialmente, di valute straniere.

Regolamentazione e vigilanza delle operazioni valutarie delle banche. In seguito alle pesanti perdite sui cambi subite da un limitato numero di banche nella primavera ed estate 1974, alcuni paesi si sono indirizzati verso un rafforzamento delle procedure ufficiali di controllo e vigilanza su questa parte di attività del settore bancario. Il primo paese ad agire in tal senso è stato la Germania, a metà luglio 1974, in seguito al fallimento della Banca Herstatt avvenuto verso la fine di giugno. Alle banche è stato imposto di dichiarare alla fine di ogni mese le loro posizioni a termine in valuta, con specificazioni analitiche per scadenza e per tipo di valuta e indicando separatamente le posizioni verso i residenti ed i non residenti. In ottobre sono state introdotte limitazioni alle posizioni valutarie non in pareggio (a pronti più a termine) risultanti alla fine di ogni giornata lavorativa. Tali limiti erano il 30% del patrimonio netto della banca per il totale delle posizioni non in pareggio indipendentemente dalla scadenza ed il 40% per le posizioni in scadenza entro ciascun mese o ciascun semestre. Dall'aprile 1975 le banche sono state tenute soltanto a presentare le loro posizioni valutarie a termine complessive senza più alcuna specificazione analitica.

In Svizzera nel luglio 1974 la dichiarazione delle banche relativa alle operazioni valutarie a termine è stata fissata su base mensile e dalla fine di ottobre tale prescrizione è stata applicata anche ad altri istituti finanziari soggetti alla Legge bancaria. Nell'aprile 1975 questi provvedimenti sono stati seguiti da un accordo informale, in base al quale le banche (nonchè gli istituti non bancari impegnati in operazioni valutarie) riferiscono alle autorità, al termine di ogni giorno lavorativo, su tutte le operazioni valutarie, a pronti o a termine, che raggiungono o superano l'importo di \$5 milioni. Le transazioni di eccezionale entità sono dichiarate prima della loro esecuzione e le autorità possono intervenire nelle stesse in particolari circostanze.

Nel *Regno Unito* le autorità hanno rafforzato nell'agosto 1974 la vigilanza sulle banche. Nel dicembre 1974 è stato richiesto alle stesse di riferire circa i poteri delegati alle loro filiali estere nella trattazione di operazioni valutarie ed è stato altresì raccomandato dalle autorità un codice di comportamento in tale settore, inteso a diminuire il rischio di perdite sui cambi.

In *Austria*, la dichiarazione delle transazioni lorde a termine compiute dalle banche sul mercato dei cambi e delle posizioni correlate della bilancia dei pagamenti è stata introdotta nell'agosto 1974.

Negli *Stati Uniti* a metà ottobre 1974 il Tesoro ha emanato nuove disposizioni con le quali si richiedeva alle maggiori banche nazionali, comprese le loro succursali ed affiliate all'estero, di dichiarare su base settimanale e mensile le attività e passività a pronti ed a termine in ciascuna delle nove più importanti valute. Dal febbraio 1975 alle società non bancarie è stato richiesto di dichiarare tutte le posizioni valutarie a pronti o a termine nelle nove principali monete, d'importo pari o superiori a \$1 milione.

Nel *Lussemburgo*, nel settembre 1974, le banche sono state invitate a fornire informazioni più dettagliate circa i loro impegni valutari a termine. In novembre è stato loro richiesto di dichiarare tutte le posizioni a termine scoperte in valuta estera eccedenti l'equivalente di fr.luss. 25 milioni.

In *Belgio* è stata introdotta nell'ottobre 1974 la dichiarazione giornaliera delle posizioni a termine nelle principali valute estere. Alle banche è stato inoltre richiesto di redigere mensilmente uno scadenzario delle posizioni valutarie nette (a pronti, a termine, e combinate) nelle monete maggiori, e di fornire informazioni particolareggiate su tutte le singole operazioni valutarie a termine superiori al 10% del capitale netto. Nel gennaio 1975 è stata inasprita la vigilanza sulle operazioni a termine in valuta compiute dalle banche.

Passando alle *variazioni intervenute nei controlli sui movimenti internazionali dei capitali*, in Germania è stato sospeso nel settembre 1974 il sistema del "Bardepot" (deposito in contanti) per la limitazione dell'indebitamento all'estero da parte delle società nazionali non bancarie; sono state altresì tolte le restrizioni imposte ai residenti tedeschi nella cessione di effetti cambiari e analoghi titoli di credito ai non residenti. Successivamente a tali provvedimenti, in ottobre sono stati abbassati dell'8% i coefficienti delle riserve obbligatorie a fronte delle passività bancarie verso l'estero, situandoli tra il 32,2% per i depositi a vista e il 23% per i depositi a risparmio. Nel gennaio 1975 alle banche e agli enti emittenti è stato richiesto di limitare rispettivamente a DM 300 e DM 150 milioni mensili le emissioni obbligazionarie e i collocamenti privati in marchi tedeschi di non residenti. Tale accordo è stato sostituito nell'aprile 1975 da uno successivo in base al quale le banche concordavano di collocare al di fuori del paese tutti i prestiti in marchi tedeschi di emittenti stranieri.

In *Giappone* è stata presa nel secondo semestre del 1974 tutta una serie di provvedimenti per incoraggiare l'afflusso di fondi. In agosto sono state allentate le restrizioni sulle operazioni di riporto di dollari in yen effettuate dalle banche straniere

operanti in Giappone, sugli acquisti da parte dei non residenti di carta governativa a breve termine e di titoli ad interesse fisso non quotati ufficialmente, sui prefinanziamenti alle esportazioni giapponesi ed infine sul ricorso all'indebitamento estero da parte delle società industriali nazionali. In settembre sono stati aboliti i coefficienti di riserva ed i massimali del saggio d'interesse relativi ai conti in yen liberamente convertibili intestati a non residenti; in ottobre è stato liberalizzato l'acquisto da parte dei non residenti di obbligazioni giapponesi di nuova emissione.

D'altra parte, prima di questi provvedimenti, alle banche giapponesi era stato richiesto in giugno di limitare il ricorso al mercato dell'eurodollaro, accresciutosi molto rapidamente nella prima parte dell'anno. In luglio le banche sono state invitate a non aumentare i loro prestiti in dollari ai non residenti al di sopra del livello di fine giugno. Verso la fine dell'anno tale restrizione è stata tuttavia attenuata, relativamente ai prestiti accordati a società giapponesi operanti all'estero.

In *Svizzera* il divieto di pagare interessi sui depositi in franchi di non residenti è stato sospeso alla metà di ottobre 1974, completando così la revoca delle varie restrizioni imposte a partire dal 1971 all'afflusso di capitali a breve. Allorchè, in seguito a questo provvedimento, vi è stato un repentino spostamento di fondi sul franco, le restrizioni all'entrata di capitali sono state reintrodotte ed ampliate di portata. Alla fine di novembre è stato ripristinato il divieto degli interessi, prescrivendo inoltre un addebito per commissioni del 3% trimestrale e riserve obbligatorie su tutti gli incrementi registrati dai depositi in franchi di non residenti rispetto al livello di fine ottobre. Allo scopo di impedire che tali disposizioni potessero essere aggirate attraverso il mercato dei cambi a termine, alle banche è stato richiesto di non superare il livello di fine ottobre nelle vendite a termine di franchi a non residenti. Nel gennaio 1975 il divieto degli interessi è stato applicato all'intero ammontare dei depositi in franchi dei non residenti, elevando l'addebito per commissioni al 10% trimestrale. Contemporaneamente alle banche è stato richiesto di ridurre le vendite a termine di franchi ai non residenti ed è stato loro proibito di assumere posizioni complessive (a pronti più a termine) non in pareggio in tutte le valute considerate globalmente. Tale provvedimento è stato ampliato in aprile nel senso di applicarsi separatamente alle posizioni in ciascuna delle nove principali valute, nonché alle posizioni in tutte le altre valute prese assieme.

Nel novembre 1974 le autorità svizzere hanno anche agito nel senso di assicurare un pronto espatrio dei fondi presi a prestito sul mercato svizzero da non residenti, reintroducendo l'obbligo di conversione immediata in valuta estera dei fondi acquisiti sul mercato valutario. In dicembre tale prescrizione è stata ulteriormente inasprita, richiedendo che la predetta conversione fosse effettuata presso la Banca Nazionale. Precedentemente, nel mese di maggio, era stata temporaneamente vietata ai non residenti l'emissione di prestiti e di effetti stilati in franchi svizzeri. Ai non residenti sono stati nuovamente permessi il collocamento privato di effetti a partire da agosto e l'emissione di prestiti a partire da settembre. Nel maggio 1975 sono state quindi abolite tutte le limitazioni sui collocamenti privati di effetti.

In *Svezia* sono stati presi numerosi provvedimenti a partire dalla primavera del 1974 per incoraggiare l'afflusso di capitali. Nell'aprile 1974 è stato permesso alle

banche di elevare i saggi d'interesse sui prestiti concessi ai clienti, se ciò avesse indotto le società svedesi a ricercare maggiormente finanziamenti all'estero. Al tempo stesso è stato ridotto da dieci a cinque anni la durata minima dei prestiti contratti all'estero dalle imprese per finanziare investimenti industriali. Nel giugno 1974 è stato vietato il pagamento di interessi su qualsiasi successivo incremento nei depositi in valuta detenuti da residenti presso le banche svedesi. Tale prescrizione è stata seguita in agosto dal permesso di indebitamento all'estero senza alcun particolare riferimento allo scopo per cui i capitali erano richiesti.

In *Italia* è stato introdotto all'inizio di maggio 1974 un sistema di deposito in contanti, in base al quale agli importatori è stato imposto di versare in un conto infruttifero presso la Banca d'Italia e per la durata di sei mesi il 50% del valore c.i.f. di una vasta gamma di merci importate. Alla fine di luglio la maggior parte delle importazioni agricole sono state esentate dall'obbligo del deposito, in seguito ad un accordo fra i paesi della CEE. L'intero sistema è stato abolito nel marzo 1975. Nel luglio 1974 le autorità italiane hanno proibito ogni ulteriore incremento negli indebitamenti netti a breve verso l'estero delle aziende di credito.

In *Spagna*, a partire dal luglio 1974, le banche sono state autorizzate ad aprire conti in valute convertibili intestati a non residenti. Nessuna banca tuttavia può accettare siffatti depositi fino a tre anni per un totale superiore al doppio del proprio capitale netto. I fondi ricevuti per tale via possono essere impiegati all'interno o all'estero, con un limite, posto ai prestiti a non residenti, del 5% dei depositi totali della banca oppure del 20% delle risorse del mutuatario.

In *Danimarca* nel settembre 1974 è stato aumentato da cor.dan. 5 a 20 milioni all'anno il limite all'indebitamento a lungo termine all'estero delle imprese nazionali. A partire da dicembre i residenti degli altri paesi CEE sono stati liberamente ammessi all'acquisto di obbligazioni emesse in corone quotate alla borsa di Copenhagen.

In *Austria*, sono state prorogate sino alla fine del 1975 le restrizioni introdotte nel novembre 1972 su certe categorie di investimenti all'interno da parte di non residenti e sull'indebitamento all'estero dei residenti per il finanziamento delle importazioni e degli investimenti interni. Inoltre sono stati prorogati fino alla metà del 1975 gli accordi dell'agosto 1971, in base ai quali le banche si sarebbero astenute dall'accrescere la liquidità interna attraverso l'espansione delle proprie passività in valuta nei confronti di non residenti. Tuttavia dalla fine del 1974 le banche non sono più tenute a depositare su conti infruttiferi presso la Banca Nazionale il 75% degli incrementi nelle passività in scellini verso non residenti.

Nel *Regno Unito*, alla fine del 1974 non sono stati rinnovati gli accordi triennali per la garanzia dei saldi in sterline, conclusi nel 1968 con i singoli paesi d'oltremare dell'area della sterlina. Le garanzie avevano di fatto perso gran parte dell'importanza originale, in quanto dal settembre 1973 non venivano applicate agli incrementi nei saldi di quei paesi, alcuni dei quali, in seguito al rincaro del petrolio, erano stati decisamente cospicui.

Per quanto concerne i controlli sui cambi, nel dicembre 1974 sono state leggermente inasprite le restrizioni sugli investimenti diretti all'estero; nel gennaio 1975 è stata proibita alle banche la conversione in sterline, per il risconto a Londra, degli effetti cambiari stilati in valuta estera, con l'eccezione di quelli emessi come contropartita di transazioni commerciali con l'area della sterlina.

In *Finlandia* è stato introdotto nel marzo 1975 un sistema di depositi sulle importazioni, avente la durata di un anno. Tali depositi, che variano tra il 5 e il 30% del valore doganale di una vasta gamma di prodotti, devono essere effettuati su conti infruttiferi presso la Banca di Finlandia per un periodo di sei mesi.

In *Grecia* la dracma è stata disancorata dal dollaro nel marzo 1975. I tassi di cambio sono ora collegati alle variazioni segnate da una media ponderata commercialmente di valute straniere, in modo da conservare il valore della dracma rispetto a tale media.

In *Islanda* il tasso di cambio della corona rispetto al dollaro è stato abbassato in più riprese per una misura complessiva del 38% nel periodo dal maggio 1974 al febbraio 1975, passando da un tasso centrale di cor.isl. 92,80 ad uno di cor.isl. 149,60. Dal maggio al dicembre 1974 è stato inoltre in vigore un sistema di depositi sulle importazioni.

In *Jugoslavia* il tasso di cambio del dinaro rispetto al dollaro SU e le altre principali monete è stato ripetutamente abbassato nel corso del periodo sotto rassegna. Nell'agosto 1974 sono stati ridotti del 15% gli stanziamenti in valuta estera per l'importazione di beni di consumo e del 10% quelli per l'importazione di materie prime e semi-lavorati. Al tempo stesso alcune categorie di beni di consumo sono state assoggettate a speciale licenza d'importazione. Poco dopo è stato introdotto un sistema di depositi sulle importazioni, in base al quale gli importatori debbono versare, su conti infruttiferi presso la banca centrale, per periodi che vanno da sei a dodici mesi, importi dal 30 al 50% del valore di una vasta gamma di merci.

In *Turchia* nel maggio 1974 la lira era stata leggermente rivalutata rispetto al dollaro, da £T 14 a 13,50. Tuttavia, nell'aprile 1975 il tasso è stato nuovamente portato al precedente livello, con due successivi deprezzamenti. Nel novembre 1974, nel gennaio e nel maggio 1975 la lira turca è stata inoltre svalutata rispetto ad alcune valute europee.

Per quanto concerne il resto del mondo, in *Australia* alla fine di settembre 1974 la moneta è stata svalutata del 12% rispetto al dollaro SU e all'oro. Contemporaneamente è stato abolito l'ancoraggio diretto fra il dollaro australiano ed il dollaro SU, introdotto in seguito al riallineamento fra le monete del dicembre 1971. Dal settembre 1974 i tassi di cambio fra il dollaro australiano e le altre valute sono stati determinati in modo da mantenere costante il valore del dollaro rispetto ad una media ponderata commercialmente di valute estere. Dalla metà del 1974 sono state allentate le restrizioni sugli afflussi di capitale privato. Fra giugno e novembre è stato progressivamente abolito l'obbligo di deposito infruttifero del 33,3% a fronte dell'indebitamento verso l'estero, con l'eccezione del credito commerciale. Nel no-

vembre 1974 e nel gennaio 1975 sono stati rispettivamente abbassati da due anni a sei mesi il periodo minimo per l'indebitamento all'estero dei residenti australiani ed il periodo minimo di scadenza dei titoli a reddito fisso acquistabili dai non residenti.

Nella *Nuova Zelanda*, paese che nel luglio 1973 aveva disancorato la propria moneta dal dollaro, basando la propria politica dei cambi sul concetto del tasso di cambio effettivo, sono stati apportati adeguamenti al tasso di cambio in simultaneità con la svalutazione del dollaro australiano avvenuta nel settembre 1974. Il dollaro neozelandese è stato rivalutato del 3% rispetto al dollaro australiano e svalutato del 9% rispetto a tutte le altre monete.

In *Sud Africa* la precedente prassi di mantenere un tasso di cambio fisso fra il rand ed il dollaro SU per lunghi periodi di tempo è stata abbandonata nel giugno 1974. Da allora è stata apportata una serie di aggiustamenti di modesta entità in ambedue i sensi, che si sono risolti in un deprezzamento cumulativo del 2% del tasso centrale rispetto al dollaro.

In *Hong Kong* il dollaro è stato lasciato fluttuare dalla fine di novembre 1974, ponendo così fine all'aggancio fisso con il dollaro SU introdotto dopo la fluttuazione della sterlina, alla metà del 1972.

Nel *Medio Oriente* un certo numero di paesi esportatori di petrolio ha recentemente disancorato le proprie monete dal dollaro, riferendo le stesse al DSP, in base a tassi corrispondenti al rapporto fra il rispettivo contenuto in oro delle monete ed il DSP. Ciò è stato fatto dall'*Iran* in febbraio e dall'*Arabia Saudita* e dal *Qatar* in marzo. Sempre in marzo, il *Kuwait* ha disancorato la propria moneta dal dollaro, fissandone il tasso di cambio rispetto ad un "paniere" di valute ponderato su base commerciale.

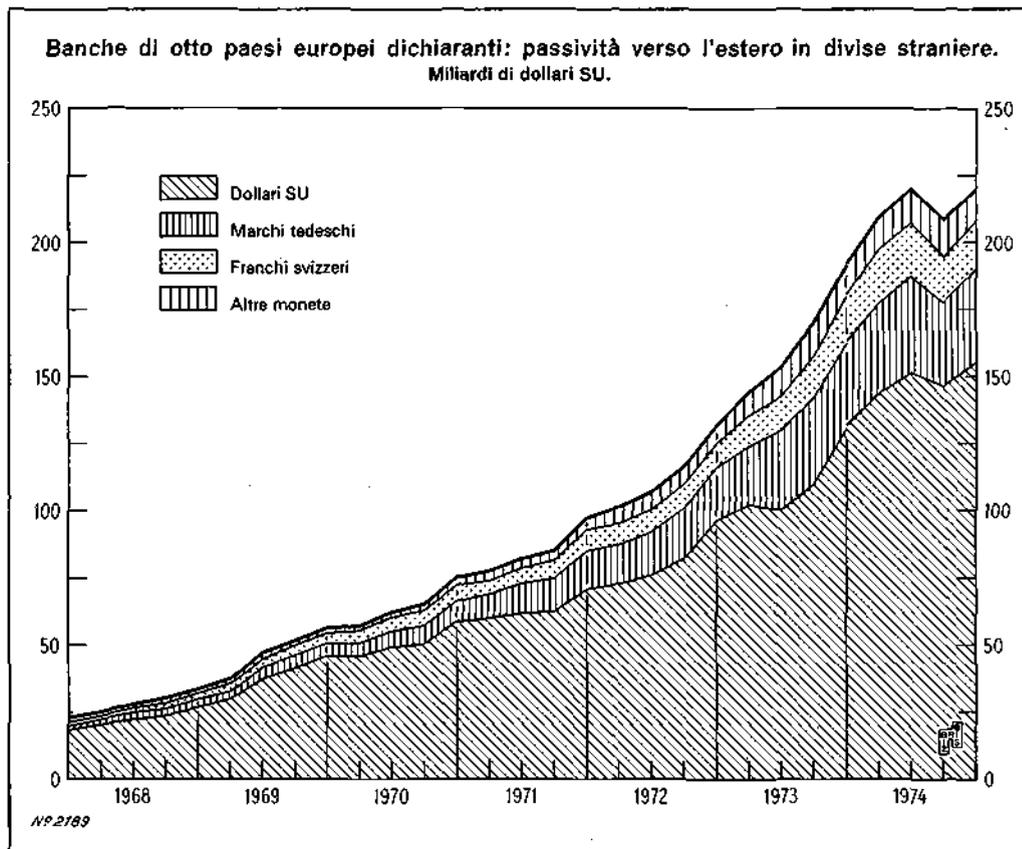
In *Israele* nel novembre 1974 la sterlina è stata svalutata del 30% rispetto al dollaro, portandola a un nuovo tasso di £1 6 = \$SU 1. Al tempo stesso sono state elevate, in misura variabile dal 10 al 20%, le imposizioni fiscali su determinate importazioni, vietando altresì per un periodo di sei mesi l'importazione di alcuni beni di consumo.

Nel periodo sotto rassegna le monete di un certo numero di paesi dell'America Latina hanno subito deprezzamenti sensibili. In *Argentina*, all'inizio di marzo 1975 il peso è stato svalutato del 50% rispetto al dollaro sul mercato ufficiale, passando da pesos 5 a pesos 10 = \$SU 1 e del 34% sul mercato finanziario, da pesos 9,98 a pesos 15,10 = \$SU 1. In *Brasile*, fra il maggio 1974 e il maggio 1975, il cruzeiro ha subito dodici ritocchi rispetto al dollaro, con una svalutazione totale del 18%, da cruz. 6,6 a cruz. 8,0 = \$SU 1. In *Chile* la svalutazione della moneta rispetto al dollaro durante l'anno terminante al maggio 1975 è stata dell'85%. Il tasso di cambio ufficiale è ora di scudi 4.300 = \$SU 1, ed il tasso di cambio per il turismo di scudi 4.800. In *Colombia* il peso si è deprezzato di quasi il 15% rispetto al dollaro, passando da pesos 25,6 = \$SU 1 nel maggio 1974 a pesos 30 = \$SU 1 nell'aprile 1975. In *Uruguay*, tra l'aprile 1974 e l'aprile 1975, il tasso di cambio del peso sul mercato commerciale è stato abbassato del 54%, passando da pesos 1.084 a pesos 2.330 = \$SU 1.

V. IL MERCATO DELLE EURODIVISE E DELLE EUROBLIGAZIONI.

Il mercato delle eurodivise.

Per il mercato delle eurodivise il 1974 è stato un anno particolarmente ricco di eventi. Le passività lorde verso l'estero in valuta delle banche degli otto paesi europei dichiaranti, accresciutesi rapidamente nella prima metà dell'anno, hanno presentato una notevole contrazione nel terzo trimestre, per aumentare di nuovo verso la fine dell'anno. Globalmente, le passività lorde si sono accresciute di \$28 miliardi (14%) - quindi in misura nettamente inferiore ai \$60 miliardi (45%) del 1973 - passando a \$220 miliardi. Dell'espansione del 1974 grosso modo \$8 miliardi appaiono essere il risultato di variazioni di valutazione derivanti dall'aumento, in termini di dollari, del valore delle passività delle banche in valute che si sono apprezzate rispetto al dollaro. Astraendo da questi effetti del tasso di cambio, l'unico aumento effettivo si è avuto nella componente in dollari, accresciutasi di \$24 miliardi, mentre la parte



restante del mercato delle eurodivise sembra essersi contratta di \$4-5 miliardi. La contenuta espansione globale ha avuto luogo in presenza di un aumento di quasi il 40% nei prezzi in dollari del commercio mondiale e di saggi interni d'inflazione superiori al 10% nella maggior parte dei paesi.

La decelerazione appare molto meno marcata ove si tenga conto della dimensione netta del mercato. L'ammontare degli eurocrediti in essere fra le banche degli otto paesi europei dichiaranti, al netto delle duplicazioni contabili dovute a ridedpositi interbancari, ma incluse le posizioni nei confronti dei residenti non bancari, si può stimare sia aumentato di \$45 miliardi ovvero di circa un terzo, passando a \$177 miliardi, contro un incremento di \$40 miliardi (quasi il 45%) nel 1973. La componente in dollari è aumentata di circa \$36 miliardi, passando a 133 miliardi. Per la prima volta quest'anno la crescita netta del mercato non è stata considerevolmente inferiore a quella lorda. Ciò è dipeso dal fatto che la contrazione del terzo trimestre è stata limitata al settore interbancario del mercato, mentre il credito agli utilizzatori finali ha continuato ad espandersi per tutto l'anno e vi è stato, in particolare, un cospicuo aumento nel credito ai residenti non bancari, non riflesso nei dati lordi.

Ove si includano le attività valutarie delle banche in paesi non compresi nell'area europea dichiarante, l'aumento nelle dimensioni nette del mercato lo scorso anno può calcolarsi in \$55 miliardi, il che ha portato il totale a circa \$210 miliardi, rispetto ad un aumento di circa \$50 miliardi nel 1973.

Sembra che nel primo trimestre del 1975 le posizioni lorde verso l'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti siano aumentate di \$10 miliardi, cioè un po' meno rispetto al trimestre precedente. Ma mentre nel quarto trimestre i dati sono stati gonfiati dalla costituzione di posizioni connesse alla scadenza di fine anno e da ampi effetti di valutazione, la liquidazione di queste posizioni ha agito in senso opposto sui dati del primo trimestre e le rettifiche di valutazione sono state di scarso rilievo. Sembra pertanto che l'espansione delle posizioni lorde esterne in termini reali sia stata molto più pronunciata rispetto all'ultimo trimestre del 1974. Sulla base di dati ancora largamente incompleti, in prima approssimazione si può stimare la "dimensione netta" del mercato a fine marzo 1975 intorno ai \$185 miliardi per l'area dei paesi europei dichiaranti e in \$220 miliardi ove si includano le operazioni bancarie in valuta in altri paesi.

Secondo fonti OCSE, lo scorso anno i nuovi prestiti consorziali in eurovalute a medio e a lungo termine sono ammontati a \$30,2 miliardi rispetto a \$24,1 miliardi nel 1973. La media mensile dei nuovi prestiti concessi è passata da \$3,5 miliardi nella prima metà del 1974 a \$1,5 miliardi nella seconda, mostrando un'ulteriore leggera riduzione nel primo trimestre del 1975.

Principali fattori. Com'era prevedibile, il principale fattore all'origine della espansione dell'euromercato lo scorso anno è stato il rincaro del petrolio, che ha gonfiato sia l'offerta sia la domanda di fondi in eurovalute. Dal lato delle fonti, esso ha originato un massiccio afflusso di capitali dai paesi esportatori di petrolio: per il solo 1974, il volume di nuovi fondi immessi sul mercato delle eurodivise da questa fonte può calcolarsi intorno ai \$24 miliardi. Per di più, sembra vi sia stato un aumento del-

l'ordine di parecchi miliardi di dollari nei depositi delle compagnie petrolifere. Dal lato degli impieghi, molti paesi importatori di petrolio hanno fatto largamente ricorso al mercato per finanziare i loro crescenti disavanzi. Nel primo semestre del 1974 le nuove linee di credito a medio e a lungo termine ottenute da governi e istituzioni del settore pubblico sull'euromercato sono ammontate a circa \$16,5 miliardi, di cui ben oltre la metà va ascritta a Regno Unito, Francia e Italia. Oltre ad essere essi stessi mutuatari e ad indurre gli enti pubblici a divenirlo, i governi di numerosi paesi hanno incoraggiato le banche commerciali e altre imprese a ricorrere al credito estero. Nella prima metà del 1974, ad esempio, le banche giapponesi hanno assorbito dall'estero \$9,4 miliardi, di cui circa due terzi sul mercato delle eurodivise, e in Francia le società private non bancarie hanno mutuato \$3 miliardi di fondi esteri a lungo termine, tramite banche francesi o direttamente da banche estere.

L'aumento dei prezzi del petrolio ha altresì influenzato indirettamente l'andamento dell'euromercato in vario modo. L'aspettativa che afflussi di fondi petroliferi verso gli Stati Uniti avrebbero condotto a un vistoso rafforzamento del dollaro è stato uno dei principali motivi che ha indotto gli Stati Uniti a rimuovere le numerose barriere contro le fuoruscite di capitali; ciò è avvenuto nel gennaio del 1974, con un forte anticipo sulla scadenza di fine 1974, annunciata in precedenza dall'Amministrazione. Analogamente, la considerazione che l'aumento dei prezzi del petrolio avrebbe potuto indebolire il marco tedesco ha contribuito all'alleggerimento, lo scorso anno, delle misure a cui il paese era ricorso per arginare l'afflusso di capitali. Provvedimenti simili sono stati presi anche da numerosi altri paesi.

Contrariamente a quanto può farsi a proposito dell'allentamento delle restrizioni da parte di altri paesi, è piuttosto difficile calcolare l'effetto netto che la rimozione dei controlli statunitensi ha avuto sull'espansione dell'euromercato: da un lato, essa tenderebbe ad aumentare l'offerta di dollari proveniente dagli Stati Uniti al mercato delle eurodivise e, in particolare, a facilitare il riciclaggio dei fondi all'estero nel caso in cui gli Stati Uniti dovessero attrarre una quota eccessivamente ampia dei fondi petroliferi; d'altro canto, per quanto riguarda la domanda di eurodivise, il piano di restrizioni degli Stati Uniti era stato uno dei principali fattori della crescita del mercato. Precludendo alle affiliate estere di società americane e ad altri mutuatari l'accesso ai mercati finanziari degli Stati Uniti, si era dirottata una larga parte della loro domanda di credito al mercato delle eurodivise. Ora che l'accesso ai mercati SU è stato riaperto, l'euromercato potrà trattenere, nel lungo periodo, il grosso di queste operazioni solo se il premio da corrispondere sui fondi in dollari non sarà troppo elevato. Tuttavia il mercato continuerà chiaramente a beneficiare della sua speciale esperienza, della sua localizzazione e del suo modo di operare per grossi importi.

Può essere interessante notare a questo proposito che mentre le filiali estere di banche SU hanno registrato una decelerazione nella espansione delle attività, passando dal 56% nel 1973 al 24%, nel 1974, il saggio d'incremento delle attività estere delle banche SU è accelerato, passando dal 29 al 72%. Per giunta, una conseguenza della rimozione delle restrizioni SU ai deflussi di capitali è stata la diretta partecipazione di banche negli Stati Uniti a sindacati per prestiti in eurodivise.

Nell'aprile 1975 la Riserva Federale ha ridotto dall'8 al 4% la riserva obbligatoria sull'indebitamento estero delle banche partecipanti, provvedimento che, per quanto

**Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari
e altre valute estere.**

A fine mese	Dollari		Altre valute estere						
	Totale	di cui settore non bancario	Totale	di cui					
				Settore non bancario	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Sterline	Fiorini	Franchi francesi
milioni di dollari SU									
Passività									
1970 Dicembre .	56.700	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 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	1.290	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	5.910	32.480	15.980	4.050	2.510	2.570
Dic. I . . .	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
Dic. II ¹ . . .	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 Marzo . . .	143.980	18.660	65.190	6.310	33.310	20.390	4.470	2.090	2.180
Giugno . . .	151.680	19.660	67.840	7.310	35.450	19.850	5.100	2.290	2.080
Settembre .	146.930	19.930	60.180	7.410	30.740	17.090	4.300	2.370	2.440
Dicembre .	155.690	23.110	63.990	8.050	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
<i>Per notizia:</i>									
<i>Posizione verso residenti²</i>									
1972 Dicembre .		3.260		1.720					
1973 Dicembre I .		5.020		2.560					
Dicembre II ¹		5.020		2.550					
1974 Dicembre .		8.560		3.780					
Attività									
1970 Dicembre .	60.370	11.850	17.880	4.670	10.110	5.080	610	580	400
1971 Dicembre .	71.500	14.360	26.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490
1972 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	10.160	3.050	1.320	1.470
Settembre .	111.880	21.150	55.740	12.420	34.140	13.020	2.740	1.300	1.560
Dic. I . . .	133.760	23.870	54.840	12.000	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
Dic. II ¹ . . .	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 Marzo . . .	146.100	28.710	58.530	14.090	32.950	15.800	3.090	1.220	1.700
Giugno . . .	154.170	31.300	59.670	14.790	33.730	16.110	3.130	1.320	1.290
Settembre .	148.970	31.300	52.750	15.250	30.390	13.250	2.490	1.480	1.360
Dicembre .	155.670	34.570	58.450	17.900	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
<i>Per notizia:</i>									
<i>Posizione verso residenti³</i>									
1972 Dicembre .		5.120		3.530					
1973 Dicembre I .		8.830		5.150					
Dicembre II ¹		8.820		5.120					
1974 Dicembre .		16.430		6.330					
Posizione netta									
1970 Dicembre .	1.670	610	1.290	2.220	2.030	- 640	- 330	10	20
1971 Dicembre .	750	4.380	1.650	4.000	1.590	- 420	- 490	- 160	50
1972 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	6.670	-4.320	6.610	1.660	-2.960	-1.310	-1.210	-1.010
Dic. I . . .	3.290	7.500	-6.120	6.390	740	-2.470	-1.640	- 940	- 410
Dic. II ¹ . . .	730	7.260	-5.210	8.360	- 610	-2.160	-1.480	-1.020	- 370
1974 Marzo . . .	2.120	10.050	-6.660	7.780	- 360	-4.590	-1.380	- 870	- 480
Giugno . . .	2.490	11.640	-8.170	7.480	-1.720	-3.740	-1.970	- 970	- 790
Settembre .	2.040	11.370	-7.430	7.840	- 350	-3.840	-1.810	- 890	-1.080
Dicembre .	- 20	11.460	-5.540	9.850	400	-3.920	-1.520	- 890	- 790
<i>Per notizia:</i>									
<i>Posizione verso residenti²</i>									
1972 Dicembre .		1.860		1.810					
1973 Dicembre I .		3.810		2.590					
Dicembre II ¹		3.800		2.570					
1974 Dicembre .		7.870		2.550					

¹ Dal dicembre 1973 (dicembre II) i dati non includono più le posizioni in eurodivise della BRI (precedentemente registrate tra i dati delle banche svizzere) ma comprendono alcune posizioni a lungo termine non rilevate per periodi precedenti. ² Esclusa la Germania.

motivato da differenti considerazioni, avrà in certa misura gli stessi effetti sull'euromercato della abolizione delle limitazioni ai deflussi di capitali. Esso legherà l'euromercato ancor più strettamente al mercato SU, accentuando la competitività delle banche con sede negli Stati Uniti nella loro attività a livello internazionale.

A parte l'impatto del rincaro del petrolio e i mutamenti di politica a questo connessi, l'euromercato ha continuato a risentire, soprattutto nella prima metà del 1974, di fattori più o meno simili a quelli operanti nel 1973. L'accelerazione dell'inflazione e la stretta monetaria hanno continuato a indebolire i mercati dei capitali a lungo termine. Le nuove emissioni di euroobbligazioni, ad esempio, hanno mostrato un'ulteriore forte contrazione. Nello stesso tempo l'inflazione dei prezzi e delle retribuzioni, congiunta a profitti decrescenti, ha accentuato le esigenze di finanziamento delle imprese. Queste esigenze, insieme alla incapacità del mercato finanziario di soddisfarle, hanno accresciuto la dipendenza dal credito bancario. L'euromercato si trovava in condizioni favorevoli per soddisfare questa domanda di finanziamento per due ragioni: anzitutto perchè, a differenza delle banche operanti sui mercati nazionali, le eurobanche non erano soggette a massimali sul credito o a politiche nazionali tendenti a contrarre l'offerta di moneta; in secondo luogo perchè servendosi di prestiti a saggi fluttuanti (*crediti roll-over*) queste banche sono state in grado di fornire finanziamenti relativamente a lungo termine proteggendo nello stesso tempo se stesse e i propri clienti da sfavorevoli variazioni nei saggi di interesse. I nuovi prestiti consorziali a società private stipulati nel 1974, per oltre \$9 miliardi, hanno superato di circa il 55% il totale del 1973. E, nonostante la contrazione dell'attività interbancaria, l'aumento nel 1974 dei crediti diretti delle eurobanche verso il settore non bancario — anche se in parte dipendente dal finanziamento delle bilance dei pagamenti — è stato il maggiore finora registrato.

Infine, anche l'instabilità dei tassi di cambio ha fornito al mercato occasioni di sviluppo; essa ha favorito, ad esempio, l'aumento della domanda di copertura a termine da parte di imprese non bancarie. Poichè non sempre i contratti — soprattutto quelli a lunga scadenza — potevano essere coperti sui mercati a termine, le banche hanno potuto soddisfare l'esigenza di protezione contro i rischi di cambio dei loro clienti coprendosi mediante una combinazione di operazioni valutarie a pronti e di prestiti o crediti in eurovaluta.

Di fronte ad un mercato che si espandeva con velocità eccezionale, nella primavera del 1974 si è cominciato a temere che potessero sorgere pericoli per il mercato delle eurodivise in seguito agli enormi disavanzi di bilancia dei pagamenti, all'inflazione e a movimenti erratici nei tassi di cambio. Ingenti perdite nelle operazioni in cambi sono state registrate da un certo numero di banche e poichè alcuni dei paesi che presentavano i più ampi disavanzi petroliferi avevano già attinto pesantemente all'euromercato, si temeva che i crediti delle eurobanche potessero divenire in certa misura immobilizzati o che l'attività di queste banche potesse venire inceppata da norme di controllo dei cambi. Sembrava altresì che l'attività dei prestiti consorziali si fosse sviluppata troppo rapidamente e che la trasformazione delle scadenze operata dal mercato fosse pericolosa. Per di più risultava che la rapida espansione dei bilanci, in presenza di stretti margini di profitto e di elevati corsi azionari, aveva condotto ad un forte deterioramento dei rapporti tra mezzi propri delle banche e prestiti. Ulteriore

motivo di preoccupazione era l'incertezza circa la propensione delle banche centrali ad agire come prestatrici di ultima istanza per l'euromercato. Questi timori hanno indotto alcune grosse banche ad effettuare operazioni — ben reclamizzate — con le quali trasferivano i depositi dall'euromercato verso gli Stati Uniti.

E' stato in questo clima di generale incertezza che, a fine giugno, la notizia del fallimento della Banca Herstatt ha colpito il mercato. La conseguente scossa alla fiducia ha avuto l'effetto di ampliare il premio che le eurobanche dovevano pagare rispetto ai saggi passivi negli Stati Uniti, e la pressione era aggravata dal fatto che la politica monetaria restrittiva negli Stati Uniti aveva raggiunto la punta massima. A risentire di più delle ripercussioni della crisi Herstatt sono state le banche minori e quelle non chiaramente sostenute da una casa madre. Queste banche, insieme a quelle di alcuni paesi fortemente deficitari, incontravano ora considerevoli difficoltà ad ottenere rifinanziamenti sul mercato interbancario. Il premio che esse hanno dovuto corrispondere è salito fino a due punti percentuali sopra il LIBOR (London Interbank Offered Rate) cioè sensibilmente al di sopra del rendimento che esse stesse ricavano dal loro portafoglio di prestiti consorziali. Nonostante continuasse l'afflusso di fondi petroliferi nel mercato, le passività e attività interbancarie si sono contratte nettamente in luglio e in agosto.

La dichiarazione del 10 settembre, da parte dei Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci con la quale essi confermavano la propria responsabilità relativamente al mercato bancario internazionale e si dicevano capaci e disposti ad intervenire in caso di necessità, ha avuto l'effetto di migliorare gradualmente il clima psicologico sul mercato. L'attività interbancaria ha iniziato una ripresa esitante, sebbene alla fine del 1974 le attività e le passività interbancarie in essere fossero ancora ben al di sotto del livello di metà anno. Nel primo trimestre del 1975 la fiducia si è ancora accresciuta. Il premio dei tassi sull'euromercato rispetto a quelli degli Stati Uniti si è contratto e la struttura multisettoriale dei saggi di interesse si è considerevolmente ridotta, mentre le attività e passività sia non bancarie, sia interbancarie sembrano abbiano registrato forti incrementi. Questa nuova espansione ha avuto luogo nonostante una serie di effetti ritardanti, quali la flessione nell'attività economica mondiale, la crescente quota di fondi trattata dai mercati finanziari e il rallentamento nella nuova offerta di fondi petroliferi.

Oltre alle rassicurazioni dei Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci, numerosi fattori hanno concorso al progressivo miglioramento del clima sul mercato: la reazione positiva delle case-madri di banche consorziate ad un appello della Banca d'Inghilterra che sollecitava un loro impegno a sostenere le proprie affiliate in caso di difficoltà; la dichiarazione della Riserva Federale che si diceva disposta ad agire come prestatrice di ultima istanza per qualsiasi banca partecipante che, pur sanamente gestita, incorresse in temporanei problemi di liquidità a causa di improvvisi prelievi di petrodollari o di altri depositi; la maggior enfasi posta dalle autorità sulla vigilanza e sulla regolamentazione bancaria; il generale allentamento della stretta monetaria, la flessione dei saggi d'interesse e la ripresa dei mercati dei capitali a più lungo termine; il fatto che, nonostante le precarie condizioni degli euromercati durante l'estate, praticamente tutte le eurobanche erano riuscite a sopravvivere; ed infine la constatazione che le conseguenze finanziarie del rincaro del petrolio si erano dimostrate più agevoli da trattare di quanto si temesse in origine.

Nonostante la temporanea minaccia alla stabilità del sistema, sembra che gli eventi dell'estate scorsa abbiano avuto nel complesso un effetto salutare sull'evoluzione del mercato. Le banche sono divenute più prudenti e selettive nelle loro nuove erogazioni di prestiti. E' diminuito l'ammontare dei singoli prestiti consorziali e, in parte in seguito alle difficoltà incontrate dalle banche minori, anche il numero dei partecipanti ai consorzi, mentre le scadenze medie sono divenute molto più brevi. I margini sui tassi interbancari e le altre commissioni applicate dalle eurobanche sui nuovi prestiti a tassi fluttuanti sono aumentati nettamente e dovrebbero quindi consentire a queste di costituirsi adeguate riserve contro eventuali perdite; data la struttura multisettoriale dei saggi di interesse, sono state soprattutto le grosse banche a beneficiare di questo andamento e, poichè a queste stesse banche è anche affluita la maggior parte dei fondi petroliferi, la loro posizione sul mercato si è considerevolmente rafforzata. I nuovi crediti sono stati destinati non più tanto al diretto finanziamento dei disavanzi nelle bilance dei pagamenti quanto a prestiti connessi alla realizzazione di progetti, quali ad esempio quelli per lo sfruttamento di nuove fonti di energia. Da ultimo, ma non meno importante, grazie alla guida delle banche centrali e della nuova regolamentazione, le banche gestiscono con maggiore prudenza le loro operazioni valutarie e sono divenute più attente alla solidità della struttura dei loro bilanci, soprattutto per quanto riguarda il loro rapporto di indebitamento. Tutto ciò induce a ritenere che, nonostante la ripresa della fiducia, il mercato tenderà d'ora in poi ad espandersi ad un ritmo più moderato rispetto agli ultimi anni.

Composizione del mercato. Mentre nel 1974 la posizione esterna lorda in moneta nazionale delle banche dichiaranti ha continuato ad espandersi circa allo stesso ritmo del 1973, la crescita delle loro passività in dollari è scesa dal 35 al 18% e quella delle loro passività in altre valute dal 73 al 5%.

Le attività e passività in dollari sono aumentate di \$ 23,6 e 24,3 miliardi rispettivamente e la quota in dollari sul totale delle posizioni in essere è aumentata di 2,5 punti percentuali giungendo al 72%. La flessione di \$ 0,7 miliardi nelle posizioni nette esterne in dollari delle banche è stata molto inferiore all'aumento, stimato di circa \$ 4-4,5 miliardi, nei loro crediti netti in dollari verso residenti. Ciò sembra indicare che, nonostante il movimento al ribasso del dollaro sui mercati dei cambi, le eurobanche stesse hanno elevato le loro posizioni a pronti in questa moneta.

Le attività e passività in valute diverse dal dollaro si sono accresciute di \$ 2,9 e 3,3 miliardi rispettivamente, ed al marco tedesco da solo è attribuibile l'intero aumento delle attività e due terzi di quello delle passività. In assenza degli effetti di valutazione originati dall'apprezzamento di queste monete rispetto al dollaro, si sarebbe avuta, come già indicato, una contrazione di circa \$ 5 miliardi. Due sono le principali cause cui può attribuirsi questa scarsa incidenza della componente non in dollari. Anzitutto, i paesi esportatori di petrolio non ricevono alcun pagamento in marchi tedeschi e in franchi svizzeri ed hanno effettuato la maggior parte dei loro investimenti sull'euromercato in forma di dollari. In secondo luogo, forse a causa del caso della Herstatt, la debolezza del mercato delle eurodivise nella seconda metà del 1974 sembra aver colpito in particolare la componente non in dollari. Mentre alla fine dell'anno le posizioni in dollari superavano il livello di metà anno, le attività e passività non in dollari delle banche erano ancora inferiori ad esso, anche tenendo

conto delle rettifiche di valutazione. La contrazione, tuttavia, si è limitata al settore interbancario.

Una seconda caratteristica è rappresentata dalla crescita relativamente elevata nei crediti diretti verso il settore non bancario, dovuta in parte all'ingente volume di crediti ai governi e agli enti pubblici. I crediti verso il settore non bancario estero sono aumentati di \$13,8 miliardi e di \$8,8 miliardi quelli al settore non bancario interno, contro aumenti rispettivamente di \$9,5 e di \$5,3 miliardi nel 1973. Anche le passività verso il settore non bancario si sono accresciute in misura maggiore del 1973, in parte in seguito alla costituzione di depositi da parte delle compagnie petrolifere. D'altra parte la crescita delle posizioni interbancarie si è contratta nettamente. Le attività interbancarie, ad esempio, sono aumentate di \$18,8 miliardi nella prima metà del 1974, ma si sono ridotte di \$12,6 miliardi in estate, per segnare poi un nuovo incremento di \$6,5 miliardi nel quarto trimestre. L'espansione complessiva per l'intero anno è stata di \$12,7 miliardi, contro \$47,2 miliardi nel 1973.

Considerando il contributo delle banche dei singoli paesi all'espansione globale del mercato, l'aumento di \$27,6 miliardi nelle passività esterne è stato in realtà il risultato netto di una contrazione di \$10,3 miliardi nelle passività delle banche italiane e di un aumento di \$37,9 miliardi in quelle delle banche degli altri paesi dichiaranti. Un quadro pressochè analogo può tracciarsi per quanto riguarda le attività.

La contrazione delle posizioni delle banche italiane — nel periodo da fine aprile a fine novembre la flessione delle loro passività è stata di oltre il 50% — non ha dato luogo a particolari difficoltà perchè le attività e le passività erano ben equilibrate. L'indebitamento sull'euromercato del settore pubblico italiano è avvenuto ad opera di banche che si trovavano fuori dell'Italia, mentre le banche italiane hanno operato soprattutto sul mercato interbancario. Quando, in seguito ad incertezze del mercato riguardo alla posizione della bilancia dei pagamenti italiana, le banche italiane hanno dovuto pagare premi crescenti sul LIBOR, questa mediazione interbancaria non è stata più proficua, sicchè esse hanno lasciato che le loro posizioni si contraessero. Su base netta, le passività verso l'estero in valuta delle banche italiane sono aumentate da \$0,1 a 1,7 miliardi nella prima metà del 1974 e si sono contratte di \$0,7 miliardi nel terzo trimestre.

Oltre la metà dell'espansione delle posizioni lorde sull'estero delle banche degli altri sette paesi europei dichiaranti è da attribuire alle sole banche del Regno Unito. Cionondimeno, il saggio di espansione delle passività lorde delle banche del Regno Unito si è ridotto dal 52% nel 1973 al 23%. La loro raccolta netta all'estero è aumentata da \$6,4 a 8,3 miliardi, e ciò è stato interamente dovuto ad un aumento da 6,4 a 8,9 miliardi nei loro crediti netti verso residenti non bancari del Regno Unito. Il grosso dell'afflusso ha avuto luogo nel quarto trimestre, periodo in cui il Tesoro britannico ha effettuato un primo prelievo per \$1,5 miliardi sulla sua linea di credito per \$2,5 miliardi. Il settore bancario francese è stato l'unico altro prenditore netto di fondi in valuta. Anche in questo caso il passaggio da attività nette per \$0,3 miliardi a \$0,7 miliardi di passività è stato più che giustificato dall'espansione da \$0,7 a 2,5 miliardi dei crediti netti verso i residenti non bancari. Le banche dell'Unione Belgio-Lussemburgo hanno registrato ancora una volta il più rapido incremento nelle posizioni lorde (oltre 30%), mentre le posizioni nette sono rimaste pressochè invariate.

**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	1973 Dicembre	1.800	23.840	1.160	24.450	—	640	610	—	30		
	1974	Marzo	2.060	27.140	1.410	28.280	—	650	1.140	—	490	
		Giugno	2.280	28.380	1.650	29.810	—	630	1.430	—	800	
		Settembre	2.160	28.080	1.610	29.420	—	550	1.340	—	790	
	Dicembre	2.500	31.280	1.650	32.210	—	850	930	—	80		
Francia . . .	1973 Dicembre	4.510	27.360	1.850	27.630	—	2.660	270	—	2.390		
	1974	Marzo	3.690	32.600	1.530	32.300	—	2.360	—	300	—	2.660
		Giugno	3.440	31.250	1.160	30.190	—	2.280	—	1.060	—	3.340
		Settembre	3.680	32.510	1.080	31.820	—	2.600	—	690	—	3.290
	Dicembre	3.680	32.510	1.080	31.820	—	2.600	—	690	—	3.290	
Germania . .	1973 Dicembre	9.080	6.660	8.130	6.700	—	950	40	—	910		
	1974	Marzo	9.480	7.120	8.660	7.300	—	820	180	—	640	
		Giugno	10.360	7.690	10.210	7.750	—	150	60	—	90	
		Settembre	9.540	6.860	10.510	7.030	—	970	170	—	1.140	
	Dicembre	11.250	7.680	14.210	8.360	—	2.960	680	—	3.640		
Italia	1973 Dicembre	1.820	23.870	790	23.810	—	1.030	—	80	—	1.090	
	1974	Marzo	1.590	23.510	870	22.670	—	720	—	840	—	1.560
		Giugno	1.890	21.300	850	19.570	—	1.040	—	1.730	—	2.770
		Settembre	1.480	13.660	600	12.610	—	680	—	1.050	—	1.930
	Dicembre	1.330	13.610	600	12.510	—	730	—	1.100	—	1.830	
Paesi Bassi .	1973 Dicembre	1.180	9.620	910	9.410	—	270	—	210	—	480	
	1974	Marzo	1.260	10.880	1.020	11.050	—	240	—	170	—	70
		Giugno	1.450	10.920	980	11.580	—	470	—	660	—	190
		Settembre	1.180	11.140	940	10.920	—	240	—	220	—	460
	Dicembre	1.360	11.890	1.040	12.040	—	320	—	150	—	170	
Regno Unito .	1973 Dicembre	6.150	90.650	1.440	84.280	—	4.710	—	6.370	—	11.080	
	1974	Marzo	6.060	103.260	1.440	96.150	—	4.620	—	7.110	—	11.730
		Giugno	6.960	108.110	1.350	100.230	—	5.610	—	7.880	—	13.490
		Settembre	7.790	106.200	1.410	99.070	—	6.380	—	7.130	—	13.510
	Dicembre	7.730	111.100	1.870	102.820	—	5.860	—	8.280	—	14.140	
Svezia	1973 Dicembre	460	900	220	1.710	—	240	—	810	—	570	
	1974	Marzo	460	1.120	360	2.090	—	100	—	970	—	870
		Giugno	490	1.150	350	2.310	—	140	—	1.160	—	1.020
		Settembre	540	1.100	380	2.200	—	160	—	1.100	—	940
	Dicembre	510	1.040	430	2.060	—	80	—	1.020	—	940	
Svizzera . . .	1973 Dicembre	6.560	9.200	7.320	9.630	—	760	—	430	—	1.190	
	1974	Marzo	7.240	8.780	8.510	9.460	—	1.270	—	680	—	1.950
		Giugno	7.490	9.370	8.680	10.290	—	1.190	—	920	—	2.110
		Settembre	7.250	8.820	8.410	10.280	—	1.160	—	1.480	—	2.820
	Dicembre	8.510	10.570	9.160	12.300	—	650	—	1.730	—	2.380	
Totale . .	1973 Dicembre	31.560	192.100	21.820	187.620	—	9.740	—	4.480	—	14.220	
	1974	Marzo*	32.660	209.170	24.120	204.630	—	8.540	—	4.540	—	13.080
		Giugno	34.810	219.520	25.600	213.840	—	9.210	—	5.680	—	14.890
		Settembre	33.380	207.110	25.020	201.720	—	8.360	—	5.390	—	13.750
	Dicembre	36.870	219.680	30.040	214.120	—	6.830	—	5.580	—	12.390	
Canada . . .	1973 Dicembre	1.090	11.530	400	11.940	—	690	—	410	—	280	
	1974	Marzo	1.120	11.640	390	12.430	—	730	—	790	—	60
		Giugno	1.260	11.380	420	12.500	—	840	—	1.120	—	280
		Settembre	1.230	11.150	380	12.560	—	850	—	1.410	—	560
	Dicembre	1.610	11.730	410	13.640	—	1.200	—	1.810	—	610	
Giappone . .	1973 Dicembre	690	12.930	810	16.300	—	120	—	3.370	—	3.490	
	1974	Marzo	750	17.960	970	17.190	—	220	—	770	—	550
		Giugno	770	22.260	1.230	17.070	—	460	—	5.190	—	4.730
		Settembre	970	23.880	1.280	18.430	—	310	—	5.450	—	5.140
	Dicembre	970	24.080	1.370	19.240	—	500	—	4.840	—	4.340	

* Compresi i dati a fine dicembre 1973 per la Francia.

**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 .	1973 Dicembre	10.500	11.000	500	13.340	13.450	110
	1974 Marzo	11.850	13.230	1.380	15.290	15.050	— 240
	Giugno	12.010	14.100	2.090	16.370	15.710	— 660
	Settembre	12.430	14.540	2.210	15.650	14.780	— 870
	Dicembre	13.350	15.210	1.860	17.930	17.000	— 930
Francia	1973 Dicembre	18.220	20.320	2.100	9.140	7.310	— 1.830
	1974 Marzo						
	Giugno	21.150	23.840	2.690	11.450	8.460	— 2.990
	Settembre	21.300	23.130	1.830	9.950	7.060	— 2.890
	Dicembre	22.650	24.210	1.560	9.860	7.610	— 2.250
Germania	1973 Dicembre	5.550	5.050	— 500	1.110	1.650	540
	1974 Marzo	5.870	5.360	— 510	1.250	1.940	690
	Giugno	6.260	5.630	— 630	1.430	2.120	690
	Settembre	5.720	5.110	— 610	1.140	1.920	780
	Dicembre	6.160	6.140	— 20	1.520	2.220	700
Italia	1973 Dicembre	16.280	16.570	290	7.590	7.240	— 350
	1974 Marzo	15.410	14.860	— 550	8.100	7.810	— 290
	Giugno	14.160	12.840	— 1.320	7.140	6.730	— 410
	Settembre	9.970	9.130	— 840	3.690	3.480	— 210
	Dicembre	10.440	9.770	— 670	3.170	2.740	— 430
Paesi Bassi	1973 Dicembre	4.690	5.710	1.020	4.930	3.700	— 1.230
	1974 Marzo	4.950	7.240	2.290	5.930	3.810	— 2.120
	Giugno	5.140	7.350	2.210	5.780	4.230	— 1.550
	Settembre	5.360	6.440	1.080	5.780	4.480	— 1.300
	Dicembre	5.900	7.180	1.280	5.990	4.860	— 1.130
Regno Unito	1973 Dicembre	69.170	65.460	— 3.710	21.480	16.820	— 4.660
	1974 Marzo	80.690	76.860	— 3.830	22.570	19.290	— 3.280
	Giugno	85.520	81.310	— 4.210	22.590	18.920	— 3.670
	Settembre	84.970	81.450	— 3.520	21.230	17.620	— 3.610
	Dicembre	88.480	82.910	— 5.570	22.620	19.910	— 2.710
Svezia	1973 Dicembre	500	1.090	590	400	620	220
	1974 Marzo	680	1.410	730	440	680	240
	Giugno	680	1.530	850	470	780	310
	Settembre	610	1.460	850	490	740	250
	Dicembre	560	1.320	760	480	740	260
Svizzera	1973 Dicembre	6.470	6.910	440	2.730	2.720	— 10
	1974 Marzo	6.310	6.820	510	2.470	2.640	170
	Giugno	6.760	7.570	810	2.610	2.720	110
	Settembre	6.570	7.610	1.040	2.250	2.670	420
	Dicembre	8.150	8.930	780	2.420	3.370	950
Totale	1973 Dicembre	131.380	132.110	730	60.720	55.510	— 5.210
	1974 Marzo*	143.980	146.100	2.120	65.190	58.530	— 6.660
	Giugno	151.680	154.170	2.490	67.840	59.670	— 8.170
	Settembre	146.930	148.970	2.040	60.180	52.750	— 7.430
	Dicembre	155.690	155.670	— 20	63.990	58.450	— 5.540
Canada	1973 Dicembre	10.840	11.170	330	690	770	80
	1974 Marzo	10.930	11.550	620	710	880	170
	Giugno	10.700	11.660	960	680	840	160
	Settembre	10.560	11.770	1.210	590	790	200
	Dicembre	11.090	12.700	1.610	640	840	200
Giappone	1973 Dicembre	12.350	14.770	2.420	580	1.530	950
	1974 Marzo	17.250	15.550	— 1.700	710	1.840	930
	Giugno	21.590	15.310	— 6.280	670	1.760	1.090
	Settembre	23.080	16.530	— 6.550	800	1.900	1.100
	Dicembre	22.960	17.150	— 5.810	1.120	2.090	970

* Compresi i dati a fine dicembre 1973 per la Francia.

Le banche tedesche e svizzere sono state le più forti esportatrici nette di fondi. Dato il ruolo rilevante del marco tedesco e del franco svizzero sull'euromercato, è importante, per questi due paesi, tener conto anche dei movimenti nelle loro posizioni esterne in moneta nazionale. La posizione netta globale delle banche tedesche verso l'estero è passata da \$0,9 miliardi di passività ad un attivo di \$3,6 miliardi. Di questo deflusso per \$4,5 miliardi, \$2,5 miliardi sono fuorusciti nel quarto trimestre, quando vi è stato un marcato alleggerimento della situazione monetaria interna tedesca.

Le attività nette sull'estero delle banche svizzere, in moneta nazionale e in valuta estera, si sono accresciute di \$1,2 miliardi; questa cifra non comprende tuttavia i fondi fiduciari, cioè quei fondi collocati da banche svizzere per conto e a rischio dei propri clienti.

Nel primo trimestre del 1975 la crescita delle posizioni in eurovalute sembra sia stata diversa rispetto a quella del 1974, per due ragioni. Anzitutto, una larga parte, probabilmente oltre due terzi dell'aumento - stimato in \$10 miliardi - nelle attività e passività sull'estero ha riguardato valute diverse dal dollaro, e ciò quasi certamente in seguito alla debolezza del dollaro nei mercati dei cambi. In secondo luogo, sembra vi sia stata una forte ripresa nell'attività interbancaria; soprattutto dal lato delle passività, sembra che una parte molto ampia dell'espansione nelle posizioni in valuta sia avvenuta nei confronti delle banche.

Fonti e impieghi. Per quanto concerne la provenienza e la destinazione degli eurofondi, il 1974 è stato caratterizzato principalmente da un ampio flusso netto proveniente dai paesi esportatori di petrolio che, attraverso le banche dichiaranti, si è diretto verso i paesi esterni all'area europea dichiarante. Le statistiche a disposizione non forniscono dati per singoli paesi esportatori, ma solo per il "Medio Oriente" (comprendente anche l'Iran e la Libia). Le passività delle banche dichiaranti verso quest'area nello scorso anno sono aumentate di \$19,6 miliardi e cioè quasi del 200%; per accertare l'ammontare complessivo dei fondi petroliferi, sarebbe necessario aggiungere a questo dato un valore stimato delle maggiori passività verso gli altri paesi esportatori di petrolio quali il Venezuela e l'Algeria e tenere conto inoltre dei fondi petroliferi affluiti sul mercato attraverso i conti fiduciari svizzeri, attraverso la BRI e le banche esterne all'area europea dichiarante. Nel complesso l'afflusso di fondi petroliferi potrebbe ben essere stato pari a \$24 miliardi, ma calcolando che i crediti verso i paesi esportatori di petrolio sono aumentati di circa \$1 miliardo, si può con una certa approssimazione ritenere che l'afflusso globale netto da questi paesi si sia aggirato intorno ai \$23 miliardi.

L'andamento delle posizioni estere delle banche dichiaranti nei confronti dei paesi esterni all'area, esclusi quelli esportatori di petrolio, ha pure rispecchiato vivamente le conseguenze finanziarie degli aumenti del prezzo del petrolio. Come già riferito, i crediti netti verso il Giappone sono aumentati di \$7,0 miliardi. Similmente, il deterioramento della bilancia dei pagamenti dei paesi dell'America Latina si è riflesso in un aumento di \$3,2 miliardi nella posizione netta delle banche dichiaranti nei confronti di quell'area. Le passività verso la stessa area, dopo l'aumento superiore al 50% nel 1973, hanno mostrato un incremento del tutto irrilevante, se poi si esclude il Venezuela, esse hanno registrato una sostanziale riduzione, mentre il

**Posizioni in valute estere delle banche europee dichiaranti
verso non residenti.**

Posizioni verso	Dicembre 1973			Giugno 1974			Dicembre 1974		
	Dollari	Tutte le altre valute	Totale	Dollari	Tutte le altre valute	Totale	Dollari	Tutte le altre valute	Totale
milioni di dollari SU									
Area interna	Passività								
Belgio-Lussemburgo	6.590	4.070	10.660	7.110	5.150	12.260	6.530	4.070	10.600
Francia	11.240	5.140	16.380	11.610	4.730	16.340	11.410	3.920	15.330
Germania	3.600	4.320	7.920	3.360	5.490	8.850	3.770	6.800	10.570
Italia	11.270	5.080	16.350	8.780	5.090	13.870	6.440	1.930	8.370
Paesi Bassi	4.880	3.060	7.940	5.570	3.400	8.970	5.400	3.740	9.140
Regno Unito	15.130	6.230	21.360	15.620	6.910	22.530	13.970	5.410	19.380
Svezia	740	370	1.110	1.160	450	1.610	980	380	1.360
Svizzera	16.430	11.640	28.070	17.230	13.780	31.010	20.580	14.740	35.320
Totale	69.880	39.910	109.790	70.440	45.000	115.440	69.080	40.990	110.070
Area esterna									
Altri paesi dell'Europa occidentale	9.820	7.260	17.080	11.040	7.270	18.310	11.080	6.950	18.030
Europa orientale	1.820	1.900	3.720	2.730	2.040	4.770	3.310	1.750	5.060
Canada	5.700	540	6.240	5.010	530	5.540	4.460	430	4.890
Giappone	3.440	140	3.580	4.170	150	4.320	3.530	190	3.720
Area dei Caraibi	6.120	1.380	7.500	6.690	1.820	10.510	8.510	1.980	10.490
America Latina	8.190	600	8.990	8.770	960	9.730	8.140	910	9.050
Medio Oriente	6.210	4.050	10.260	15.440	5.020	20.460	23.960	5.670	29.630
Singapore	730	260	990	1.200	210	1.410	1.030	250	1.280
Altri paesi	6.720	3.240	9.960	9.470	3.370	12.840	9.660	3.250	12.910
Totale	48.750	19.570	68.320	66.520	21.370	87.890	73.680	21.580	95.260
Stati Uniti	10.140	460	10.600	11.970	520	12.490	12.600	440	13.040
Totale	58.890	20.030	78.920	78.490	21.890	100.380	86.280	22.020	108.300
Non specificate	2.610	780	3.390	2.750	950	3.700	330	980	1.310
Totale complessivo	131.380	60.720	192.100	151.680	67.840	219.520	155.690	63.990	219.680
Area interna	Attività								
Belgio-Lussemburgo	5.580	5.090	10.670	6.230	5.780	12.010	7.060	5.570	12.630
Francia	10.630	4.790	15.420	9.320	4.410	13.730	9.000	3.450	12.450
Germania	3.210	10.970	14.180	3.120	12.410	15.530	2.970	12.220	15.190
Italia	14.280	4.560	18.840	13.830	4.430	18.260	11.240	1.760	13.000
Paesi Bassi	3.740	2.680	6.420	3.490	2.830	6.320	4.160	2.560	6.720
Regno Unito	21.650	7.390	29.040	23.510	8.620	32.130	20.770	7.210	27.980
Svezia	520	690	1.210	620	730	1.350	830	800	1.630
Svizzera	4.550	2.980	7.530	4.550	2.920	7.470	5.070	3.000	8.070
Totale	64.160	39.150	103.310	64.670	42.130	106.800	61.100	36.570	97.670
Area esterna									
Altri paesi dell'Europa occidentale	7.350	5.090	12.440	9.400	5.470	14.870	10.450	6.320	16.770
Europa orientale	4.660	2.740	7.400	5.460	3.390	8.850	5.890	3.900	9.790
Canada	3.900	730	4.630	2.850	720	3.570	2.390	520	2.910
Giappone	7.510	590	8.100	13.690	350	14.040	14.450	790	15.240
Area dei Caraibi	12.060	1.860	13.920	16.300	1.890	18.190	15.430	3.170	18.600
America Latina	7.010	620	7.630	8.660	530	9.190	10.330	550	10.880
Medio Oriente	2.060	490	2.550	2.090	530	2.620	2.870	700	3.570
Singapore	1.650	110	1.760	2.180	140	2.320	2.990	170	3.160
Altri paesi	7.130	2.200	9.330	9.000	2.150	11.150	10.360	3.360	13.720
Totale	53.330	14.430	67.760	69.630	15.170	84.800	75.160	19.480	94.640
Stati Uniti	14.130	690	14.820	19.190	830	20.020	18.670	830	19.500
Totale	67.460	15.120	82.580	88.820	16.000	104.820	93.830	20.310	114.140
Non specificate	490	1.240	1.730	680	1.540	2.220	740	1.570	2.310
Totale complessivo	132.110	55.510	187.620	154.170	59.670	213.840	155.670	58.450	214.120

miglioramento nella posizione netta ha raggiunto quasi i \$5 miliardi. Le attività nette nei confronti dell'Australia, la Nuova Zelanda e il Sud Africa sono cresciute di \$1,5 miliardi. La posizione netta delle eurobanche verso i paesi dell'Europa occidentale non compresi nell'area dichiarante ha avuto un miglioramento di \$3,4 miliardi; infatti le passività verso questi paesi sono passate dal 37% del 1973 al 6%, mentre i crediti hanno continuato ad espandersi rapidamente. I crediti verso l'Europa orientale hanno pure registrato un incremento abbastanza elevato di \$2,4 miliardi, neutralizzato in parte da un aumento di \$1,3 miliardi nei fondi ricevuti.

Si è registrata una sostanziale espansione per complessivi \$2,8 miliardi nei crediti netti verso Singapore e verso i centri bancari internazionali dell'area dei Caraibi; ma le statistiche disponibili non danno alcuna indicazione circa gli impieghi finali di tali fondi. Analogamente un aumento di \$2,2 miliardi nel credito netto concesso agli Stati Uniti va associato all'estesa attività creditizia ivi svolta dalle banche. Riflettendo la posizione di guida degli Stati Uniti nel movimento discendente dei saggi di interesse e il conseguente indebolimento del dollaro, i crediti netti verso gli Stati Uniti sono diminuiti di \$1,1 miliardi negli ultimi tre mesi dell'anno e sembra abbiano registrato una contrazione anche maggiore nel primo trimestre del 1975.

Tutto compreso, sembra che l'attività creditizia svolta dalle eurobanche a favore di paesi importatori di petrolio esterni alla loro area sia stata superiore a quella di raccolta dei fondi sotto forma di depositi costituiti direttamente dai paesi esportatori di petrolio; la differenza è stata colmata dai fondi provenienti dai paesi dell'area europea dichiarante. Come si rileva dalla tabella a pagina 158 i crediti netti delle eurobanche all'area esterna sono aumentati di circa \$2 miliardi, mentre sono stati raccolti \$5 miliardi dall'area interna (la differenza tra i due dati si spiega con la variazione di \$3 miliardi nelle poste non classificate). Il ruolo di offerente netto di fondi in eurovalute svolto nel 1974 dall'area europea dichiarante, senza dubbio sorprende alquanto, considerato l'ampio ricorso all'indebitamento in eurovalute da parte di alcuni paesi all'interno dell'area. Vi sono, però, alcuni fattori che contribuiscono a spiegare come ciò sia avvenuto. In primo luogo, parte dei fondi in eurovalute mutuati dai settori pubblici di questi paesi per motivi di bilancia dei pagamenti sono stati da essi stessi nuovamente depositati sul mercato delle eurovalute. In secondo luogo, le società petrolifere, che nelle statistiche appaiono come residenti dell'area europea dichiarante, hanno accumulato depositi in eurodollari in previsione dei pagamenti a titolo di *royalty*. In terzo luogo, sul mercato si è avuta una larga offerta di nuovi fondi da paesi interni all'area, quali la Svizzera e la Germania. Ad esempio, le passività nette delle banche in altri paesi dichiaranti nei confronti della Svizzera (compresa la BRI) hanno registrato un incremento di \$6,7 miliardi. Bisogna, però, porre in rilievo che gran parte dei fondi che nelle statistiche risultano offerti dalla Svizzera sono ivi affluiti dall'esterno dell'area europea dichiarante attraverso conti fiduciari o in qualche altro modo. In tal senso, perciò, il ruolo di offerente netto dei paesi Europei dichiaranti è stato più statistico che reale e la posizione effettiva potrebbe non essere stata lontana dall'equilibrio.

Un quadro complessivo degli andamenti all'interno dell'area europea dichiarante si può trarre dalla tabella a pagina 158. Per quanto riguarda le fonti del mercato, l'offerta di nuovi fondi dall'interno di questa area può essere valutata a quasi \$18 miliardi, di cui circa \$9,5 miliardi rappresentano fondi non bancari: per la maggior

Dimensione del mercato delle eurodivise (stima).
(Consistenza dei crediti in valuta estera erogati attraverso le banche europee dichiaranti).

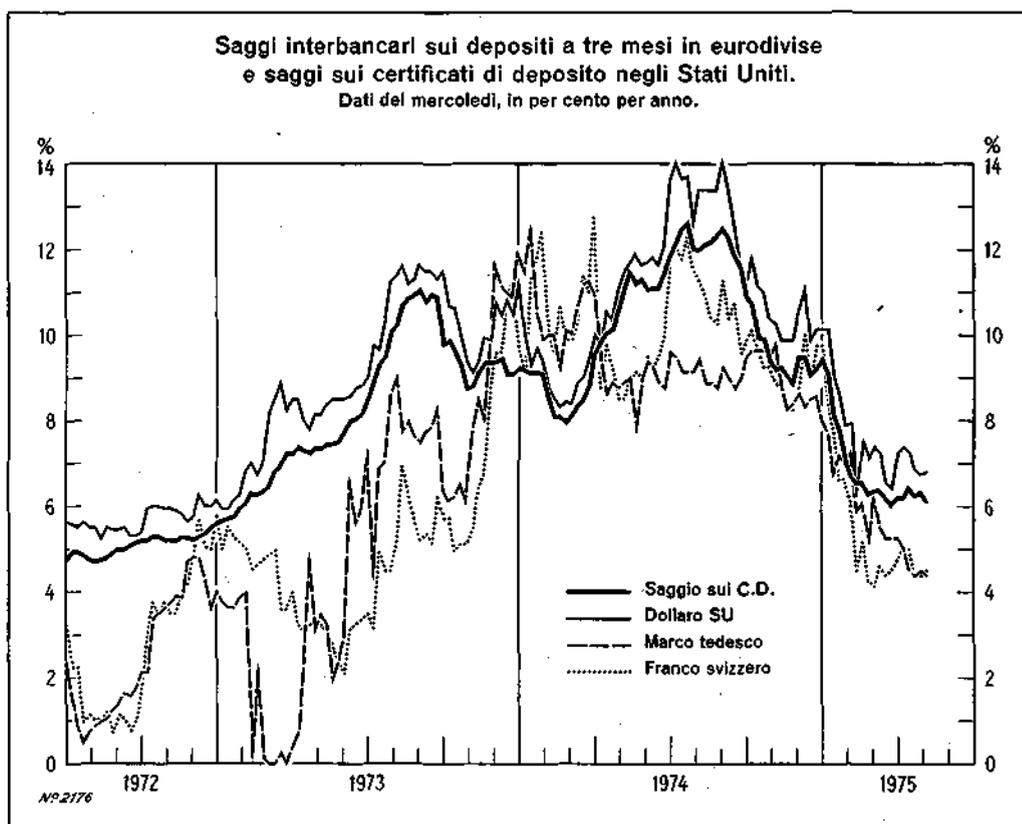
Fine periodo	Area dei paesi europei dichiaranti			Stati Uniti	Resto del mondo	Non specificati	Totale
	Totale	di cui					
		Banche ¹	Settore non bancario				
miliardi di dollari SU							
Impieghi							
1969	15,0	7,0	8,0	16,8	12,0	0,2	44,0
1970	24,0	9,0	15,0	13,1	19,0	0,9	57,0
1971	32,8	13,7	19,1	9,3	28,9	1,0	71,0
1972	38,9	18,1	20,8	9,6	43,1	0,4	92,0
1973 I	51,3	21,8	29,5	13,2	66,8	0,7	132,0
1973 II	49,0	19,5	29,5	13,5	67,8	1,7	132,0
1974	61,9	20,9	41,0	18,2	94,6	2,3	177,0
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 I	51,5	24,0	27,5 ²	9,5	69,0	3,0	132,0
1973 II	50,8	23,3	27,5 ²	9,5	68,3	3,4	132,0
1974	68,5	31,6	36,9 ²	11,9	95,3	1,3	177,0
Posizione netta²							
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 I	- 0,2	- 2,2	+ 2,0	+ 3,7	- 1,2	- 2,3	-
1973 II	- 1,8	- 3,8	+ 2,0	+ 4,0	- 0,5	- 1,7	-
1974	- 6,6	-10,7	+ 4,1	+ 6,3	- 0,7	+ 1,0	-

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.

parte, i fondi fiduciari e i depositi di società petrolifere, cui si è accennato in precedenza. Gli \$ 8,5 miliardi di nuovi fondi forniti dalle banche comprendono conversioni in valuta estera effettuate dalle stesse banche dichiaranti, fondi in marchi tedeschi collocati sul mercato dalle banche tedesche e depositi delle istituzioni monetarie ufficiali che, per un ammontare notevole, provengono indirettamente dai paesi esportatori di petrolio. Per quanto riguarda gli impieghi, l'utilizzo, statisticamente accertato, da parte dell'area europea dichiarante, può essere stimato intorno a \$ 13 miliardi, di cui la maggior parte è stata diretta verso società private non bancarie e istituti ed enti del settore pubblico, alcuni dei quali figurano nelle statistiche come banche. Le altre posizioni interbancarie all'interno dell'area europea dichiarante, che per lo più sono escluse nel calcolo delle dimensioni dell'euromercato, hanno registrato nel complesso una notevole flessione nel 1974. Tale andamento può essere parzialmente riscontrato nella tabella della pagina 156 da cui risulta che i crediti all'interno dell'area - dopo un'espansione di \$ 3,5 miliardi nel primo semestre dell'anno - sono calati di \$ 9,1 miliardi nel secondo semestre.

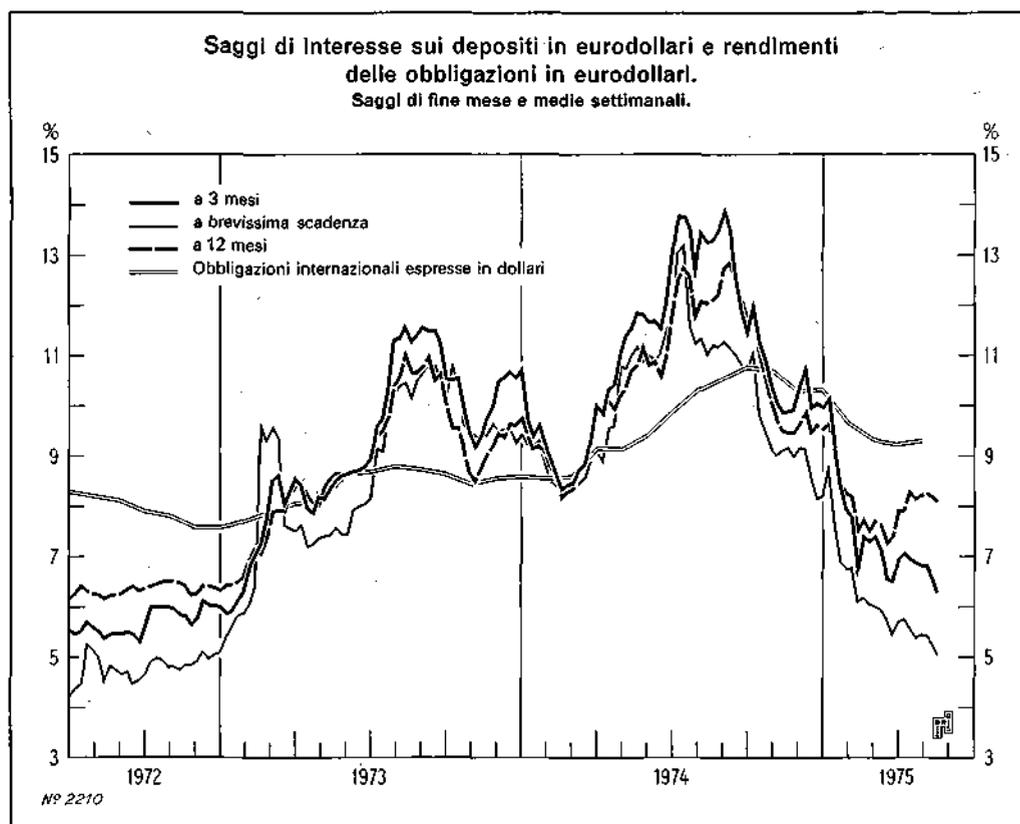
Saggi di interesse. Nel 1974 l'azione combinata di un forte aumento nei saggi sul mercato monetario SU e di un ampliamento del premio che le eurobanche dovevano corrispondere sui fondi in dollari rispetto alle banche negli Stati Uniti ha spinto i saggi dell'eurodollaro verso nuovi massimi storici.

L'anno è iniziato con condizioni di mercato abbastanza favorevoli. La liquidazione delle posizioni costituite per fine d'anno, l'andamento decrescente dei saggi sul mercato monetario SU, gli afflussi di fondi da residenti SU a seguito della rimozione da parte degli Stati Uniti delle restrizioni sulle esportazioni di capitali e le maggiori offerte di fondi da parte dei paesi esportatori di petrolio hanno portato ad una riduzione del saggio interbancario a tre mesi sulla piazza di Londra dal 10,5% nel dicembre 1973 all'8,5% nella seconda metà di febbraio 1974. L'irrigidimento delle condizioni monetarie negli Stati Uniti successivamente ha dato inizio ad un nuovo aumento nei saggi sull'eurodollaro, mentre il premio sui saggi dei certificati di deposito negli Stati Uniti si conservava molto basso e, nel corso di aprile, per la prima volta in diversi anni, si è avvicinato allo zero. Questo fa pensare che, ai livelli di saggi di interesse condizionati dagli andamenti dei saggi SU, nuove offerte di fondi in eurovaluta tendevano ad eccedere la domanda. E' vero che gli impegni di nuovi prestiti assunti dalle eurobanche nei primi quattro mesi del 1974 hanno raggiunto livelli senza precedenti, ma una parte considerevole di tali aperture di credito, in particolare quelle concesse agli stati, non sono state effettivamente utilizzate.



In maggio, però, la situazione ha iniziato a mutare; la fiducia si è indebolita e gli afflussi di fondi petroliferi sul mercato sembra siano stati in parte neutralizzati da prelevamenti di altri fondi. Come risultato il mercato si è progressivamente irrigidito; il premio sul saggio a tre mesi rispetto agli Stati Uniti è salito ad oltre 0,5 punti percentuali a metà maggio e, sotto l'impatto dell'incidente della Banca Herstatt, è stato spinto a circa 1,75 punti percentuali a fine giugno. Essendo pure aumentati rapidamente i saggi di interesse SU - lo stesso saggio a tre mesi sui certificati di deposito è cresciuto del 4% rispetto al livello di febbraio - il saggio interbancario dell'eurodollaro ha toccato, intorno alla metà di luglio, il massimo di oltre il 14%, mai prima raggiunto. Anche quel saggio, però, non rispecchiava pienamente la situazione tesa del mercato, poichè, come risultato dello sviluppo di una struttura multi-settoriale dei saggi di interesse alcuni gruppi di banche hanno dovuto pagare il 16%, e cioè 3,5 punti percentuali in più del rendimento dei certificati di deposito SU.

Da settembre in poi l'allentamento della tensione monetaria negli Stati Uniti ha dato il via ad una lunga e rapida caduta nei saggi dell'eurodollaro, interrotta solo temporaneamente, verso la fine del 1974, dai consueti fattori stagionali di fine anno. Dopo aver raggiunto il basso livello del 6,5% nella seconda metà di marzo del 1975, il saggio a tre mesi sull'eurodollaro si è nuovamente rafforzato, sotto l'influenza degli sviluppi del saggio di interesse negli Stati Uniti, superando il 7,5% all'inizio di aprile, ma successivamente, nella seconda metà di maggio, è nuovamente sceso



sotto il 6%. Il premio degli eurodollari a tre mesi rispetto ai saggi dei certificati di deposito si è mantenuto abbastanza elevato nell'autunno del 1974, ma è poi sceso a 5/8% nei primi mesi del 1975.

Una caratteristica importante dell'andamento dei saggi di interesse nel periodo in esame è stata rappresentata dalle variazioni verificatesi nella loro struttura secondo le scadenze. Mentre all'inizio del 1974 i saggi ad un mese, a tre mesi e ad un anno erano quasi identici, nel maggio 1975 si è creato, ad esempio, un divario eccezionalmente ampio di oltre il 2,5% tra i saggi ad un anno e quelli ad un mese. Questo fenomeno è stato in parte solo un riflesso dell'atteggiamento del mercato in vista del futuro andamento dell'inflazione e dei saggi di interesse, ma poichè questo divario è stato molto più ampio che nel caso dei saggi di interesse negli Stati Uniti, può avere anche rispecchiato lo sforzo del mercato per realizzare un migliore equilibrio nelle scadenze.

I saggi di interesse sugli eurodepositi in valute diverse dal dollaro hanno avuto un comportamento in alcuni casi abbastanza differente dai saggi sull'eurodollaro. Il saggio dell'euro marco, ad esempio, ha raggiunto il livello più elevato — 12,5/8% sui fondi a tre mesi — già nel gennaio 1974, nonostante un contemporaneo calo dei saggi di interesse sul mercato monetario in Germania. Causa di questo rafforzamento è stata l'aspettativa più ottimistica del mercato valutario sul futuro del dollaro, che si è riflessa nell'emergere di uno sconto del marco a termine di oltre il 3,0%. All'inizio della primavera, allorchè la fiducia del mercato dei cambi nel dollaro ha cominciato a venir meno ed in aggiunta i saggi di interesse in Germania stavano diminuendo rapidamente, le quotazioni sono scese attorno al 9%; nonostante i forti spostamenti verificatisi nei saggi dell'eurodollaro, essi si sono invece mantenuti attorno a tale livello, fino a che in novembre hanno ripreso la discesa parallelamente ai saggi di interesse sul mercato interno tedesco.

Il mercato delle euroobbligazioni.

La debolezza generalizzata a tutto il mondo che nel 1974 ha colpito i mercati dei capitali a lungo termine non ha risparmiato quello delle euroobbligazioni, che anzi, è stato colpito più gravemente della maggior parte dei mercati obbligazionari nazionali, sia perchè esso non poteva fare affidamento su un flusso abbastanza costante di fondi provenienti da investitori istituzionali, sia perchè esposto a incertezze di tassi di cambio e sia anche per la concorrenza del mercato delle eurovalute. Il volume globale delle nuove emissioni, già fortemente ridottosi nel 1973, è diminuito di un altro 28% portandosi a \$3.320 milioni, e cioè solo il 48% del livello massimo raggiunto nel 1972.

I motivi di base dell'ulteriore caduta nelle emissioni sono stati pressochè gli stessi del 1973. La maggiore velocità dei tassi di inflazione e il connesso inasprimento della politica monetaria non solo hanno condotto ad una caduta nei prezzi delle euroobbligazioni, ma hanno anche spinto contemporaneamente i saggi di interesse a breve molto più in alto dei rendimenti obbligazionari. Il timore di perdite in conto capitale e l'attrazione dei saggi molto più elevati corrisposti sui depositi in eurovalute hanno talora praticamente inaridito l'offerta di nuovi fondi sul mercato delle

**Emissioni obbligazionarie internazionali ed estere:
Offerte al pubblico e collocamenti privati.¹**

Paesi o aree emittenti	Anni o trimestri	Emissioni internazionali distinte per monete							Emissioni estere su mercati nazionali ⁴
		Dollari SU	Altre monete				Totale	di cui Obbligazioni convertibili ³	
			Totale	di cui					
				Marchi tedeschi ²	Fiorini	Restanti			
milioni di dollari SU									
Europa occidentale	1972	1.310	1.310	510	250	550	2.620	130	590
	1973	1.090	960	550	160	250	2.050	180	960
	1974	420	1.000	380	370	250	1.420	—	1.310
	1975*	250	1.180	820	190	170	1.430	—	600
Canada	1972	20	340	270	—	70	360	—	1.140
	1973	30	170	170	—	—	200	—	1.010
	1974	380	60	—	—	60	440	—	1.960
	1975*	130	—	—	—	—	130	—	570
Stati Uniti	1972	1.770	260	90	80	90	2.030	1.070	240
	1973	710	110	50	10	50	820	380	500
	1974	110	—	—	—	—	110	—	80
	1975*	—	30	—	30	—	30	—	—
Altri paesi sviluppati ⁴	1972	100	380	260	70	50	480	—	60
	1973	60	140	140	—	—	200	—	50
	1974	220	120	120	—	—	340	40	150
	1975*	140	330	290	30	10	470	10	170
Resto del mondo ⁵	1972	430	120	90	—	30	550	20	340
	1973	350	90	70	20	—	440	80	750
	1974	120	20	—	—	20	140	50	790
	1975*	20	—	—	—	—	20	—	120
Istituzioni internazionali	1972	680	210	10	80	120	890	—	2.020
	1973	650	240	20	—	220	890	—	2.040
	1974	680	190	100	20	70	870	—	3.280
	1975*	300	170	140	30	—	470	—	550
Totale delle emissioni collocate	1972	4.310	2.620	1.230	480	910	6.930	1.220	4.390
	1973	2.890	1.710	1.000	190	520	4.600	620	5.310
	1974	1.930	1.390	600	390	400	3.320	90	7.570
	1975*	840	1.710	1.250	280	180	2.550	10	2.010

* Primo trimestre.

¹ In base ai dati forniti dalla BIRS e dall'OCSE. ² Inclusi "Schuldscheindarlehen" non negoziabili (prestiti garantiti da certificati di indebitamento), collocati privatamente. ³ Inclusive obbligazioni con buoni separabili, conferenti al portatore il diritto di sottoscrivere azioni. ⁴ Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. ⁵ Includi i paesi dell'Europa orientale.

euroobbligazioni; e i mutuatari sono stati riluttanti a contrarre debiti a lungo termine ad elevati saggi fissi di interesse, in un momento in cui le prospettive economiche mondiali cominciavano ad apparire abbastanza incerte. Inoltre, la mancanza di interesse verso gli acquisti, assieme all'elevato costo di interessi che gli operatori dovevano sostenere per finanziare le loro scorte di obbligazioni, danneggiava ulteriormente l'attività dei mercati secondari. Come era da prevedere, questi elementi negativi hanno gravato in misura maggiore sulle emissioni pubbliche, il cui volume è diminuito di oltre il 50%, scendendo a \$1.560 milioni — solo il 30% del livello raggiunto nel 1972. Si è avuta inoltre una forte riduzione nella scadenza media delle obbligazioni offerte. I collocamenti privati sono aumentati del 24% arrivando al \$1.760 milioni.

Nonostante il fosco quadro per il 1974 nel complesso, l'alleggerimento generale delle condizioni monetarie ha portato a segni manifesti di miglioramento verso la fine dell'anno e, nel primo trimestre del 1975, il mercato delle euroobbligazioni ha presentato una notevole ripresa. Con il ritorno a una più normale struttura dei tassi di interesse secondo le scadenze, il volume delle offerte al pubblico è salito da una media mensile di \$80 milioni nei sei mesi compresi tra marzo e settembre 1974 a circa \$150 milioni nel quarto trimestre per poi balzare a \$460 milioni nel primo trimestre del 1975. In effetti la cifra di \$1.370 milioni delle offerte al pubblico nel primo trimestre del 1975 non si è molto distaccata dal totale per l'intero 1974; i collocamenti privati sono stati di \$1.180 milioni.

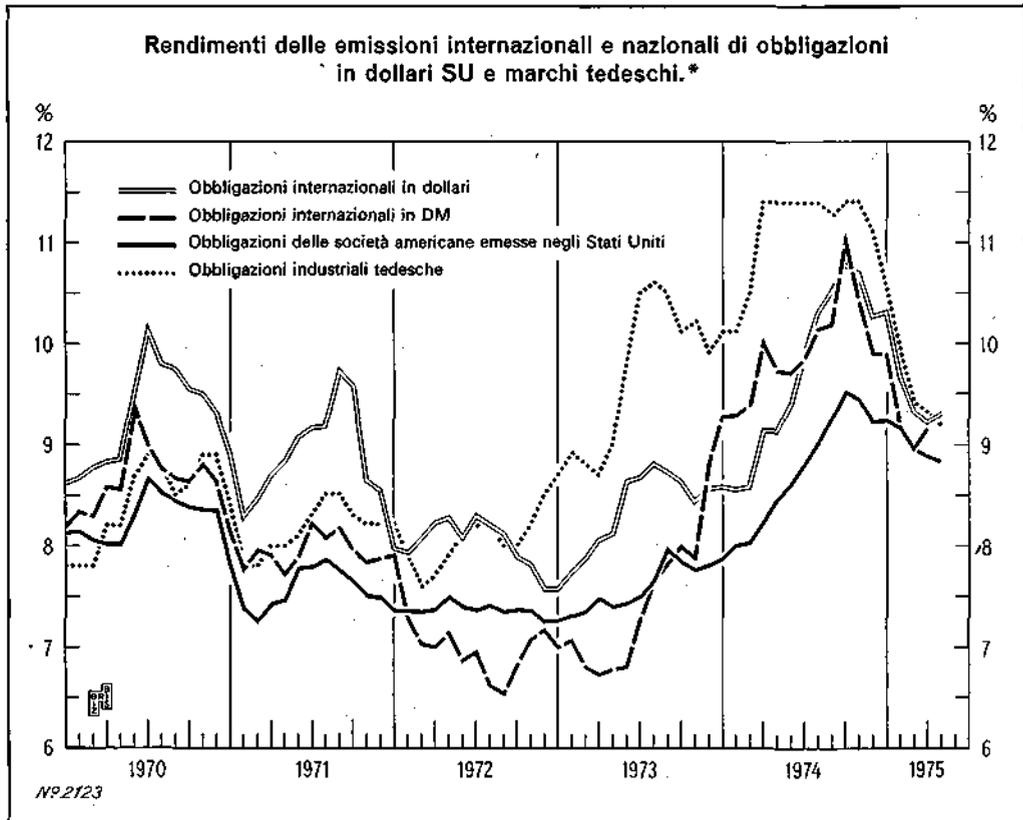
Altri due eventi hanno influenzato il mercato delle euroobbligazioni nel periodo in esame. Il primo è stato la rimozione dei controlli SU sui deflussi di capitali, che avevano causato la virtuale scomparsa delle emissioni da parte di imprese SU, che pure fino al 1972 avevano rappresentato il gruppo più cospicuo di mutuatari sul mercato delle euroobbligazioni. D'altra parte, in considerazione degli adempimenti regolamentari molto severi, l'apertura del mercato dei capitali SU non ha ridotto di molto la dipendenza della maggior parte dei gruppi di mutuatari non residenti negli Stati Uniti dal mercato delle euroobbligazioni. Infatti, a parte le emissioni del Canada, di Israele e della Banca Mondiale, nel 1974 ci sono state solo due offerte al pubblico sul mercato SU da parte di mutuatari esteri.

A causa dello stato di debolezza del mercato delle euroobbligazioni, le emissioni obbligazionarie internazionali da parte di mutuatari dell'Europa occidentale sono diminuite da \$2.050 a 1.420 milioni, pur rimanendo pressochè invariata la loro quota rispetto al totale. I paesi emergenti sono stati quasi eliminati dal mercato delle euroobbligazioni, con una contrazione nelle loro operazioni da \$440 a 100 milioni, mentre gli istituti internazionali sono riusciti a mantenere la loro partecipazione quasi allo stesso livello del 1973.

Il secondo evento è stato il rincaro del petrolio, che si è riflesso sul mercato in modo più accentuato dalla parte dell'offerta. I crescenti acquisti da parte dei paesi esportatori di petrolio hanno sostenuto il mercato nel corso del 1974 e hanno rappresentato un elemento importante nella notevole ripresa dell'attività di emissione nel primo trimestre del 1975. Le banche arabe hanno assunto una posizione di maggior rilievo nei sindacati di emissione e alcuni prestiti sono stati collegati a valute arabe.

Per quanto concerne le valute di denominazione delle nuove emissioni nel 1974, la quota in dollari è diminuita dal 63 al 58% e quella in marchi tedeschi dal 22 al 18%. Tuttavia a causa della debolezza del dollaro sui mercati dei cambi e della prospettiva relativamente favorevole dell'andamento dei saggi di interesse a lungo termine in Germania, la quota in marchi tedeschi ha cominciato ad aumentare rapidamente nei mesi finali del 1974 ed è stata pari al 49% nel primo trimestre del 1975, mentre quella in dollari è scesa al 33%. Dato lo stato di depressione dei mercati azionari, quasi tutte le emissioni internazionali nel 1974 sono avvenute nella forma di obbligazioni diverse dalle convertibili.

Il rendimento delle obbligazioni internazionali in dollari è salito dall'8,5% all'inizio del 1974 ad un massimo del 10,75% alla fine dell'estate, ma successivamente,



* I rendimenti delle obbligazioni SU emesse sul mercato nazionale sono calcolati in base alla scadenza finale, gli altri in base a quella media.

nella primavera del 1975, è diminuito a circa il 9,25%. Lo scarto del rendimento delle euroobbligazioni rispetto al saggio a breve (e cioè a tre mesi) sull'eurodollaro è diminuito nel corso dei primi due mesi del 1974, ma data la fortissima ascesa dei saggi sull'eurodollaro, esso si è ampliato considerevolmente durante la primavera ed ha superato i 3 punti percentuali in estate. Tuttavia, a seguito del miglioramento mondiale delle condizioni monetarie, i saggi sull'eurodollaro sono nuovamente scesi al di sotto dei rendimenti delle euroobbligazioni nel corso dell'autunno; e nel maggio 1975 i rendimenti delle obbligazioni internazionali in dollari sono stati di circa 3 punti percentuali superiori ai saggi a tre mesi sull'eurodollaro.

In contrasto con le emissioni internazionali, le emissioni estere sui mercati nazionali (compresi i collocamenti privati) sono aumentate fortemente nel 1974, crescendo del 43% e raggiungendo \$7.570 milioni. Le quote più elevate di questo valore globale sono state: \$3.080 milioni emessi dalla BIRS, di cui \$2.150 milioni raccolti nei paesi esportatori di petrolio; \$1.960 milioni emessi dal Canada, quasi tutti collocati sul mercato degli Stati Uniti; e \$560 milioni emessi da Israele interamente negli Stati Uniti. Nel primo trimestre del 1975 il volume delle emissioni estere sui mercati nazionali ha raggiunto il livello mai prima toccato di \$2.010 milioni.

VI. ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

Lo scorso anno la Banca è stata di nuovo attivamente impegnata nell'espletamento di funzioni che hanno facilitato la cooperazione tra le banche centrali. Oltre alle regolari riunioni dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e della Svizzera e a quelle del Consiglio di amministrazione, la Banca ha organizzato riunioni periodiche di funzionari delle banche centrali per esaminare questioni quali l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi e il mercato delle eurodivise, nonché convegni per effettuare studi e scambiare informazioni su altri problemi economici e monetari, tecnici e giuridici interessanti le banche centrali.

La Banca ha continuato a partecipare, in veste di osservatore, ai lavori del Comitato del Consiglio dei Governatori del Fondo monetario internazionale per la riforma del sistema monetario e questioni connesse, comunemente noto come Comitato dei Venti, fino alla loro conclusione, nel giugno 1974. Successivamente la Banca ha preso parte in qualità di osservatore alle prime sedute del Comitato ad interim del Consiglio dei Governatori del Fondo monetario internazionale per il Sistema monetario internazionale, costituito nell'ottobre 1974.

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. A questi ultimi sono di regola affidati studi preparatori alla discussione fra i Governatori delle banche centrali; in particolare essi comprendono: il Comitato dei sostituti dei Governatori, un gruppo specializzato nei problemi tecnici posti dall'integrazione monetaria, un gruppo incaricato di esaminare periodicamente l'andamento dell'offerta di moneta nei paesi membri ed i problemi sollevati dalla coordinazione delle politiche monetarie nazionali, un gruppo avente come fine quello di promuovere l'armonizzazione degli strumenti di politica monetaria impiegati dai paesi membri (tale gruppo è responsabile nei confronti del Comitato monetario e del Comitato dei Governatori) e un gruppo a cui è affidata l'elaborazione del regolamento per il futuro personale del Fondo europeo di cooperazione monetaria.

Tali comitati e gruppi hanno tenuto numerose riunioni ad intervalli regolari durante il periodo 1974-75, generalmente a Basilea. I loro lavori hanno portato in diversi casi all'adozione di decisioni da parte dei Governatori, ovvero alla formulazione di pareri da sottoporre ai Ministri delle finanze dei paesi della CEE; fra le

materie oggetto di studio vi sono stati: il sistema dei cambi della Comunità (le relative modalità di funzionamento e di adattamento, nonché la possibilità di associazione da parte di altri paesi), il riciclaggio di capitali (prestiti comunitari), l'unità di conto europea, la questione dell'oro ed il funzionamento dei mercati delle eurodivise.

La Banca ha altresì messo a disposizione il Segretariato per il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria costituito nel dicembre 1974 dai Governatori dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci. Alla luce dei turbamenti prodottisi lo scorso anno nel settore bancario a livello internazionale, il Comitato è stato incaricato da parte dei Governatori di prendere in particolare considerazione l'esigenza di un sistema internazionale di "allarme" preventivo.

Durante lo scorso anno, la Banca ha anche continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri del Gruppo dei Dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri del Gruppo e al Gruppo di lavoro 3 dell'OCSE i dati statistici relativi ai mezzi impiegati per finanziare i saldi attivi e passivi nei conti con l'estero dei paesi stessi. Essa ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici sul mercato delle eurodivise, nonché ad associarsi agli altri lavori compiuti dal Gruppo dei Dieci e dall'OCSE. In particolare, la Banca ha partecipato al Gruppo di lavoro che ha condotto le trattative per la formulazione dell'accordo sottoscritto a Parigi il 9 aprile 1975 per l'istituzione di un Fondo di sostegno finanziario dell'OCSE. Scopo del Fondo è quello di fornire in circostanze eccezionali una fonte addizionale di credito per i paesi in serie difficoltà economiche. La Banca ha espresso la propria disponibilità a cooperare nelle operazioni del Fondo, sia in qualità di Agente, sia partecipando al finanziamento delle quote contributive dei paesi membri, in particolare mediante crediti alle relative banche centrali, per i prestiti effettuati dal Fondo stesso.

Infine la Banca ha continuato ad agire come Segretariato per gli esperti di informatica delle banche centrali del Gruppo dei Dieci allo scopo di promuovere lo scambio di informazioni fra le banche centrali in merito alle procedure ed alle funzioni degli elaboratori elettronici ed assistendo gli stessi in un'ampia gamma di questioni connesse. In occasione delle riunioni di tali esperti è stata prestata particolare attenzione, fra l'altro, agli aspetti tecnici delle norme unificate riguardanti le procedure bancarie, in corso di elaborazione in seno all'ISO (Organizzazione internazionale per la normalizzazione), agli sviluppi nel settore in rapida evoluzione della commutazione dei messaggi e dei sistemi elettronici per i pagamenti internazionali, nonché alle implicazioni politico-economiche inerenti a tali sviluppi. Da parte dei suddetti esperti è stato preparato uno studio sulla sicurezza ed affidabilità dei sistemi elettronici per i pagamenti internazionali ed è stato inoltre deciso di installare presso la BRI una banca sperimentale dei dati per la memorizzazione di informazioni macromonetarie ed economiche di interesse per le banche centrali. Si sono tenute inoltre altre riunioni a Basilea e presso varie banche centrali per esaminare una serie di problemi tecnici, fra cui l'autenticazione dei messaggi, codici per operazioni di pagamento e connesse procedure interne di contabilizzazione e norme unificate per lo scambio di informazioni fra le banche centrali.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio e il conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1975, 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 1975 ha nuovamente raggiunto una cifra di fine esercizio senza precedenti pari a

F 41.940.402.173

F 31.615.466.191

Si è pertanto registrato un incremento di

F 10.324.935.982

pari al 33 % del totale di bilancio, nettamente superiore, in termini assoluti e relativi, a quello del precedente esercizio finanziario (6.365 milioni, ovvero il 25 %).

E' opportuno però osservare che quasi un decimo dell'aumento suaccennato va ascritto all'apprezzamento di fatto di alcune monete, del franco svizzero in modo affatto particolare.

BRI: Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari.

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale del bilancio		Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	milioni di franchi		percentuali	
1966	7.892		+ 32	—
1967	8.232		+ 350	+ 4
1968	12.041		+ 3.809	+ 46
1969	14.843		+ 2.802	+ 22
1970	20.699		+ 6.056	+ 41
1971	23.858		+ 3.157	+ 15
1972	29.362		+ 5.506	+ 23
1973	25.250		— 4.112	— 14
1974	31.615		+ 6.365	+ 25
1975	41.940		+ 10.325	+ 33

Nel bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività (saldi bancari, effetti e altri titoli) detenute dalla Banca in qualità di Terzo Designato ai termini del contratto stipulato con la Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio, nonché di Fiduciario per il servizio di prestiti pubblici internazionali;

* 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 1=0,736 662 grammi di fino; per le monete fluttuanti congiuntamente, sulla base del tasso centrale; per tutte le altre monete, è stato adottato il tasso medio di mercato rispetto al dollaro SU alla data del 26 marzo 1975.

3) l'oro in custodia presso la BRI, che al 31 marzo 1975 ammontava a 1.091 milioni di franchi, rispetto a 1.014 milioni di franchi al 31 marzo 1974.

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			
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
1975*	1.122	40.495	393	41.940

*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 immutato rispetto al 31 marzo 1971, anno in cui ha raggiunto il livello massimo previsto dall'articolo 51(1) dello Statuto, e cioè il 10% del capitale versato.

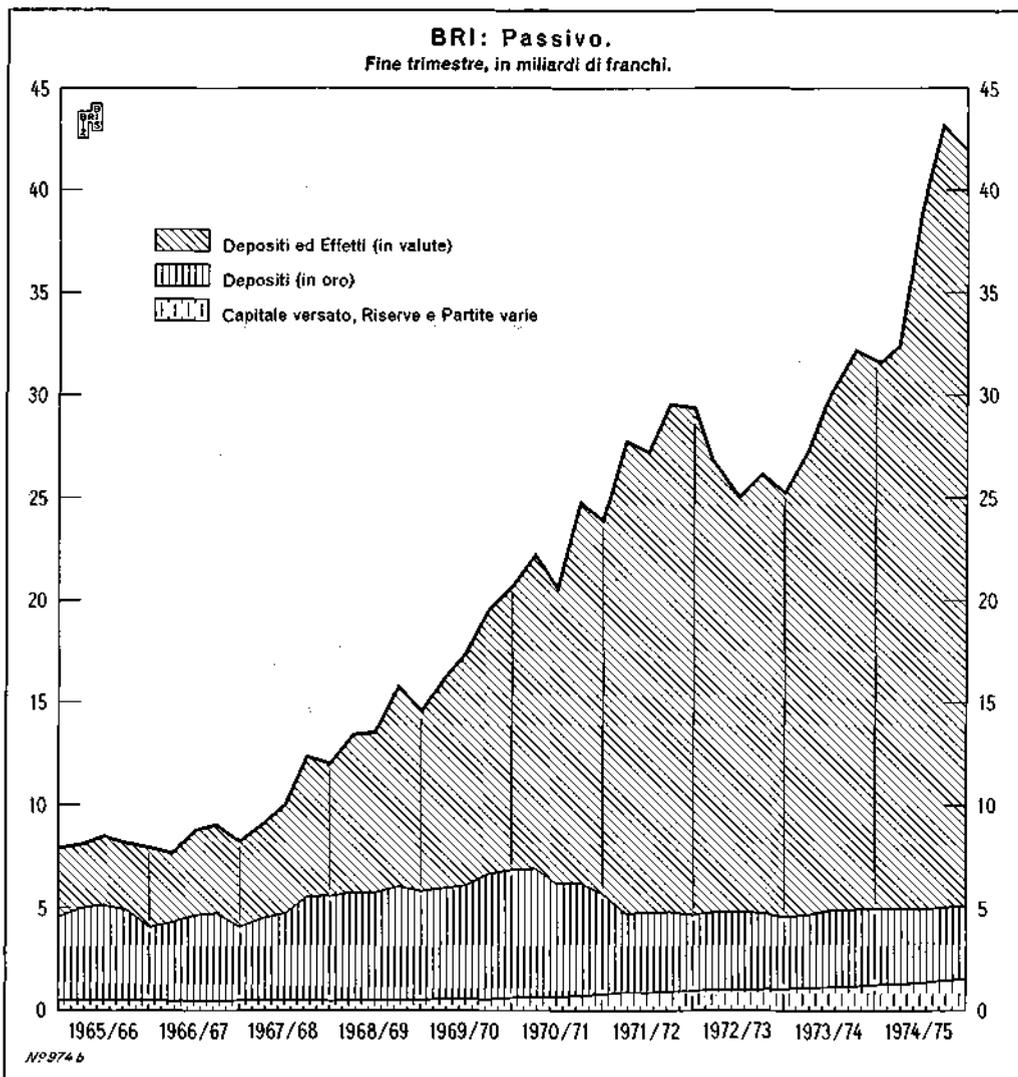
2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1974-75 F 371.447.193

contro 309,4 milioni di franchi al 31 marzo 1974; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 62 milioni di franchi; l'attribuzione prevista al detto Fondo è conforme 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, previsto dall'articolo 51(5) dello Statuto.



4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1974-75 F 344.518.200

contro 251,5 milioni di franchi al 31 marzo 1974; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 93 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1974-75 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 821.211.487

contro 666,2 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, pari ad un incremento di 155 milioni; si rammenta che nell'esercizio precedente l'aumento delle riserve totali era stato di 118 milioni.

c) le "Partite varie" ammontano a F 265.671.759
 contro 140,5 milioni di franchi, pari ad un aumento di 125,2 milioni.

d) Accantonamento per costruzioni F 90.548.730
 contro 103,2 milioni di franchi; la diminuzione di 12,7 milioni di franchi deriva dal regolamento di spese ammontanti a 28,8 milioni di franchi parzialmente compensate da un utile di cambio di 16,1 milioni di franchi.

e) Conto profitti e perdite, prima della ripartizione F 182.063.281

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1974-75 che ammonta pertanto ad una cifra senza precedenti, con un aumento di 37 milioni di franchi rispetto all'utile netto dell'esercizio precedente, pari a 145,1 milioni di franchi. I dettagli delle proposte di ripartizione dell'utile per il 1974-75 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 devolvere 27.063.281 franchi - cioè lo stesso importo del precedente esercizio - per il pagamento del dividendo, da effettuarsi alla data del 1° luglio 1975.

B. Fondi ricevuti in prestito.

Le due tabelle che seguono indicano l'origine, la scadenza e la natura delle risorse ricevute in prestito dalla Banca.

BRI: Origine delle risorse ricevute in prestito.

Origine	Fine esercizio		Variazione
	1974	1975	
	milioni di franchi		
Depositi di banche centrali	28.809	38.861	+ 10.052
Depositi di altri depositanti	1.017	909	- 108
Effetti	552	665	+ 113
Totale	30.378	40.435	+ 10.057

La progressione nei "Depositi di banche centrali" è assai pronunciata e corrisponde in pratica all'incremento complessivo dei fondi ricevuti a prestito (+33%), costituiti essenzialmente da dollari SU, che sono pertanto all'origine della parte maggiore dell'aumento nel totale di bilancio.

Le rimanenti due voci registrano variazioni di modesta entità che praticamente si compensano:

- 1) una flessione dei "Depositi di altri depositanti", soprattutto come conseguenza di rimborsi di fondi a banche commerciali;

2) un aumento degli "Effetti" - tutti stilati in franchi svizzeri - che deriva unicamente dall'apprezzamento di questa moneta espressa in franchi oro nel corso dell'esercizio.

Fra le tre categorie di fondi ricevuti in prestito la preminenza della prima - "Depositi di banche centrali" - si è ulteriormente accentuata (portandosi al 96%).

BRI: Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito.

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Fine esercizio		Varia- zione	Fine esercizio		Varia- zione	Fine esercizio		Varia- zione
	1974	1975		1974	1975		1974	1975	
milioni di franchi									
A vista	2.851	3.079	+ 228	147	365	+ 218	—	—	—
Fino a tre mesi	244	481	+ 237	22.691	29.197	+ 6.506	—	665	+ 665
Ad oltre tre mesi	614	9	- 605	3.279	6.639	+ 3.360	552	—	- 552
Totale	3.709	3.569	- 140	26.117	36.201	+ 10.084	552	665	+ 113

Nel corso dell'esercizio, rispetto al totale delle riserve ricevute in prestito, la percentuale dei depositi in oro è scesa dal 12 al 9%, mentre quella dei depositi in valute è passata dall'86 all'89%.

a) Depositi in oro

F 3.568.515.858

contro 3.709 milioni di franchi al 31 marzo 1974. La contrazione di 140 milioni, pari al 4%, va ascritta a prelievi effettuati dalle banche centrali e annulla in gran parte l'incremento di 183 milioni registrato nell'esercizio precedente. I prelievi in questione sono stati effettuati sui depositi con scadenza ad oltre tre mesi. La rimanente parte della diminuzione accusata da questi ultimi è attribuibile sia alla riconversione in depositi a vista, sia al passaggio a depositi con scadenza fino a tre mesi.

b) Depositi in valute

F 36.201.238.861

contro 26.117 milioni di franchi al 31 marzo 1974, pari ad un aumento di 10.084 milioni (+39%); di questa forte espansione - che è quasi doppia rispetto a quella dell'esercizio precedente - va attribuita per quasi due terzi ai depositi fino a tre mesi e per un terzo ai depositi ad oltre tre mesi. Un certo incremento si rileva anche nei depositi a vista, sensibile soprattutto in termini relativi.

c) Effetti

F 665.449.072

contro 552 milioni di franchi al 31 marzo 1974; l'aumento di 113 milioni è dovuto esclusivamente - come già detto dianzi - all'apprezzamento del franco svizzero.

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		1975		Variazione	
	1974		milioni di franchi			
Attività a vista						
Oro	4.332		4.122		- 210	
Valute	47	4.379	87	4.209	+ 40	- 170
Buoni del Tesoro						
Valute		8		515		+ 507
Depositi vincolati e prestiti						
Oro	71		104		+ 33	
Valute	22.242	22.313	31.782	31.886	+ 9.540	+ 9.573
Titoli a termine						
Valute		4.889		5.143		+ 254
Totale						
Oro	4.403		4.226		- 177	
Valute	27.186	31.589	37.527	41.753	+ 10.341	+ 10.164

La ripartizione di queste voci attive richiede i commenti seguenti:

a) Oro F 4.121.836.539

consistente unicamente in oro in barre - contro 4.332 milioni di franchi al 31 marzo 1974. La diminuzione di 210 milioni va ascritta ai succitati prelievi dai depositi in oro, all'utilizzazione dell'oro per operazioni di riporto contro valute ed alla destinazione del metallo per investimenti in oro. D'altra parte occorre rilevare che, come risulta dalla nota 3 in calce al Bilancio, la parte degli averi in oro costituita in pègno è passata nel corso dell'esercizio da 761 milioni a 334 milioni.

b) Cassa in contanti e in conti a vista presso le banche F 86.656.247

contro 47 milioni di franchi al 31 marzo 1974; presenta quindi un incremento di 40 milioni.

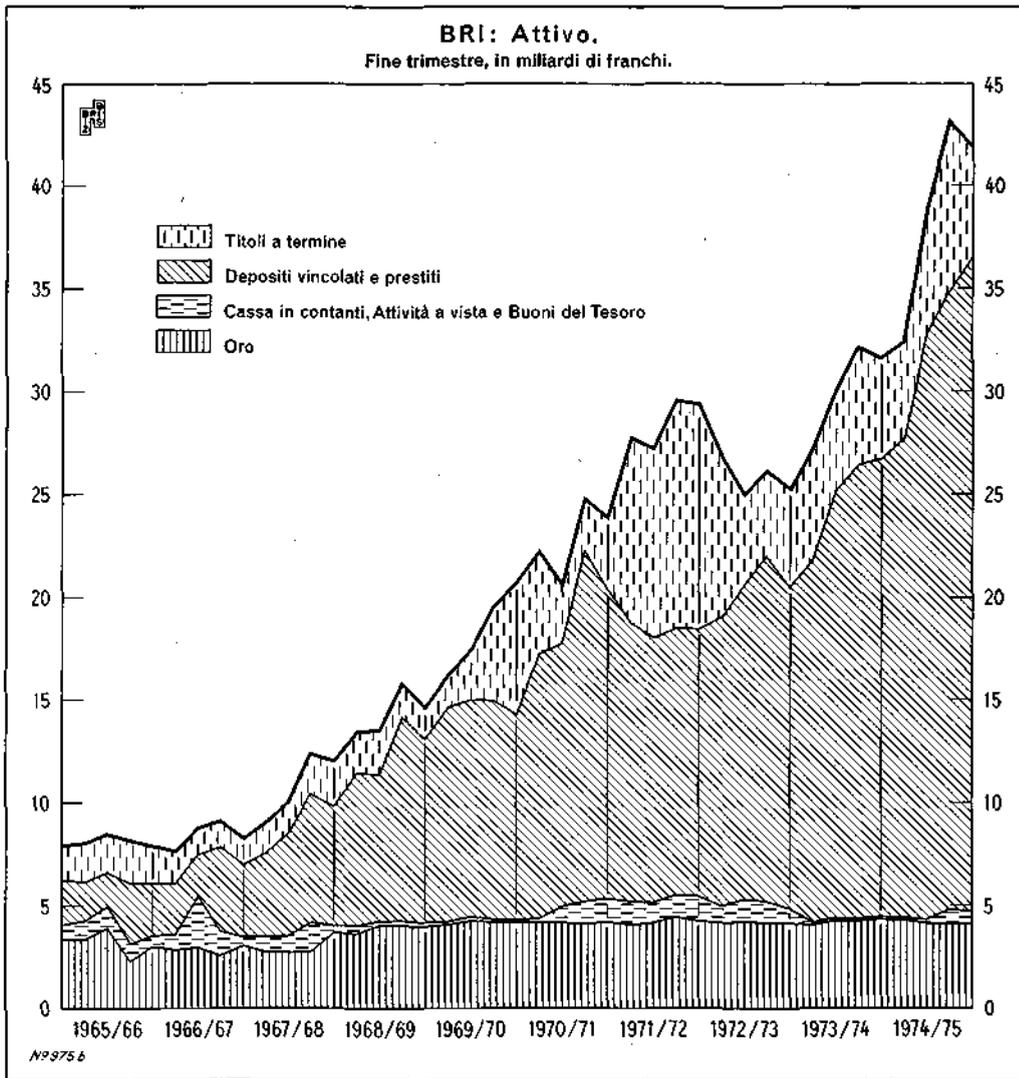
c) Buoni del Tesoro F 515.658.921

contro 8 milioni di franchi al 31 marzo 1974; l'aumento di 507 milioni riflette la ripresa degli acquisti da parte della Banca di buoni di Tesoro a partire dall'ottobre 1974.

Va rilevato che l'incremento totale registrato dalle due voci su descritte supera sensibilmente l'aumento dei depositi valutari a vista.

d) Depositi vincolati e prestiti F 31.885.841.821

contro 22.313 milioni di franchi al 31 marzo 1974, pari ad un aumento di 9.573 milioni, che costituisce il 93% dell'incremento registrato dal totale dell'attivo.



I depositi vincolati e i prestiti in oro passano da 71 milioni a 104 milioni, avendo la Banca investito oro sotto forma di depositi vincolati, attingendo dalle proprie disponibilità, come dianzi menzionato.

I depositi vincolati ed i prestiti in valute, saliti da 22.242 milioni a 31.782 milioni, registrano un forte aumento, pari a 9.540 milioni, e cioè quasi del 50%, che corrisponde ad ulteriori investimenti — essenzialmente in dollari SU — effettuati su numerosi mercati, nonché a facilitazioni di credito accordate a banche centrali.

e) Titoli a termine

F 5.143.319.658

contro 4.889 milioni al 31 marzo 1974. L'accrescimento moderato di questo portafoglio, pari a 254 milioni, risulta principalmente dall'acquisto di effetti emessi su un particolare mercato.

f) Partite varie

F 187.088.986

contro 26 milioni di franchi al 31 marzo 1974. Il forte aumento di 161 milioni va ascritto essenzialmente a rettifiche contabili, resesi necessarie in quanto alcune operazioni di riporto su oro sono state contabilizzate in base a prezzi derivati da quelli di mercato.

La tabella che segue riproduce la ripartizione dei Depositi vincolati e prestiti nonchè dei Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

BRI: Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza.

Periodi	Fine esercizio		Variazione
	1974	1975	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	21.967	27.546	+ 5.579
Ad oltre tre mesi	5.235	9.483	+ 4.248
Totale	27.202	37.029	+ 9.827

Gli incrementi relativi ai due periodi, come si evince dalla tabella, risultano pressochè equivalenti in termini assoluti.

Operazioni a termine su oro.

Questa voce, che figura alla nota 2 in calce al Bilancio, ha conseguito un saldo attivo netto (oro da ricevere) di F 39.521.613

contro un saldo di 3 milioni di franchi al termine dell'esercizio precedente, con un aumento quindi di 37 milioni. Tale variazione va ascritta alla scadenza delle operazioni di riporto su oro (riacquistato a termine) contro valute, menzionate in relazione alle attività in oro, di cui alla voce a).

* * *

Durante l'esercizio finanziario 1974-75, l'attività operativa della Banca ha presentato un andamento parallelo a quello del bilancio e degli utili, raggiungendo un livello particolarmente 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 1974-75 si è chiuso il 1° giugno 1975. I relativi interessi sono ammontati a circa 27,7 milioni di franchi e sono stati debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Il rimborso delle obbligazioni convertite, relativamente all'anno finanziario 1974-75, 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.

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 1973-74	1974-75	
Americana . . .	\$	67.019.000	16.239.000	1.662.000	49.118.000
Belga	fr.belgi	202.869.000	47.447.000	4.527.000	150.895.000
Britannica . . .	£	20.665.500	4.799.400	486.900	15.379.200
Francese	fr.fr.	501.834.000	117.812.000	11.657.000	372.165.000
Olandese	florini	52.578.000	12.065.000	1.185.000	39.328.000
Svedese	cor.sv.	92.780.000	21.763.000	2.293.000	68.724.000
Svizzera	fr.sv.	58.393.000	13.463.000	1.264.000	43.666.000
Tedesca	DM	14.509.000	3.308.000	295.000	10.906.000

* Valore di rimborso al 1° maggio 1975, 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 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. Per quanto concerne la più recente questione, se cioè la garanzia di cambio sia applicabile allorchè le valute di emissione del prestito Young subiscono variazioni effettive nel valore di cambio - in seguito all'adozione di tassi di cambio fluttuanti o di tassi centrali - senza che peraltro intervenga una variazione formale nelle rispettive parità, la Banca, in quanto Fiduciario, ha richiamato su tale problema l'attenzione dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni del prestito in parola, invitando gli stessi ad esaminare la questione e ad adoperarsi al fine di pervenire ad una adeguata soluzione.

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 1973	1974	
Americana	\$	1.667.000	1.192.000	101.000	374.000
Anglo-olandese	£	856.600	591.400	49.300	215.900
Svizzera	fr.sv.	7.102.000	4.319.000	404.000	2.379.000

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 10 milioni di franchi per interessi e circa 41 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si è ridotto a circa 178 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 1975	Saggio d'interesse %	Data di scadenza o rimborso dei prestiti
1*	1954	Stati Uniti	Governo SU	\$ 100.000.000	30.700.000	3 ⁷ / ₈	1979
2*	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	Fr.belgi 200.000.000	84.800.000	3 ¹ / ₂	1982
3*	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	14.969.800	3 ³ / ₈	1981
4*	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	8.480.000	3 ¹ / ₂	1982 1961
5*	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	598.467	4 ¹ / ₂	1977
6*	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	—	4 ¹ / ₂	1974
7*	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8*			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
9*			Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
10*	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	51.307.036	5 ³ / ₈	1982
11*	1959	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	9.700.000	5	1978
12*			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13*	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	10.150.000	5 ³ / ₈	1980
14*			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₈	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1964
			Emissione pubblica	\$ 3.400.000	—	5	1965
15*	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	65.359.012	5 ¹ / ₂	1986
16*	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	23.200.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ I creditori originari Rhelnsche 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.

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni, assunte a partire dal 1° giugno 1973, di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria. Tale nuova istituzione comunitaria, costituita il 6 aprile 1973 dagli stati membri della Comunità Economica Europea, si trova tuttora in fase iniziale di operatività. Le funzioni della Banca in quanto agente tecnico hanno pertanto continuato ad essere limitate ad operazioni contabili, consistenti principalmente nel registrare nei conti del Fondo:

- i debiti e i crediti nei confronti del Fondo delle banche centrali CEE che partecipano al "serpente" monetario, derivanti dagli interventi effettuati dalle predette banche nelle valute dei paesi membri allo scopo di mantenere il margine fissato del 2,25 %;
- il regolamento periodico di tali debiti e crediti, generalmente al termine del mese successivo all'intervento;
- operazioni effettuate in connessione con l'accordo di sostegno monetario a breve termine.

Nel corso del passato esercizio finanziario, come nell'esercizio 1973-74, le banche centrali interessate - il cui numero si è ridotto a quattro a partire dal 20 gennaio 1974 - sono state alternativamente debentrici e creditrici. Questi movimenti in opposte direzioni non sono stati peraltro tutti dello stesso ordine di grandezza; ed il loro effetto è stato notevolmente diverso in ciascun paese, a seconda delle dimensioni dell'economia interessata e della posizione monetaria esterna del paese.

Nel complesso, gli importi rilevati dal Fondo in merito agli interventi effettuati sono stati sensibilmente inferiori a quelli del 1973-74; ciò è da attribuirsi soprattutto al minore numero di monete partecipanti al "serpente" e al fatto che le banche centrali hanno effettuato interventi in dollari in misura maggiore che in passato, e tali operazioni non sono registrate nei libri contabili del Fondo. Ne è conseguita una certa contrazione nel volume delle operazioni contabili eseguite dall'Agente del Fondo.

6. Emendamento degli articoli 51 e 52 dello Statuto della Banca.

In occasione della seduta del 13 maggio 1975 il Consiglio di amministrazione ha deciso di convocare per il giorno 8 luglio 1975 una Assemblea generale straordinaria per procedere all'emendamento degli articoli 51 e 52 dello Statuto. L'iniziativa del Consiglio di proporre tale emendamento è stata sollecitata dagli sviluppi monetari internazionali degli ultimi anni.

All'articolo 4 dello Statuto il capitale sociale è espresso in franchi oro*, definiti in termini di peso in oro, mentre all'articolo 51 dello Statuto il dividendo viene fissato come percentuale del capitale versato. Il dividendo annuo non può superare

* Per esigenza di chiarezza in questo paragrafo non è stato usato il termine «franchi» come forma abbreviata di franchi oro.

il 9% del capitale versato e comprende un dividendo del 6% con priorità su ogni altra destinazione degli utili netti ed un dividendo supplementare massimo del 3%; ne consegue che il dividendo massimo che può essere distribuito per qualsiasi esercizio finanziario è pari a 56,25 franchi oro per azione.

E' tale ammontare in franchi oro che deve essere convertito in moneta di pagamento - tradizionalmente franchi svizzeri - per essere distribuito agli azionisti.

Questo metodo per la determinazione del dividendo, benchè non di comune applicazione presso le società, le quali fissano di regola i propri dividendi sulla base dei profitti netti conseguiti nell'esercizio finanziario, non ha dato origine ad alcun problema di rilievo fino al 1970. A partire da tale anno, benchè il dividendo dichiarato in franchi oro sia sempre stato pari al massimo autorizzato dallo Statuto, l'importo pagato agli azionisti ha subito sensibili variazioni a causa dei cambiamenti intervenuti nei tassi di cambio e, in particolare, in seguito alle successive modifiche del prezzo ufficiale dell'oro negli Stati Uniti. E' divenuto inoltre sempre più difficile assicurare agli azionisti un'equa remunerazione sulla quota di capitale posseduta, allorchando - se si prescinde dai limiti posti dall'articolo 51, comma (2) e (3), dello Statuto - l'incremento degli utili della Banca avrebbe reso possibile il pagamento di un maggior dividendo.

La questione assumerebbe chiaramente un nuovo aspetto se il prezzo ufficiale dell'oro fosse aumentato oppure abolito. Le difficoltà non sarebbero peraltro del tutto risolte. Poichè gli utili della Banca sono essenzialmente realizzati in valuta, essi subirebbero, in termini di franchi oro, una riduzione inversamente proporzionale ad ogni maggiorazione di prezzo del metallo. Considerato il carattere prioritario attribuito al dividendo del 6% dall'articolo 51(2) dello Statuto, potrebbe conseguire che il saldo disponibile per l'attribuzione alle riserve sia insufficiente o addirittura nullo. Ciò potrebbe compromettere lo sviluppo delle attività della Banca.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di porre fine a tale manchevole situazione apportando un emendamento all'articolo 51 e, in via accessoria, all'articolo 52 dello Statuto, al fine di abbandonare la nozione di dividendo vincolato dallo Statuto all'ammontare del capitale versato e di ampliare le possibilità di accantonamento e di prelievo presso il Fondo speciale di riserva per dividendi. In conseguenza di tali modificazioni sarebbe lasciato alla discrezione del Consiglio di decidere il livello del dividendo annuale che il Consiglio stesso raccomanda all'approvazione dell'Assemblea generale, rendendo così possibile agli azionisti di ricevere una quota degli utili più adeguata alle circostanze prevalenti. Sarebbe inoltre abolito l'attuale limite posto all'ammontare degli utili netti trasferibile al Fondo speciale di riserva per dividendi; il Consiglio verrebbe altresì a disporre di una più ampia libertà, in relazione alle raccomandazioni concernenti il dividendo, nel fare eventualmente ricorso al Fondo di riserva speciale per dividendi.

I provvedimenti predetti dovrebbero permettere alla Banca di assicurare agli azionisti una remunerazione equa e di una certa costanza anche nel caso di fluttuazioni nei risultati finanziari, senza peraltro venir meno all'esigenza di un adeguato accantonamento alle proprie riserve, in vista dell'espansione della propria attività e dello sviluppo del bilancio.

Le modificazioni proposte, se accolte dalla Assemblea generale straordinaria dell'8 luglio 1975, non potranno entrare in vigore finchè il governo svizzero, di concerto con gli altri governi legati dalla Convenzione del 1930 relativa alla Banca, non avrà dato la propria approvazione.

In considerazione dell'importanza che riveste la riforma proposta si è ritenuto opportuno che agli azionisti privati - cioè a coloro che non rivestono la qualità di banca centrale e che perciò, ai sensi dell'articolo 14 dello Statuto, non hanno diritto di partecipare alle Assemblee generali - fosse data la possibilità, qualora essi lo desiderino, di alienare le proprie azioni in condizioni di equità. Ai suddetti azionisti sarà pertanto sottoposta un'offerta di riacquisto da parte della Banca, agente in nome di un consorzio di banche centrali, ad avvenuta approvazione dei predetti emendamenti statutari da parte dell'Assemblea generale straordinaria convocata per l'8 luglio 1975. L'offerta avrà la validità di tre mesi a partire da tale data. Il prezzo d'offerta, fissato in fr. sv. 3.100 per azione (ex-dividendo) sarà uguale per tutti i titoli detenuti dal pubblico, indipendentemente dall'emissione di cui fanno parte.

7. Distribuzione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantacinquesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1975, presentano un saldo attivo netto operativo di 187.622.476 franchi, a fronte di 168.212.066 franchi per l'esercizio finanziario precedente e di 136.048.276 franchi per l'esercizio 1972-73. Questo consistente aumento va attribuito in via principale al volume decisamente più elevato di fondi trattato dalla Banca durante l'anno ed alla maggior quantità di mezzi finanziari della Banca detenuti in valute.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 5.559.195 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione"; quest'anno non è stata effettuata alcuna attribuzione all' "Accantonamento per costruzioni". A seguito del suddetto trasferimento l'utile netto ammonta a 182.063.281 franchi, contro 145.063.281 franchi del precedente esercizio finanziario e 122.063.281 franchi dell'esercizio 1972-73. La distribuzione di tale importo è stabilita dall'articolo 51 dello Statuto.

In conformità di quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea Generale ripartisca l'utile netto di 182.063.281 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 62.000.000 franchi al Fondo di riserva generale; ed infine
- 4) un importo di 93.000.000 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 in franchi svizzeri il 1° luglio 1975 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1975.

Nell'interesse degli azionisti il Consiglio di amministrazione ha deciso nella sua riunione dell'11 marzo 1975 che, in considerazione della notevole differenza tuttora esistente fra la parità aurea ufficiale e la quotazione di mercato del franco svizzero, la conversione del dividendo in franchi svizzeri sia ancora una volta effettuata sulla base della parità aurea ufficiale del franco svizzero alla chiusura dell'esercizio finanziario, e cioè di fr.sv. 1=0,217 592 5926 grammi di oro fino. Il dividendo sarà pertanto corrisposto nella misura di fr.sv. 75,05 per azione, come nell'esercizio precedente. A causa della perdita di cambio, derivante alla Banca da tale metodo di conversione del dividendo in franchi svizzeri, è stato operato uno storno di 9.222.082 franchi dagli utili relativi all'esercizio 1974-75 allo scopo di coprire il costo addizionale del dividendo in aggiunta all'ammontare di 27.063.281 franchi destinato al pagamento del dividendo stesso in sede di bilancio e di conto profitti e perdite al 31 marzo 1975.

8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

In giugno 1974 il Signor Bernard Clappier è succeduto al Signor Olivier Wormser nella carica di Governatore della Banca di Francia, divenendo così membro di diritto del Consiglio in sostituzione del Signor Wormser. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 9 luglio 1974 il Presidente ha espresso l'apprezzamento e la gratitudine di tutti i membri del Consiglio per gli eminenti servizi resi alla BRI dal Signor Wormser nel periodo della sua permanenza in carica, durato più di cinque anni.

Il Presidente ha informato il Consiglio, nella riunione tenutasi il 9 luglio 1974, che il Signor Gordon W. H. Richardson, Governatore della Banca d'Inghilterra, avvalendosi delle disposizioni di cui agli articoli 27(2) e 28 dello Statuto, ha nominato Lord O'Brien of Lothbury a ricoprire la carica resasi vacante nel Consiglio in seguito alle dimissioni rassegnate dal Signor Michael J. Babington Smith, per il restante periodo del mandato di quest'ultimo, giunto a scadenza il 6 maggio 1975. Nell'aprile 1975 il mandato di Lord O'Brien in qualità di Consigliere è stato rinnovato dal Signor Richardson in base all'articolo 27(2) dello Statuto.

Nella riunione tenutasi il 12 novembre 1974 il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Clappier ha nominato suoi Sostituti i Signori Marcel Théron e Gabriel Lefort, rispettivamente in sostituzione del Signor André de Lattre, che ha assunto la carica di Presidente e Direttore Generale del Crédit National e del Signor Henri Koch. Il Presidente ha ringraziato i Signori de Lattre e Koch per gli apprezzati servizi resi alla Banca.

In occasione della riunione del 20 gennaio 1975 il Consiglio ha appreso con grande rammarico dal Presidente che il Dott. Donato Menichella aveva deciso di lasciare la propria carica nel Consiglio a partire dal 31 dicembre 1974. Il Presidente ha tributato un caloroso omaggio agli eminenti servizi resi dal Dott. Menichella alla BRI ed alla cooperazione fra le banche centrali durante il periodo eccezionalmente lungo di permanenza in carica, durato quasi trent'anni.

Nel corso della stessa riunione il Presidente ha informato il Consiglio che il Dott. Guido Carli, Governatore della Banca d'Italia, ha nominato il Dott. Paolo Baffi alla carica di Consigliere resasi vacante in seguito alle dimissioni del Dott. Menichella. Tale nomina è stata effettuata in base agli articoli 27(2) e 28 dello Statuto, per il restante periodo del mandato del Dott. Menichella, che giungerà a scadenza il 7 novembre 1975. Il Presidente ha altresì annunciato che il Dott. Carli ha nominato suo Sostituto il Dott. Rinaldo Ossola al posto del Dott. Baffi. Il Presidente ha espresso al Dott. Baffi la gratitudine della Banca per gli apprezzati servizi resi in qualità di Sostituto durante un periodo di oltre quattordici anni.

Alla fine di febbraio 1975 il Signor Cecil de Strycker è succeduto al Signor Robert Vandeputte nella carica di Governatore della Banca Nazionale del Belgio, divenendo così membro di diritto del Consiglio in sostituzione del Signor Vandeputte. Nella riunione tenutasi l'11 febbraio 1975 il Presidente, a nome di tutti i membri del Consiglio, ha ringraziato il Signor Vandeputte per i preziosi servizi prestati alla Banca nel periodo di permanenza in carica, durato oltre quattro anni.

Nella riunione del Consiglio tenutasi l'11 marzo 1975, il mandato del Signor Krister Wickman, venuto a scadere il 31 marzo 1975, è stato rinnovato in base all'articolo 27(3) dello Statuto per un ulteriore periodo di tre anni fino al 31 marzo 1978.

Il Dott. Henri Guisan, entrato a far parte della BRI nel 1941 e Consigliere giuridico della Banca dal 1955, ha lasciato la sua carica alla fine di settembre 1974. In occasione della riunione del Consiglio tenutasi il 10 settembre 1974 il Presidente ha espresso a nome di tutti i membri del Consiglio la gratitudine per la grande abilità e competenza professionale sempre mostrata nell'espletamento delle sue importanti e preziose funzioni. Nel corso della stessa riunione il Consiglio ha nominato il Prof. Dott. F. E. Klein Consigliere giuridico e Direttore con decorrenza dal 1° ottobre 1974; il Prof. Klein aveva svolto le funzioni di Vice-Consigliere giuridico dal 1968.

Nella riunione del Consiglio tenutasi in settembre 1974 il Dott. Antonio d'Arma, Segretario Generale della Banca dal 1962, è stato nominato Condirettore Generale e il Dott. Günther Schleiminger della Deutsche Bundesbank è stato nominato Segretario Generale. Ambedue le nomine decorrono dal 1° gennaio 1975. Il 31 marzo 1975 il Dott. Karl Schmid, Condirettore, che era stato successivamente responsabile per le sezioni UEP, AME e Contabilità è andato in pensione dopo un periodo di prezioso e solerte servizio durato oltre diciotto anni.

* *
*

La Banca ha appreso con profondo dolore la notizia del decesso del Signor Roger Auboin avvenuto il 16 ottobre 1974 e del Dott. Raffaele Pilotti avvenuto il 30 agosto 1974. Il Signor Auboin era stato Direttore Generale della Banca dal 1938 fino al suo collocamento a riposo nel 1958, il Dott. Pilotti aveva ricoperto la carica di Segretario Generale dalla fondazione della Banca nel 1930 fino al suo collocamento a riposo nel 1951.

CONCLUSIONI.

I paesi industriali stanno attualmente attraversando la più acuta e diffusa recessione del dopoguerra. La flessione è iniziata improvvisamente al principio dell'anno scorso con il colpo inferto dal repentino scoppio della crisi petrolifera alla domanda concernente l'industria automobilistica e i settori produttivi a questa connessi. Gli Stati Uniti, il Giappone, la Germania e il Regno Unito sono stati i primi paesi a risentirne. Fino alla metà del 1974 la recessione ha avuto un carattere moderato e selettivo, ma in seguito essa si è fatta più generale e più veloce. L'Italia e la Francia, ed anche gran parte dei paesi minori, hanno visto cadere le loro curve di produzione e il calo di questa nei quattro maggiori paesi si è accelerato nettamente, in presenza di una domanda finale divenuta esitante o debole nella maggior parte dei settori.

L'interrogativo-chiave per chi si accinga all'analisi della presente recessione è perchè essa sia stata tanto più grave rispetto alle precedenti recessioni del dopoguerra. Quattro principali fattori possono essere individuati:

1) il fortissimo rincaro del prezzo del petrolio. Ciò ha avuto l'effetto, anzitutto, di deprimere la domanda nel settore dell'industria automobilistica molto più di quanto fosse avvenuto nelle passate recessioni, perchè il mercato ha perduto molti acquirenti potenziali in ragione dei più elevati costi d'esercizio dei motoveicoli e dell'incertezza circa le future possibilità di approvvigionamento. Altri settori della domanda connessa al petrolio, quale ad esempio i trasporti aerei, sono stati anch'essi colpiti. In secondo luogo, poichè la domanda di petrolio è piuttosto inelastica, il forte aumento del prezzo del petrolio ha sottratto potere d'acquisto ad altre categorie del flusso di spesa.

2) L'intensità dell'inflazione. Sia nel 1973, sia nel 1974, il tasso di aumento dei prezzi e delle retribuzioni è stato eccezionalmente elevato. Esso fu sospinto dapprima dal *boom* nei prezzi delle materie prime, sviluppatosi a causa di difficoltà nell'offerta di fronte agli elevati livelli di domanda, ed è stato poi accentuato dalle forze speculative originate dal cedimento del sistema dei cambi. Una volta smorzatesi le pressioni nel settore delle materie prime, il rincaro dei prezzi del petrolio, il balzo in avanti nelle rivendicazioni salariali e un'impennata nei prezzi dei prodotti industriali hanno aggravato la situazione inflazionistica, nonostante una certa flessione nella domanda finale complessiva. Incidendo nella domanda reale in vario modo, quest'inflazione virulenta ha acuito il fenomeno recessivo. Nella maggior parte dei paesi il volume della spesa in investimenti delle imprese e la spesa in termini reali delle varie componenti del settore pubblico sono stati colpiti più duramente rispetto a precedenti recessioni. In alcuni paesi, nonostante l'aumento nelle retribuzioni nominali, perfino la spesa reale per consumi è stata ridotta.

3) La simultaneità della flessione. Più del consueto, la recessione si è manifestata contemporaneamente in quasi tutti i paesi industriali. Pertanto sono stati molto pochi i paesi in cui il perdurare di condizioni espansive tendeva ad attutire una più

generale caduta della domanda. In effetti, la simultaneità della flessione, a causa del suo effetto negativo sul volume del commercio mondiale, ha accentuato la contrazione dell'attività economica.

4) Le severe restrizioni attuate dalla politica di stabilizzazione. Di fronte a tassi d'inflazione che si erano raddoppiati o triplicati, le autorità monetarie hanno imposto provvedimenti fortemente restrittivi. In alcuni casi-chiave, il saggio d'espansione dell'offerta di moneta è stato mantenuto al di sotto di quello del prodotto nazionale lordo in termini nominali, ed i saggi di interesse sono cresciuti a livelli senza precedenti sia sui mercati interni, sia su quelli internazionali. L'elevato costo del denaro ha frenato più del consueto le spese differibili e il calo nel settore dell'edilizia residenziale è stato drastico, sebbene la disponibilità e il costo dei mutui ipotecari non siano stati i soli fattori determinanti.

La gravità della recessione ha fornito un bersaglio agli "strateghi da poltrona" della politica di stabilizzazione ed in particolare sono state mosse critiche alla severità dei provvedimenti monetari. I provvedimenti restrittivi ovviamente hanno avuto un effetto restrittivo ed è troppo semplice immaginare che la recessione sia divenuta d'un tratto peggiore del previsto.

Ma cosa si poteva fare? L'inflazione segnava un ritmo palesemente pericoloso e continuava a crescere, nonostante la stazionarietà o addirittura la flessione della domanda globale. I pochi tentativi di ricorso alla politica dei redditi non hanno rappresentato un serio deterrente; e nei casi in cui il controllo dei prezzi è stato rigorosamente applicato, senza che tuttavia il governo riuscisse ad imporre lo stesso rigore alle retribuzioni, il settore delle imprese ne ha gravemente risentito, come ad esempio in Gran Bretagna e nei Paesi Bassi. La situazione non era riconducibile semplicemente a meccaniche relazioni di quantità di moneta. In effetti, piuttosto che trovare completa spiegazione in un'espansione dell'offerta di moneta, il divampare dell'inflazione aveva nei prezzi, prima dei prodotti di base e poi del petrolio, il fattore traente. All'inizio del 1974 la febbre si è comunicata ai prezzi e alle retribuzioni del settore industriale. Si era instaurata una psicologia inflazionistica e andava diffondendosi l'aspettativa di un deprezzamento ancora maggiore della moneta, mentre nessun gruppo era disposto ad attuare restrizioni volontarie per il bene comune. In queste condizioni è al controllo dell'inflazione che fu data assoluta precedenza tra gli obiettivi della politica monetaria. Era evidente che le autorità dovessero agire in tal senso; fare affidamento su un possibile riaggiustamento spontaneo avrebbe significato ignorare troppo la passata esperienza che testimoniava il contrario.

Questi sforzi hanno avuto successo? Nella maggior parte dei paesi il tasso d'inflazione si è certo ridotto considerevolmente e l'atmosfera febbrile si è placata. Ovviamente si può obiettare che il *boom* dei prezzi delle materie prime era destinato comunque a smorzarsi e che il balzo dei prezzi del petrolio era un fenomeno irripetibile. Ma, senza l'aiuto di condizioni della domanda molto meno tese non sarebbe stato evidente che il fenomeno non era destinato a ripetersi, o che l'inversione di tendenza nei prezzi dei prodotti di base sarebbe continuata senza un mutamento nel clima economico. Fra i vantaggi, inoltre, vi sono la stabilità o la flessione dei prezzi all'ingrosso in molti paesi, il ritorno ad un'atmosfera di concorrenza nei prezzi industriali e la diffusa decelerazione del ritmo di aumento dei prezzi al consumo. Un successo minore si è avuto

nell'ambito dei contratti salariali, per quanto anche in questo campo l'entità degli incrementi si sia ridotta. La Germania rappresenta il caso di maggior rilievo, ma perfino in questo paese un'energica guida politica è stato uno dei fattori-chiave nel contenere entro circa il 6,5 % gli aumenti dei nuovi contratti salariali all'inizio di quest'anno. Ciò non di meno la spinta salariale continua ad esser presente in piena recessione e quasi ogni settimana in un paese o nell'altro vi sono scioperi in industrie che si trovano in condizioni alquanto critiche.

Nel Regno Unito vi sono stati scarsi segni di una riduzione dell'inflazione; le rivendicazioni salariali hanno superato il 30 %, sorpassando l'aumento dell'indice dei prezzi. Sembra sia ormai divenuto un assioma negli ambienti dei lavoratori il concetto che gli aumenti salariali debbano almeno uguagliare l'incremento nell'indice dei prezzi al consumo; ciò anche nel caso che tali aumenti provengano in parte dall'estero, che la domanda di moneta abbia traboccato dando luogo a un disavanzo di bilancia dei pagamenti, e che l'incidenza dei costi sui profitti sia sul punto di prosciugare i nuovi investimenti. E invece non c'è alcun dubbio che i consumi reali dovranno essere ridotti e che la massa dei lavoratori sarà obbligata ad assumersi la sua parte di onere in questa riduzione. Resta solo da vedere in che misura tale riduzione proverrà dalla disoccupazione e che grado di tensione finanziaria le imprese saranno costrette a tollerare.

Dato che la situazione dei paesi industriali presenta ancora aspetti inflazionistici e che alcuni aggiustamenti strutturali nell'impiego delle risorse reali si renderanno necessari, al momento le prospettive non sono chiaramente ottimistiche. Gli Stati Uniti e la Germania sono passati ad una politica espansiva e, mentre è probabile che negli Stati Uniti si abbia una rapida ripresa dell'attività, l'inversione di tendenza potrà essere meno prossima in Germania. Altri paesi hanno anch'essi preso provvedimenti di stimolo all'economia, seppure più cautamente, ed alcuni, come il Regno Unito, stanno ancora seguendo una politica restrittiva. Non sembra pertanto che una ripresa rapida e vigorosa sia in vista o, tantomeno, che possa essere attuata senza rischi.

Nei pagamenti internazionali, il quadruplicarsi del prezzo del petrolio ha causato squilibri senza precedenti per la maggior parte dei paesi. L'avanzo di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio è passato da \$5 miliardi circa nel 1973 a \$70 miliardi l'anno scorso ed il loro avanzo di cassa è stato pari a \$55 miliardi. La posizione delle partite correnti dei paesi dell'OCSE è passata ad un disavanzo di \$33 miliardi, mentre quello dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio è stato di circa \$25 miliardi, contro \$8 miliardi nell'anno precedente.

Gli squilibri, tuttavia, non hanno avuto carattere statico: le importazioni dei paesi OPEC sono aumentate alquanto rapidamente, mentre la domanda di petrolio si è ridotta in seguito al suo elevato prezzo, all'inverno molto mite e all'aggravarsi della recessione. Si stima che, dopo aver raggiunto una punta trimestrale di circa \$17,5 miliardi l'anno scorso, l'avanzo dei paesi dell'OPEC si sia contratto pressochè di un terzo nel primo trimestre del 1975. Alcuni paesi industriali hanno migliorato nettamente le loro bilance commerciali fra la prima e la seconda metà dell'anno scorso, e nel primo trimestre di quest'anno quasi tutti si trovavano in posizione sensibilmente migliore, pur continuando ad esservi nell'ambito degli stessi cospicui

avanzi e disavanzi non petroliferi. Si è invece accresciuto il disavanzo dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio, poichè essi erano meno in grado di ridurre il consumo di petrolio ed hanno inoltre aumentato le importazioni di prodotti industriali.

La situazione quindi rimane instabile. I paesi in via di sviluppo saranno pressati a ridurre i loro disavanzi commerciali gonfiatisi fortemente, mentre nei paesi industriali il consumo di petrolio aumenterà con il sopraggiungere della fase ascendente del ciclo. Si ammette che è ancora pressante la necessità di un aggiustamento fondamentale nei pagamenti e nelle fonti ed usi dell'energia, ma le ampie ramificazioni del problema ed i conflitti di interessi hanno impedito che si concordasse un'efficace linea politica sia a livello nazionale, sia internazionale.

Sebbene nel corso del 1974 un buon numero di paesi si sia trovato in difficoltà di finanziamento, il problema nel suo insieme è stato trattato senza gravi tensioni. Ciò perchè i disavanzi sono stati finanziati, per la maggior parte, con crediti attinti nell'euromercato e dal sistema bancario degli Stati Uniti, grazie anche ai forti impieghi di fondi petroliferi in sterline e in dollari. Fra i paesi industriali, solo l'Italia è stata costretta a ricercare l'assistenza di fonti ufficiali.

I paesi in via di sviluppo sono ricorsi a varie fonti, ed i crediti maggiori sono stati attinti a New York e sull'euromercato. Oltre a ciò, di grande utilità è stata la tempestiva iniziativa del FMI di istituire una speciale *oil facility*, così come i prelievi sulle quote generali che esso ha reso disponibili. Anche gli stessi produttori di petrolio hanno fornito sussidi e prestiti per circa \$ 2,5 miliardi ad altri paesi in via di sviluppo.

Per l'anno in corso il FMI ha istituito un'ulteriore facilitazione creditizia speciale di DSP 5 miliardi, destinata soprattutto ad aiutare i paesi in via di sviluppo. Inoltre, l'OCSE ha concordato una facilitazione creditizia, le cui quote ammontano in complesso a \$ 25 miliardi, disponibile come rete di sicurezza per i suoi paesi membri. Ancora una volta la cooperazione in campo finanziario si è dimostrata più facile di quella tendente a realizzare aggiustamenti di base.

Di fronte alle eccedenze dei paesi produttori di petrolio, si è convenuto sin dall'inizio che i disavanzi petroliferi non potessero essere affrontati consentendo una libera fluttuazione al ribasso dei cambi, poichè ne sarebbe seguita una contrazione a catena dell'attività economica. Pertanto, grazie ai massicci interventi dei paesi in disavanzo, la pressione sui mercati dei cambi è stata contenuta e si è arginato il movimento nei tassi di cambio in generale. Ma, poichè il dollaro continuava ad essere la principale moneta di scambio e di riserva, il sistema è rimasto essenzialmente imperniato su di esso, e la disparità fra l'abbondante offerta di dollari e la relativa scarsità di diverse monete europee ha dato luogo ad un deprezzamento del dollaro rispetto a queste monete. L'ascesa del franco svizzero è stata particolarmente forte ed anche il marco tedesco si è apprezzato in modo considerevole.

La debolezza del dollaro è iniziata successivamente al gennaio 1974, subito dopo la rimozione dei controlli sulle esportazioni di capitale. In presenza di un'accanita richiesta di fondi in dollari, gli istituti finanziari degli Stati Uniti hanno effettuato forti impieghi all'estero, in parte per investimenti diretti. Questo deflusso non rispondeva tanto all'attrazione esercitata dai differenziali nei saggi d'interesse, quanto a motivi di mera disponibilità, come appariva anche dalla situazione nel mercato dell'eurodollaro. Dopo un'inversione di tendenza per qualche mese, allorchè la stretta

della Riserva Federale sull'offerta di moneta era al massimo, il deprezzamento del dollaro è ripreso da settembre in poi, quando la moneta è di nuovo fuoruscita in forte quantità.

I movimenti dei tassi di cambio avevano comunque un fondamento anche dal lato della domanda. Se i percettori delle eccedenze in dollari fossero stati disposti nel complesso a detenere le proprie attività liquide interamente in dollari, il fortissimo indebitamento e i pagamenti in dollari avrebbero lasciato i mercati dei cambi neutrali. Ma, per varie ragioni, parte del flusso è stato collocato in altre monete, in particolare in marchi tedeschi e franchi svizzeri. Con ciò si intendeva in parte coprire impegni di pagamenti futuri in monete diverse dal dollaro, ma si desiderava soprattutto attuare una certa diversificazione delle disponibilità liquide in valuta, in particolar modo quando le tensioni politiche internazionali erano considerate più acute. Le motivazioni degli investitori appaiono evidenti ove si consideri che la richiesta di eurodepositi in marchi tedeschi e franchi svizzeri è aumentata in periodi in cui il rendimento sui depositi in dollari era dell'1,5-2% superiore. E, con l'indebolirsi del dollaro, i saggi risentivano inoltre di variazioni sfavorevoli nelle condizioni di pagamento.

Si riteneva un tempo che l'attribuzione del ruolo di strumento di riserva ad altre monete, riducendo l'onere sostenuto dal dollaro, potesse rafforzare il sistema monetario. In realtà, così come si è manifestata, la diversificazione delle riserve è risultata essere una forza destabilizzante. Le due isole di stabilità di cambio nel sistema sono state, da un lato, i paesi del "serpente" e quelli gravitanti attorno ad esso; dall'altro, il folto gruppo di paesi che sono rimasti ancorati al dollaro. Fra questi due gruppi, le banche centrali della Germania della Svizzera e degli Stati Uniti sono a volte intervenute a stabilizzare i loro tassi di cambio indiretti senza tuttavia ottenere risultati particolarmente soddisfacenti. Di conseguenza, alcuni lamentano che i tassi prevalenti non riflettano "gli elementi di fondo" cioè la situazione della bilancia dei pagamenti di base. Ma, in assenza di un pieno impegno delle banche centrali ad intervenire, i movimenti delle monete sono divenuti anch'essi un "elemento di fondo".

In tali circostanze, la riforma per attuare un nuovo sistema di parità stabili è rimasta in fase di stallo. Si sente continuamente affermare che il presente stato delle cose preclude una tale soluzione; è tuttavia altrettanto vero che in casi-chiave le autorità si sono dimostrate diffidenti nei confronti della disciplina delle parità, dando la precedenza ad altri obiettivi, come quello di evitare controlli e di mantenere la libertà nel campo della politica monetaria. Il concetto di un sistema di tassi di cambio stabili in cui i DSP avrebbero assunto le funzioni di riserva del dollaro e dell'oro è sembrato sempre piuttosto teorico. Il vero nucleo del problema è stato quello di realizzare un'intesa operativa fra il dollaro e le monete del serpente. Gli Stati Uniti dovrebbero assumersi la loro parte di onere per il sostegno del dollaro nel mercato, mentre altri paesi dovrebbero evitare l'accumulazione di riserve eccessive. Un ragionevole grado di coordinazione delle politiche monetarie sarebbe necessario da entrambe le parti. Muoversi lungo queste linee significherebbe mostrare volontà di cooperazione e gettare le basi per un nuovo ordine monetario internazionale.

RENÉ LARRE
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1975

BILANCIO AL

(Prima e dopo la ripartizione)

ATTIVO

	<u>Franchi oro</u>
Oro	4.121.836.539
Cassa in contanti e in conti a vista presso banche ...	86.656.247
Buoni del Tesoro	515.658.921
Depositi vincolati e prestiti	
In oro	
A 3 mesi al massimo	34.456.320
Ad oltre 3 mesi	69.255.234
In valute	
A 3 mesi al massimo	23.669.505.224
Ad oltre 3 mesi	<u>8.112.625.043</u>
	31.885.841.821
Titoli a termine	
A 3 mesi al massimo	3.841.940.986
Ad oltre 3 mesi	<u>1.301.378.672</u>
	5.143.319.658
Partite varie	187.088.986
Terreno, immobili ed arredi	<u>1</u>
	<u>41.940.402.173</u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle valute è stata effettuata nel modo seguente: per il dollaro SU sulla base della parità ufficiale, e cioè 1 \$ SU = gr. 0,736 662 di oro fino; per tutte le altre valute sulla base del cambio centrale o di mercato rispetto al dollaro SU.

Nota 2: Al 31 marzo 1975, il saldo in oro da ricevere contro valute per contratti a termine ammontava a 39.521.613 franchi oro.

Nota 3: Il 31 marzo 1975 un importo di oro equivalente a 334.005.808 franchi oro era costituito in pegno in connessione con depositi ricevuti.

31 MARZO 1975

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	<u>Prima della ripartizione</u>	<u>Dopo la ripartizione</u>
	<u>Franchi oro</u>	<u>Franchi oro</u>
Capitale		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	<u>1.500.000.000</u>	
Emesso: 481.125 azioni	<u>1.202.812.500</u>	
Liberato per il 25%	300.703.125	300.703.125
Riserve		
Fondo di riserva legale	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale	309.447.193	371.447.193
Fondo di riserva speciale per dividendi	75.175.781	75.175.781
Fondo di riserva libero	<u>251.518.200</u>	<u>344.518.200</u>
	666.211.487	821.211.487
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
A vista	3.046.058.516	
A 3 mesi al massimo	480.323.189	
Ad oltre 3 mesi	9.048.872	
Altri depositanti		
A vista	<u>33.085.281</u>	
	3.568.515.858	3.568.515.858
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
A vista	338.421.163	
A 3 mesi al massimo	28.455.185.639	
Ad oltre 3 mesi	6.531.911.995	
Altri depositanti		
A vista	26.584.639	
A 3 mesi al massimo	742.010.714	
Ad oltre 3 mesi	<u>107.124.712</u>	
	36.201.238.861	36.201.238.861
Effetti		
A 3 mesi al massimo	665.449.072	665.449.072
Partite varie	265.671.759	265.671.759
Accantonamento per costruzioni	90.548.730	90.548.730
Conto profitti e perdite	182.063.281	—
<i>Dividendo pagabile il 1° luglio 1975</i>	—	27.063.281
	<u>41.940.402.173</u>	<u>41.940.402.173</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 1975, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in maniera appropriata; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 25 aprile 1975

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1975

	Franchi oro
Interessi netti e altri redditi	216.576.673
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	419.402
Direzione e personale	22.186.943
Funzionamento degli uffici e altre spese	6.345.852
	28.954.197
Avanzo netto delle operazioni	187.622.476
meno: Importo devoluto all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	5.559.195
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1975	182.063.281
<p>Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:</p>	
Dividendo del 6% all'anno sul capitale versato	
37,50 franchi oro per azione	18.042.187
	184.021.094
Dividendo addizionale (massimo statutario) del 3% all'anno sul capitale versato	
18,75 franchi oro per azione	9.021.094
	155.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva generale	62.000.000
	93.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva libero	93.000.000
	—

Variazioni nell'Accantonamento per costruzioni
durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1975

	Franchi oro
Saldo al 1° aprile 1974	103.251.698
più: Differenze di cambio	16.113.357
	119.365.055
meno: Ammortamento delle spese sostenute	28.816.325
Saldo al 31 marzo 1975, come in bilancio	90.548.730

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. Paolo Baffi, Roma	
Dott. Guido Carli, Roma	
Bernard Clappier, Parigi	
Dott. Leonhard Gleske, Brema	
Dott. Karl Klasen, Francoforte	
Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo	
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londra	
Gordon W.H. Richardson, Londra	
Cecil de Strycker, Bruxelles	
Krister Wickman, Stoccolma	

Sostituti

Dott. Otmar Emminger, Francoforte, oppure
Johannes Tüngeler, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
Christopher W. McMahon, Londra, oppure
M. J. Balfour, Londra
Dott. Rinaldo Ossola, Roma, oppure
Prof. Francesco Masera, Roma
Marcel Théron, Parigi, oppure
Gabriel Lefort, Parigi

DIREZIONE

René Latre	Direttore Generale
Dott. Antonio d'Aroma	Condirettore Generale
Dott. Milton Gilbert	Consigliere economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
R. T. P. Hall	Capo del Dipartimento bancario
Dott. Günther Schleiminger	Segretario Generale Capo di Dipartimento
Dott. Antonio Rainoni	Direttore
Maurice Toussaint	Direttore
Prof. Dott. F.E. Klein	Consigliere giuridico
<hr/>	
D.H. Stapleton	Vice Segretario Generale
Robert Chaptinel	Direttore Supplente
Dott. Warren D. McClam	Condirettore
M.G. Dealtry	Condirettore
R.G. Stevenson	Condirettore
Rémi Gros	Condirettore