

Emissioni obbligazionarie estere sui mercati europei

Obiettivi, condizioni e forme dell'evoluzione attuale^(*)

1. Introduzione.

La ricostituzione a New York di un mercato internazionale per le emissioni obbligazionarie di governi, enti pubblici ed imprese estere, che sembrava procedere ad un ritmo vigoroso, si è trovata bruscamente pochi mesi or sono di fronte ad un ostacolo che ha rimesso in causa la sopravvivenza stessa di tale mercato. Dopo la presentazione del progetto di «tassa di perequazione dell'interesse» negli Stati Uniti, si è sostenuto da ambo i lati dell'Atlantico che la responsabilità di continuare l'opera intrapresa a New York doveva essere assunta dall'Europa, intendendo con ciò qualcosa di assai vago, dato che nè si può parlare attualmente di un «mercato finanziario europeo», nè d'altra parte si sono indicate le vie di un possibile sviluppo di tale mercato.

L'analisi svolta nel presente studio mostra, in modo, spero, convincente, che solo una riorganizzazione dei mercati, un ripensamento di certe direttive attualmente seguite in materia di politica monetaria e finanziaria e l'introduzione di nuove formule di emissione, permetteranno all'Europa di svolgere, nel suo proprio interesse come nell'interesse dei paesi terzi, la funzione di centro finanziario internazionale alla quale New York si trova a dover temporaneamente rinunciare.

Devo dire d'altra parte che le conclusioni di questo studio non concordano con quelle di coloro che ritengono che lo sviluppo di

(*) Questo articolo sarà pubblicato anche nella raccolta degli scritti in onore del Prof. Papi, a cura dell'Istituto di Economia e Finanza della Facoltà Giuridica di Roma.

un mercato finanziario « europeo » sia sinonimo di accentramento della domanda e dell'offerta internazionale di capitali in uno dei mercati esistenti, rispetto al quale gli altri verrebbero a conservare funzioni di carattere puramente interno. Al contrario, credo che l'esame della varietà delle strutture e delle politiche che si possono osservare nei vari mercati europei porti alla conclusione che lo sviluppo delle emissioni internazionali dovrà basarsi sul più stretto collegamento dei mercati nazionali esistenti e sull'intensificazione dei flussi di capitali fra tali mercati, piuttosto che sulla graduale perdita di importanza relativa della grande maggioranza di essi a profitto di un centro dominante.

Nel corso di questo studio si toccheranno quindi in primo luogo alcuni problemi di struttura dei mercati finanziari dei paesi della Comunità, con particolare riferimento alle funzioni svolte dagli investitori istituzionali. In seguito si esamineranno le condizioni alle quali potrà essere stabilito un collegamento più stretto fra i mercati europei, così da permettere il collocamento di emissioni su una base più ampia di quella offerta dai singoli mercati. Si procederà infine ad un esame delle tecniche recentemente sviluppate per l'emissione di prestiti internazionali, si metteranno in rilievo alcuni problemi derivanti dall'uso di tali tecniche e si indicheranno i mezzi atti a facilitare l'evoluzione in corso.

2. Le dimensioni dei mercati europei.

La discussione sull'avvenire dei mercati europei si è accesa con il discorso del Segretario americano al Tesoro Dillon, pronunciato alla riunione dell'American Bankers' Association, a Roma, nel maggio 1962: mettendo in rilievo come restrizioni di carattere legale o istituzionale ed un insufficiente sviluppo dei meccanismi per il collocamento delle nuove emissioni impedissero un uso efficiente del potenziale di risparmio dell'Europa, si argomentava, nel discorso citato, che uno sforzo eccessivo veniva ad essere imposto in conseguenza di ciò al mercato di New York. Questo doveva infatti assorbire un volume di nuove emissioni che avrebbe potuto meglio ripartirsi, nell'interesse dell'equilibrio delle relazioni di pagamento tra Stati Uniti ed Europa, a condizione che i mercati finanziari del nostro continente avessero potuto svolgere le loro funzioni in un clima meno restrittivo di quello allora prevalente.

Certi aspetti « paradossali » delle emissioni europee sul mercato

di New York sono stati analizzati da vari autori (1): se di paradosso si può parlare non è però certo dal punto di vista della convenienza dei singoli emittenti o investitori ad operare sul mercato di New York, ma piuttosto riferendosi alle politiche seguite dai governi europei che contribuivano a spingere in pratica gli emittenti di certi paesi a far ricorso all'intermediazione del mercato di New York, per poter mobilitare capitali di origine non americana, ma europea. Non vorrei comunque riprendere una discussione che ha già messo in luce le basi delle relazioni che si erano venute costituendo in materia di nuove emissioni tra il mercato di New York e l'Europa: il problema che interessa qui è di vedere in quale misura e a quali condizioni si riuscirà, particolarmente nell'ambito della Comunità Economica Europea, ad offrire alle emissioni di imprese ed enti dei paesi membri e dei paesi terzi possibilità di collocamento tali da soddisfarne i bisogni urgenti di capitali e da non far troppo rimpiangere le facilitazioni che New York poteva offrire.

Il primo dato di fatto da esaminare è il « sottosviluppo » dei mercati europei. Un confronto in termini quantitativi delle dimensioni dei mercati per le nuove emissioni nei sei paesi della Comunità, negli Stati Uniti e in Gran Bretagna presenta difficoltà concettuali e statistiche assai gravi (vedi Tabella I). Tuttavia risulta evidente — anche valendosi di dati così discutibili come il volume globale delle emissioni nette nei vari paesi, che non tengono conto per esempio delle correzioni che andrebbero introdotte per distinguere il ricorso al risparmio vero e proprio dal collocamento di emissioni presso organismi monetari — che i mercati finanziari dei Sei paesi nel loro insieme raggiungono un ordine di grandezza ancora inferiore, è vero, a quello del mercato degli Stati Uniti, ma che potrà avvicinarsi se il loro ritmo di sviluppo recente non cambierà sostanzialmente (2).

(1) V. P. B. KENEN, *Towards an Atlantic Capital Market*, « Lloyds Bank Review », July 1963; R. F. GEMMILL, *New Foreign Bond Issues in the U.S.*, « F.R. Bulletin », May 1963; N. SAMUELS, *The Investment Banking Background of Issuing and Marketing Foreign Securities in the United States*, Address delivered at a conference on Legal Problems of International Financing at the Yale Law School, March 1-3, 1962.

(2) Dopo che il presente studio era stato completato, il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti ha presentato al Congresso un documento (*A Description and Analysis of certain European Capital Markets*), che contiene non solo un'analisi dettagliata di alcuni principali mercati finanziari europei (ad esclusione dei Paesi Bassi), ma anche alcune osservazioni d'insieme e alcuni raffronti con il mercato americano. In tale contesto vengono istituiti dei paragoni sulle dimensioni del mercato che si basano su criteri diversi da quelli qui usati, e che giungono quindi a risultati differenti. Ritengo tuttavia che il tipo di confronti sopra presentato sia forse il più significativo nell'analisi del problema che ci interessa qui.

Se poi si confronta il rapporto esistente tra le emissioni nette sui mercati finanziari e la formazione di risparmio rispettivamente nei paesi della Comunità, in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, non si ha nell'insieme l'impressione che in questi due ultimi grandi mercati l'attività di emissione sia a tal punto più sviluppata da mobilitare il risparmio in una misura proporzionalmente superiore a quanto avviene in Europa Continentale (vedi Tabella II).

Per poter trarre delle conclusioni più significative occorrerebbero naturalmente delle serie statistiche più lunghe di quelle attualmente disponibili, e soprattutto delle serie depurate dalle variazioni assai importanti introdotte dalle politiche di emissione adottate dallo Stato nei vari paesi.

Va detto che appena si prendono in esame i dati che riguardano ciascuno dei paesi membri della Comunità, si nota che le considerazioni poc'anzi presentate sulle dimensioni del « mercato europeo » possono tutt'al più valere come indicazioni per gli sviluppi futuri. Infatti, se l'insieme delle nuove emissioni è aumentato tra il 1958 e il 1962 ad un tasso medio dell'8,4% annuo, l'evoluzione nei singoli paesi è stata assai diversa e in alcuni casi addirittura contrastante. Allo sviluppo vigoroso dei mercati in Italia e in Germania si contrappone un andamento più incerto in Francia, nei Paesi Bassi e in Belgio. In realtà ogni mercato appare dominato da fattori che gli sono propri: il loro andamento talvolta erratico, anche a fronte di uno sviluppo regolare del risparmio, si spiega in gran parte con il fatto stesso che si tratta di mercati di dimensioni relativamente modeste, ma credo anche che questo andamento dimostri che si tratta di mercati che non hanno ancora raggiunto un assetto stabile e le cui fragili strutture risentono in modo particolarmente accentuato dei contraccolpi delle misure di politica monetaria, finanziaria e fiscale.

3. Imperfezione dei mercati e costo del denaro.

Se si prende come termine di confronto un mercato concorrenziale in senso classico, nel quale la struttura fortemente dispersa sia della domanda che dell'offerta permette di trovare un equilibrio con minimi spostamenti nel volume delle transazioni e nei tassi d'interesse, si può intuire quanto « imperfetti » siano i mercati per le nuove emissioni nei paesi della Comunità e quali siano quindi le ragioni del loro andamento irregolare.

Non posso nello spazio di questo studio pretendere di esaminare in dettaglio i problemi di struttura di tali mercati: vorrei solo concentrare l'attenzione su tre problemi particolari che mettono in rilievo come nessuno dei mercati della Comunità possa dirsi veramente un mercato « integrato », anche sul piano puramente interno.

Il primo punto del quale vorrei trattare concerne il ruolo particolare che svolgono gli emittenti del settore pubblico in ciascuno di questi mercati, siano essi lo Stato stesso, gli enti locali o istituzioni finanziarie controllate dai pubblici poteri. La Tabella III mette in luce questo fenomeno, particolarmente se ci si concentra sulle nuove emissioni *obbligazionarie*, in maniera assai evidente per alcuni paesi, in maniera soltanto indiretta per altri. Un aspetto caratteristico per esempio — il caso più evidente è quello del cambiamento di struttura del mercato francese dal 1958 al 1959, mantenutosi negli anni seguenti — è che quando le emissioni del settore pubblico diminuiscono, diminuisce anche il volume globale delle emissioni di titoli a reddito fisso. Ciò può dipendere da diverse cause: può darsi che esista una scarsa fungibilità tra titoli del settore pubblico e titoli del settore privato, e allora bisogna chiedersi se tale fenomeno non è il risultato dello « status » preferenziale accordato ai primi; è anche possibile che le emissioni del settore privato siano sottoposte a un vero e proprio razionamento; può essere infine che i pubblici poteri possano variare entro ampi limiti le dimensioni del mercato in modo da adattarlo alle proprie esigenze, imponendo in pratica l'acquisto delle loro emissioni a determinati investitori o collocandole addirittura presso organismi creatori di liquidità, nel quale caso non si tratta che in apparenza di un ricorso al risparmio. In realtà poi si può dire che questi tre tipi di cause ed altre ancora si combinano: il fatto è comunque che lo Stato, o per sopperire ai propri bisogni finanziari, o per canalizzare le risorse raccolte sul mercato, attraverso istituti parastatali, verso impieghi che rivestono, nel quadro della sua politica, un'importanza prioritaria, esercita sul mercato finanziario un'influenza preponderante (3). In larga misura quindi il ricorso al mercato finanziario si esercita sotto il controllo e nei limiti determinati da scelte politiche, non già da fattori di mercato.

Il secondo punto che merita di essere messo in rilievo è l'attività

(3) Per un'analisi più approfondita v. la « Relazione » della Banca d'Italia per il 1961, pp. 60-70.

svolta dagli investitori istituzionali sul mercato finanziario. Per quanto concerne le nuove emissioni obbligazionarie, è noto che l'ampiezza, la stabilità e il basso costo di collocamento che si possono osservare nei mercati più sviluppati sono in relazione diretta con l'importanza del ruolo che vi svolgono gli organismi che raccolgono il risparmio e lo canalizzano verso impieghi mobiliari. Un'analisi del grado di « istituzionalizzazione » del risparmio nei paesi europei presenta difficoltà formidabili sia dal punto di vista concettuale che da quello statistico, ed esula del resto dallo scopo di questo studio. Tuttavia si può indicare, in termini generali (vedi Tabella IV), che i fondi raccolti dagli istituti di previdenza e di assicurazione da un lato e dalle casse di risparmio dall'altro, in percentuale del risparmio totale dei privati e delle società, assumono nei Paesi Bassi e in Germania un'importanza decisamente maggiore che in Francia o in Italia. D'altra parte, in tutti questi paesi, salvo che nei Paesi Bassi, le casse di risparmio raccolgono una massa di fondi notevolmente superiore a quella che affluisce agli istituti di previdenza e di assicurazione, che sono normalmente più qualificati per interessarsi attivamente agli investimenti in valori mobiliari. Ma questi stessi istituti, del resto, non impiegano che una parte relativamente modesta delle loro riserve tecniche in investimenti obbligazionari, salvo in Francia dove però la regolamentazione alla quale sono sottoposti li costringe a destinare almeno il 50% di tali fondi all'acquisto di titoli pubblici o assimilati. È evidente il contrasto per esempio con la Gran Bretagna, dove le compagnie di assicurazione godono di una libertà per l'investimento delle proprie riserve che è sconosciuta praticamente negli altri paesi dell'Europa (forse con l'eccezione dei Paesi Bassi). Ciò contribuisce a spiegare in una certa misura il sottosviluppo delle assicurazioni sulla vita negli altri paesi della Comunità rispetto ai Paesi Bassi, fenomeno che ha naturalmente altre cause più profonde, legate all'insieme dell'organizzazione della previdenza sociale (vedi Tabella V). Tale situazione si rispecchia del resto nei dati — purtroppo assai insoddisfacenti — che permettono di esaminare il contributo dato dagli investitori istituzionali e dalle compagnie di assicurazione in particolare al collocamento di nuove emissioni: da questi dati, che sono limitati alla Germania, all'Italia, al Belgio e ai Paesi Bassi, appare che solo in quest'ultimo mercato gli istituti di previdenza e di assicurazione forniscono uno sbocco veramente sostanziale per le nuove emissioni. Caratteristica dei mercati tedesco, italiano e belga è invece, in buona

parte degli anni osservati, l'importanza, come acquirenti, da un lato dei privati e delle società e dall'altro del settore bancario propriamente detto (vedi Tabella VI).

È difficile trarre su questo punto delle conclusioni sufficientemente valide dagli scarsi dati disponibili: ciò che appare chiaro però è che nel complesso manca ai mercati dell'Europa dei Sei, con la possibile eccezione dei Paesi Bassi, la solidità di fondo che deriva ai mercati di Londra e di New York dall'apporto regolare di importanti correnti di risparmio attraverso gli investitori istituzionali. Ciò può in parte ricollegarsi ad una certa preferenza per la liquidità manifestata dal pubblico in alcuni paesi europei, ma anche alla scarsa attrazione che presenta il risparmio assicurativo. Per quanto concerne quest'ultimo, è chiaro che il problema non deriva solamente dal timore del rischio monetario, ma anche dal fatto che la regolamentazione degli investimenti degli istituti di assicurazione e di previdenza riflette ancora criteri assai restrittivi, legati in origine alla protezione del risparmio, ma sopravvissuti spesso anche come un comodo mezzo per canalizzare il risparmio verso le casse pubbliche: in queste condizioni difficilmente tali istituti possono offrire ai risparmiatori delle formule attraenti di assicurazione.

Un terzo fattore che contribuisce alla mancanza di omogeneità interna di gran parte dei mercati europei è il fattore fiscale. Nei due tipi di imposizione che interessano le nuove emissioni di obbligazioni — cioè, imposizione diretta sugli interessi distribuiti agli obbligazionisti, che è in alcuni paesi sopportata direttamente dagli emittenti, e imposizione indiretta sotto forma di diritti di bollo — si riscontrano spesso criteri e modalità di percezione che nuocciono seriamente al funzionamento dei mercati. In primo luogo infatti si osserva alle volte una discriminazione di trattamento tra emittenti pubblici, che sopportano un onere nullo o assai lieve, ed emittenti privati per i quali invece il fattore fiscale aggrava notevolmente i costi di emissione. D'altra parte, la concentrazione della imposizione su particolari forme di ricorso al mercato stimola la ricerca di capitali sotto altre forme — all'interno o addirittura all'estero — a detrimento del mercato obbligazionario. Gli effetti dell'imposta sull'emissione di obbligazioni in Germania costituiscono un esempio tipico di tale fenomeno. In altri paesi poi le imprese hanno interesse a farsi finanziare da istituzioni di credito parastatali, piuttosto che ricorrere direttamente al mercato, in ragione appunto dei vantaggi fiscali dei quali godono tali istituzioni.

I confronti che possono istituirsi tra il costo del denaro ottenuto per mezzo di emissioni di obbligazioni a lunga scadenza, rispettivamente per gli emittenti del settore pubblico e per le industrie private, e i confronti tra il rendimento delle obbligazioni per l'acquirente e il costo per l'emittente non consentono di verificare che in misura approssimativa alcuni effetti dei fattori succitati di imperfezione dei mercati. Se essi permettono infatti di osservare certi aspetti della discriminazione fiscale, non possono invece riflettere che indirettamente le difficoltà di collocamento che le emissioni del settore privato possono incontrare a causa della regolamentazione degli investitori istituzionali. Le commissioni percepite dai consorzi di emissione in Europa, generalmente assai più elevate che negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, traducono almeno in parte il maggior costo di collocamento che deriva dal fattore poc'anzi accennato e possono considerarsi nel complesso una indicazione della scarsa efficienza dei mercati (4).

4. Presupposti per un "mercato europeo" per le emissioni estere.

Le differenze nei costi e nei rendimenti delle emissioni obbligazionarie, che possono osservarsi nei confronti sul piano internazionale, mostrano gli effetti dell'isolamento dei mercati l'uno dagli altri, in aggiunta alla mancanza di omogeneità interna di ciascuno di essi. Ho avuto occasione di indicare altrove (5) come alle cause più evidenti di isolamento, cioè il controllo dei cambi e l'incertezza derivante dai rischi di variazione delle parità monetarie, si aggiunga una miriade di altri fattori — in parte legislativi, in parte istituzionali, in parte psicologici — che fanno apparire per ora assai lontana la costituzione di un mercato internazionale integrato per le nuove emissioni. Fintantochè non potrà essere attenuata

(4) v. a questo proposito il rapporto del « Comitato Lorain » (« Rapport présenté au Ministre des Finances et des Affaires économiques par le comité chargé d'étudier le financement des investissements »), p. 49. Tentativi di confronto dei diversi elementi di costo delle emissioni, delle differenze tra rendimento per l'acquirente e costo per l'emittente e delle differenze di costo rispettivamente tra emittenti pubblici e privati da un lato e tra emittenti nazionali ed esteri dall'altro, sono stati compiuti da G. BRÖKER in *Kapitalzins und Emissionsskhostn in Westeuropa und Nordamerika*, Bank-Betrieb, n. 3, 1963, da KENEN, *op. cit.*, p. 20, da GEMMILL, *op. cit.*, p. 593 e nel Bollettino della Banca d'Inghilterra, vol. III, n. 2, giugno 1963, *International Investment: the Role of Securities Markets*, tabelle I e III.

(5) *Financial Markets in the E.E.C.: Prospects for Integration*, Moorgate and Wall Street, dicembre 1963.

l'« imperfezione » dei singoli mercati nazionali si può difficilmente attendere che i mercati nei quali vige una regolamentazione relativamente liberale si esponano senza difesa ai contraccolpi delle misure che possono essere prese nei mercati dove vigono invece un rigido razionamento delle emissioni e una canalizzazione del risparmio secondo le direttive determinate dai pubblici poteri. Come primo passo occorre quindi che siano ristabilite su certi mercati, attraverso riforme interne, situazioni più concorrenziali; queste riforme dovranno ricercare una maggiore efficienza dei meccanismi interni, ma al tempo stesso dovranno tenere conto dell'obiettivo a più lunga scadenza di una integrazione sul piano internazionale e allinearsi quindi su certe norme armonizzate a questi fini.

Il riconoscere che le realtà attuali dei mercati nazionali non potranno essere modificate che gradualmente, non comporta certo la rinuncia a ricercare fin da ora delle formule che permettano di stabilire una certa comunicazione tra di essi e di porre le basi per un mercato internazionale (6). Per poter realizzare questi progressi occorre in primo luogo avere un concetto comune di ciò che si intende per « mercato internazionale » per le nuove emissioni. A questo proposito si può dire che sul piano dei principi due tesi principali possono essere avanzate. Si è sostenuto con argomenti certo ben fondati (7) che un mercato internazionale non possa costituirsi che in un centro determinato, che al tempo stesso fornirebbe capitali indigeni e agirebbe da « entrepôt » per i capitali di paesi terzi, sul modello classico del mercato di Londra fino alla prima guerra mondiale e del mercato di New York in tempi più recenti; i vantaggi di tale soluzione sarebbero naturalmente le economie derivanti dal migliore assetto organizzativo, cioè dalla specializzazione degli intermediari finanziari, o dallo sviluppo quindi di un meccanismo efficiente per il collocamento delle emissioni.

Si può contestare però la necessità di tale accentramento delle transazioni su un singolo mercato facendo osservare lo sviluppo delle operazioni di collocamento di nuove emissioni simultaneamente su

(6) Le funzioni che dovrebbe svolgere nell'equilibrio dei pagamenti internazionali un simile mercato integrato sono indicate da J. C. INGRAM in *A Proposal for Financial Integration in the Atlantic Community*, pubblicato nello studio del Joint Committee, Congress of the United States, *Factors Affecting the United States Balance of Payments*.

(7) v. C. P. KINDLEBERGER, *European Economic Integration and the Development of a Single Financial Center for Long-term Capital*, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 90, 1963, Heft 2.

vari mercati, grazie alla costituzione di sindacati bancari internazionali. Quanto alla possibilità che in un dato mercato per le nuove emissioni si sviluppi un traffico di « entrepôt » simile a quello che si osserva nel caso di mercati monetari che costituiscono anche centri di riserva, il parallelismo non appare del tutto convincente: infatti, per i capitali provenienti da paesi terzi la propensione allo investimento a lungo termine attraverso un certo mercato « dominante » si spiega spesso con l'attrazione che la moneta del paese in questione esercita nei riguardi degli investitori e con fattori fiscali, elementi questi che non giocano nello stesso modo che sui mercati monetari. Quanto a quella che costituisce forse la principale attrattiva dell'accentramento delle transazioni su un mercato, cioè la facile negoziabilità dei titoli e la conseguente stabilità dei corsi, si dirà in seguito che tale caratteristica può in ultima analisi ottenersi anche con altri metodi, cioè con la ricerca di titoli ugualmente accettabili agli investitori di vari mercati.

Va detto comunque che tra questi due modi diversi di concepire il meccanismo dell'integrazione dei mercati finanziari non vi è una opposizione di principio, ma piuttosto una diversa valutazione delle possibilità concrete. Infatti, anche chi sostiene l'accenramento delle nuove emissioni su un determinato mercato riconosce che la condizione necessaria è che tale mercato possa fornire una base cospicua di risparmio interno capace di assorbire tali emissioni combinandosi naturalmente, nei limiti del possibile, con capitali provenienti da paesi terzi (8). I fatti indicano che tali condizioni non sussistono oggi nè a Londra, dove la disponibilità relativamente limitata di « risparmio esportabile » ha condotto a un regime assai restrittivo in materia di nuove emissioni estere, nè sui mercati di Zurigo e Amsterdam, le cui capacità di fornire risparmio domestico sono limitate dalle dimensioni dei rispettivi paesi, nè infine sul mercato di New York, che possiede sul piano finanziario e tecnico tutte le qualità necessarie, ma che è oggi messo nell'impossibilità pratica di accettare nuove emissioni estere dall'introduzione della « tassa di perequazione dell'interesse ». Quanto agli altri mercati dell'Europa continentale, e in particolare Parigi, Francoforte e Milano, si è già accennato come essi si trovino nell'incapacità di assolvere in modo soddisfacente i compiti che spetterebbero loro sul piano interno: riforme talmente vaste sarebbero dunque

(8) C. P. KINDLEBERGER, *op. cit.*, p. 205.

necessarie prima che essi potessero operare utilmente come centri internazionali, che tale possibilità appare assai remota.

Per un esame realistico del problema della ricostituzione di un mercato internazionale per le nuove emissioni obbligazionarie, appare necessario in conclusione prendere le mosse dai seguenti fatti:

a) le politiche delle autorità sui singoli mercati nazionali continueranno ad essere essenzialmente dominate da fattori di carattere interno;

b) nessuno di tali mercati, per ragioni strutturali o per ragioni contingenti non eliminabili a breve scadenza, sarà in grado di assumere il ruolo di centro finanziario del mondo occidentale;

c) l'eventualità di cambiamenti nelle parità tra le diverse monete seguirà a pesare sulle scelte dei privati e degli intermediari finanziari, che potranno considerare i titoli stilati in una moneta diversa dalla propria alle volte come valori-rifugio, altre volte come investimenti troppo rischiosi, tenuto conto del carattere degli impegni verso depositanti o assicurati.

Se questi sono i limiti entro i quali potrà venirsi organizzando un mercato internazionale, quali saranno le caratteristiche che esso dovrà possedere per svolgere una funzione veramente positiva, cioè contribuire a una migliore distribuzione dei flussi di capitali e a una riduzione del costo del denaro per gli emittenti? Succintamente si può dire che tali caratteristiche dovranno essere *l'ampiezza, la stabilità, la compatibilità con le esigenze dell'equilibrio internazionale*.

Ciò significa in primo luogo che le emissioni collocate internazionalmente devono poter essere di dimensioni almeno comparabili a quelle collocate a New York negli ultimi anni, cioè tra 15 e 40 milioni di dollari. Ciò sarà possibile in generale soltanto a condizione che l'unità monetaria nella quale i titoli sono stilati li renda appetibili per una massa sufficiente di investitori e che essi possano in particolare venire acquistati dagli investitori istituzionali.

In secondo luogo, i titoli, una volta collocati, devono godere di un mercato stabile, condizione che coincide in gran parte con la precedente, ma che richiede in più che i titoli possano venire negoziati in borsa o siano almeno oggetto di un attivo mercato « over the counter », e soprattutto che il mercato non risenta in modo eccessivo di ondate di sfiducia o di speculazione nei riguardi dell'una o dell'altra moneta.

In terzo luogo, occorre che il collocamento di tali nuove emissioni non costituisca un fattore di disturbo nella politica perseguita dalle autorità dell'uno o dell'altro paese per mantenere l'ordine sul proprio mercato dei capitali, a condizione però che tale politica sia in armonia con le esigenze dell'equilibrio finanziario internazionale e non miri invece a perpetuare condizioni che possano esse stesse essere un fattore di disturbo per gli altri paesi.

È alla luce di tali criteri che vorrei esaminare qui appresso le diverse soluzioni che vengono oggi correntemente avanzate per lo sviluppo di un mercato internazionale per le nuove emissioni.

Queste soluzioni possono essere raggruppate, secondo le loro caratteristiche tecniche, in cinque categorie principali:

— ammissione di imprese ed enti esteri ai singoli mercati nazionali, nei limiti indicati dalle autorità, con emissioni stilate nella moneta del paese nel quale avviene l'emissione e destinate in linea di massima ad essere assorbite quivi stesso;

— emissioni collocate simultaneamente in vari mercati e divise in « tranches » stilate ciascuna nella moneta del paese dove la tranche viene collocata;

— emissioni caratterizzate da clausole che permettono al portatore di effettuare, al momento del pagamento degli interessi e del rimborso dei titoli, una scelta tra due o più monete (opzione di cambio);

— emissioni su un dato mercato di titoli stilati nella moneta di un paese terzo e destinati ad essere collocati in gran parte in altri paesi terzi;

— emissioni stilate in « unità di conto europee ».

5. Liberalizzazione delle emissioni estere sui singoli mercati nazionali.

La prima soluzione, quella dell'apertura graduale dei mercati nazionali, corrisponde in pratica alla situazione di fatto di questi ultimi anni. Vi è appena bisogno di ripetere che oggi in realtà — con l'eccezione della Germania, poco significativa finora, dato l'alto livello dei suoi tassi — il libero accesso degli emittenti esteri non è consentito sul mercato di alcun paese: gli ostacoli possono avere un carattere generale o consistere nella necessità di una autorizzazione caso per caso. Tra tali ostacoli si possono citare i controlli esercitati nel quadro della regolamentazione valutaria, i

controlli di carattere interno sull'ammissione al mercato dei capitali, i controlli sulle possibilità di investimento degli intermediari finanziari, i controlli sull'ammissione in borsa dei titoli. È chiaro che servendosi di tale insieme di strumenti le autorità nazionali possono assicurarsi che l'ammissione di emittenti esteri sul mercato non costituisca un fattore di disturbo delle proprie politiche; anzi, tali emissioni possono venire usate addirittura come strumenti di politica monetaria interna, per esempio per assorbire liquidità eccessive.

Non può negarsi che certi progressi si siano verificati negli ultimi anni anche nel quadro di tale subordinazione totale delle esigenze internazionali a quelle nazionali. Più difficile è dimostrare che le autorità di certi paesi, dove per esempio si verificava una rapida accumulazione di riserve valutarie e un correlativo aumento della liquidità interna, abbiano tutto messo in opera per tenere conto delle possibilità che si offrivano per una collaborazione internazionale in materia di emissioni. Nel quadro del sistema attuale manca in realtà un « equilibrio delle prestazioni » e non vi è nessuna garanzia di un progresso ordinato ma costante, con il risultato che i paesi più propensi ad un atteggiamento liberale si trovano essi stessi frenati dal fatto che l'atteggiamento restrittivo di altri rischia di imporre una pressione sproporzionata sul loro mercato.

Sembra quindi necessario che per contemperare le esigenze interne con una certa internazionalizzazione del mercato per le nuove emissioni, vengano accettati, in seno agli organismi di cooperazione economica sul piano europeo, due impegni: l'impegno di realizzare rapidamente le condizioni che assicurino agli emittenti esteri, che vengono ammessi al mercato con una decisione esplicita delle autorità, un'effettiva parità di trattamento rispetto agli emittenti nazionali; l'impegno per ciascun paese di aprire un contingente annuo, nei limiti del quale verrebbero ammesse emissioni estere, contingente legato per esempio a parametri come il volume delle emissioni sul mercato interno e l'andamento delle riserve valutarie, e destinato ad essere gradualmente aumentato. Naturalmente l'apertura di tali contingenti non costituirebbe che una indicazione di massima e non pregiudicherebbe le normali procedure che si applicano alle emissioni interne, procedure dirette ad accertare la qualità dell'emittente e ad assicurare una ripartizione equilibrata nel tempo delle nuove emissioni.

Se tali impegni venissero assunti, l'ordinamento attuale ver-

rebbe a subire un minimo di perturbazioni, e dei progressi indubbi verrebbero realizzati. Tuttavia, dal punto di vista tecnico, occorre ricordare che tale soluzione resterebbe insoddisfacente alla luce dei due criteri di ampiezza e di stabilità dei mercati enunciati qui sopra.

6. Emissione di prestiti suddivisi in "tranches", espresse in diverse monete.

Un accesso a più ampie risorse di risparmio sarebbe assicurato dal ricorso alla seconda tecnica di emissione già ricordata, cioè a prestiti collocati simultaneamente su diversi mercati e suddivisi in diverse «tranches» stilate ciascuna nella moneta del paese dove essa viene collocata. Si tratta, come è noto, di un metodo proposto nell'ottobre scorso da Hermann J. Abs (9) e che non ha avuto ancora, in questo dopoguerra, applicazione pratica, almeno nella sua forma «pura».

In queste emissioni si terrebbe conto delle differenze nei livelli dei tassi vigenti sui diversi mercati facendo variare il prezzo di emissione, mentre il tasso d'interesse nominale e le altre caratteristiche del prestito sarebbero uniformi per tutte le «tranches». Non si porrebbe però, in tal caso, il problema di evitare che le sottoscrizioni si concentrino sulla tranche che offre il più alto rendimento? I sostenitori di questa idea rispondono di no, e fanno osservare che l'esperienza ha dimostrato che titoli praticamente identici — si fa l'esempio soprattutto di due emissioni a 15 anni emesse nel 1959 dalla Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo in Svizzera e in Germania, rispettivamente in franchi svizzeri e marchi tedeschi — possono offrire su due mercati rendimenti assai diversi, senza che l'arbitraggio, che è perfettamente libero nel caso citato, venga a cancellare la differenza. La ragione è ovviamente l'importanza che ha per gli acquirenti la moneta in cui sono stilati i titoli: ciò a sua volta può dipendere dalle limitazioni già ricordate, che impediscono agli investitori istituzionali di acquistare in misura significativa valori stilati in moneta estera, ma può anche invece riflettere il prestigio rispettivo delle diverse monete in cui sono stilate le «tranches». È appunto questo uno dei più gravi problemi che pone questa formula, il fatto cioè che mette in risalto ogni eventuale movimento speculativo nei riguardi di tale o tal'altra

(9) *Die Banken in der europäischen Zusammenarbeit*, X. Deutschen Bankiertag, München, 14 ottobre 1963.

moneta attraverso i movimenti relativi dei prezzi dei titoli appartenenti alle varie «tranches». Sarebbe infatti logico per un investitore che possiede obbligazioni della tranche espressa nella moneta A di arbitrare queste contro identiche obbligazioni nella moneta B se ritiene che appaiano ad un dato momento prospettive di una svalutazione di A o di una rivalutazione di B. Il movimento di prezzi che si verificherebbe in conseguenza potrebbe costituire un fattore di imbarazzo per le autorità nei due paesi.

Un altro elemento da considerarsi è la necessità di ottenere simultaneamente un'autorizzazione da parte delle autorità di diversi paesi e di conformarsi alle disposizioni legislative e amministrative in vigore in ciascuno di essi, se l'emissione deve essere offerta in pubblica sottoscrizione. Data l'attuale diversità di tali disposizioni da paese a paese, ci si può chiedere se non si verrebbe così ad emettere in pratica una serie di prestiti con caratteristiche generali simili, ma in realtà distinti per una moltitudine di elementi accessori ma importanti nel loro complesso. Uno svantaggio notevole sul piano tecnico deriverebbe poi dal fatto che, se le diverse «tranches» devono avere effettivamente identiche caratteristiche per quanto concerne la durata e la formula di ammortamento, il pagamento degli interessi, ecc., non si può allora tenere conto delle particolari preferenze che diversi mercati sono soliti manifestare in questa materia; inoltre, dovendo il collocamento essere simultaneo, sarebbe difficile assicurarsi che l'emissione avvenga nel momento più favorevole in tutti i mercati ai quali ci si rivolge.

Per quanto concerne la posizione degli emittenti, se essi ammettono il principio di indebitarsi in una moneta estera, è chiaro che questa tecnica di emissione, che permette di ridurre il rischio di cambio, ripartendolo su varie monete, non presenterebbe particolari difficoltà.

Nell'insieme si può dire che se questa formula offre certe possibilità, essa non va esente da problemi, data la complessità e il costo della preparazione di una nuova emissione che soddisfi ai requisiti dei diversi paesi interessati; essa sembra quindi adatta solo per operazioni di importo molto elevato, per le quali sia essenziale raggiungere una massa molto ampia di risparmiatori. D'altra parte la ristrettezza di alcuni dei mercati che verrebbero a costituirsi per le varie tranches di uno stesso prestito e la loro vulnerabilità di fronte a fattori speculativi di carattere monetario rischierebbero di rendere i corsi di tali obbligazioni assai instabili.

7. Emissioni con opzione di cambio.

La stabilità e l'uniformità dei corsi sui vari mercati dovrebbe invece essere la caratteristica dei prestiti con opzione di cambio, che danno agli obbligazionisti la facoltà di chiedere — normalmente con un preavviso di qualche giorno appena — il pagamento degli interessi e il rimborso dei titoli estratti a sorte in una o più monete diverse da quella nella quale sono stilati i titoli, ad un cambio fissato sulla base della parità esistente al momento dell'emissione. Gli investitori infatti non avrebbero alcuna ragione di preoccuparsi delle vicende dell'una o dell'altra moneta facente parte di quelle tra le quali può esercitarsi l'opzione, dato che sarebbe possibile per loro effettuare in qualsiasi mercato la scelta più vantaggiosa.

Un certo numero di prestiti con opzione di cambio tra dollaro e marco tedesco — qualche volta estesa anche ad altre monete come il fiorino olandese e il franco belga — sono stati emessi negli ultimi anni da consorzi bancari internazionali. La formula presenta, come si è detto, una notevole attrazione per gli investitori in virtù della protezione che essa offre contro i rischi monetari: per di più tali obbligazioni dovrebbero poter essere considerate come obbligazioni in moneta nazionale da parte degli investitori istituzionali dei paesi la cui moneta è inclusa tra quelle sulle quali può esercitarsi l'opzione. Per alcune delle emissioni in questione l'investitore aveva addirittura la possibilità di scegliere all'atto della sottoscrizione titoli espressi nell'una o nell'altra moneta (10). Si aveva così una combinazione tra la formula di emissione per « tranches » e la formula con semplice opzione di cambio, che compendia in sé i vantaggi delle due formule per quanto concerne le possibilità di collocamento, pur evitando certe complessità e i rischi di instabilità del mercato che sono propri della prima.

Il rovescio della medaglia è ovviamente che l'opzione di cambio può rivelarsi per l'emittente una clausola assai gravosa: il rischio normale che assume un qualsiasi emittente in moneta estera, cioè

(10) Si tratta dei prestiti del « Fonds des Routes » del 1960 e della Société Nationales des Chemins de Fer Belges del 1961, emessi da consorzi diretti dalla Banque Lambert; per ambedue questi prestiti era possibile liberare le obbligazioni o in dollari o in marchi tedeschi, a scelta del portatore, che conservava peraltro l'opzione di cambio tra le due monete durante tutta la vita del titolo. Si tratta naturalmente di un problema puramente formale, ma che può avere una certa importanza nella regolamentazione di alcuni paesi.

di vedere il proprio debito in moneta nazionale aumentare a causa di una eventuale svalutazione di questa, si trova qui ad essere moltiplicato, piuttosto che frazionato come nella formula precedente. Per quanto di importanza modesta, l'aumento del 5% nel loro debito, che gli emittenti di prestiti con opzioni di cambio in marchi tedeschi o fiorini olandesi si sono trovati a sopportare a seguito della rivalutazione di queste monete nel 1961, offre un esempio delle sorprese sgradevoli alle quali ci si può esporre con questa formula. Le possibilità di sviluppo di questa formula sono dunque legate alla misura in cui riuscirebbe a ridurre il costo rispetto alle altre emissioni, così da compensare l'emittente per i più gravi rischi sopportati.

Ci si può quindi legittimamente chiedere se la durezza di tale clausola potrebbe eventualmente essere moderata escludendo la possibilità per l'obbligazionista di approfittare della eventuale rivalutazione di una delle monete considerate; in tal modo non si perderebbe nessuna delle qualità essenziali già ricordate, ma si potrebbe superare la resistenza degli emittenti a sopportare i gravi rischi dell'opzione di cambio pura e semplice. Si vedrà come la formula dell'unità di conto descritta più oltre è appunto un tentativo di dare una soluzione a questo problema.

Non ho accennato, a proposito di questa formula, ai problemi che essa può porre per i paesi la cui moneta venisse ad essere inclusa nella opzione di cambio, senza un controllo effettivo da parte delle autorità nazionali sulla raccolta di risparmio sul proprio mercato attraverso tali emissioni: questi problemi appaiono con maggiore evidenza nelle altre formule discusse qui appresso e quindi mi propongo di trattarli in tale occasione.

8. Emissioni in dollari e franchi svizzeri su mercati di paesi terzi.

In una posizione tecnicamente altrettanto avanzata verso l'internazionalizzazione delle nuove emissioni si situano operazioni nelle quali il concetto di « mercato di emissione » viene ad assumere contorni assai sfumati, se non addirittura a perdere il suo contenuto essenziale. Mi riferisco alle emissioni stilate in dollari e in franchi svizzeri che sono state collocate al di fuori rispettivamente del mercato americano e svizzero da sindacati bancari internazionali organizzati da banche inglesi e belghe. Esempi di tali operazioni si erano dati già prima delle misure americane del luglio

1963, ma il loro numero e importanza sono andati rapidamente aumentando da allora. Il fondamento pratico di tali operazioni va ricercato evidentemente nei fatti seguenti: in primo luogo le normali emissioni estere in dollari a New York (come del resto quelle in franchi svizzeri a Zurigo) venivano sottoscritte per una parte importante da residenti di altri paesi, particolarmente da residenti del paese dove aveva sede l'emittente, e il fattore monetario e il fattore fiscale avevano evidentemente un'importanza fondamentale per gli acquirenti europei, dato che il rendimento di tali emissioni non era in sè stesso un incentivo sufficiente; in secondo luogo le emissioni sul mercato di New York comportavano per gli emittenti l'obbligo di conformarsi alle gravose esigenze di documentazione della Securities and Exchange Commission, alle quali gli emittenti sarebbero stati ben contenti di potersi sottrarre (11). Di qui a concludere che, dato il ritiro temporaneo di New York dalle nuove emissioni per conto estero, restava da sfruttare in Europa un mercato per emissioni in monete particolarmente ricercate dagli investitori, il passo era breve. Quanto agli emittenti, la semplificazione delle formalità poteva compensare in una certa misura il costo più alto del denaro sui mercati europei.

Caratteristica fondamentale di tali operazioni è dunque l'espressione dei titoli in dollari (o franchi svizzeri) e il collocamento presso acquirenti residenti in paesi terzi. Come già accennato, la nozione di « mercato di emissione » diviene in questo caso assai vaga, dato che i diversi elementi di tale nozione, normalmente riuniti, si trovano invece dispersi al punto che si è potuto parlare in questi casi di « emissioni a Londra » solo per il fatto che i consorzi d'emissione erano generalmente diretti da banche inglesi. Quanto agli altri elementi, invece, la quotazione è bensì richiesta a Londra e al Lussemburgo, ma in realtà la quotazione a Londra ha un carattere quasi simbolico, dato l'elevato costo delle operazioni su questo mercato; la sottoscrizione e la consegna dei titoli avvengono al Lussemburgo, tra l'altro per ragioni fiscali; il servizio finanziario si effettua sulle principali piazze europee; le leggi che regolano i rapporti tra l'emittente, le banche consorziate e gli obbligazionisti sono quelle del paese dell'emittente o quelle del Lussemburgo o sono determi-

(11) V. E. NEVIN, *Reflections on the N.Y. New Issue Market*, Oxford Ec. Papers, vol. 13, No. 1, February 1961.

nate in base all'autonomia delle parti; « last but not least », il collocamento dei titoli avviene interamente presso residenti di paesi diversi dalla Gran Bretagna, dove il premio che deve venire pagato per procurarsi gli « investment dollars » rende l'acquisto di tali titoli poco interessante.

A questo proposito è bene chiarire un punto che ha dato spesso luogo a malintesi: si è detto talvolta che tali prestiti vengono sottoscritti in « euro-dollari ». Se con ciò si vogliono semplicemente designare dollari che sono nelle mani di non-residenti degli Stati Uniti, si tratta di un termine di comodo al quale non vi è nulla da obiettare. Se invece si vuole dire che i prestiti vengono collocati sul mercato dell'« euro-dollaro » in senso stretto, cioè sul mercato ove vengono depositati e impiegati a breve termine, ed essenzialmente tra banche, dollari di pertinenza non americana, implicando così che gli intermediari finanziari si servono di fondi a breve termine per finanziare acquisti di titoli a lunga scadenza, allora penso che si dica una cosa inesatta. Infatti, la differenza di rendimento tra gli impieghi a breve termine degli « euro-dollari » e i titoli in questione non è tale da invogliare ad operazioni che possono evidentemente rivelarsi pericolose per le banche. Mentre vi può quindi essere un certo uso iniziale di « euro-dollari », per facilitare l'avvio delle operazioni e dare elasticità al mercato, è certo che i titoli vengono nel complesso collocati presso investitori « genuini » e non finanziati con dollari presi a prestito a breve scadenza.

Il problema fondamentale che sollevano queste emissioni concerne le loro ripercussioni sulla situazione dei paesi la cui moneta viene usata come moneta di riferimento: le complessità di questo problema vanno analizzate separatamente per i due casi finora verificatisi, cioè l'uso del dollaro e l'uso del franco svizzero, data la diversità delle condizioni di fondo e della situazione giuridica dei residenti dei due paesi.

Per gli Stati Uniti l'esame deve concentrarsi sugli effetti di tali emissioni sul deflusso di capitali che la tasa di perequazione dell'interesse mira appunto ad arrestare. In linea di principio, la sottoscrizione di questi titoli non dovrebbe essere interessante per i cittadini americani soggetti alla tasa in questione, dato che l'incidenza di questa farebbe diminuire il rendimento dell'1% circa. Tuttavia, da un lato non si può escludere l'evasione della tasa attraverso l'acquisto di titoli con fondi detenuti da cittadini americani in

banche europee, e d'altra parte è chiaro che vi sono sufficienti possibilità per certi investitori americani — particolarmente per società con filiali europee — per acquistare tali titoli, ove essi lo desiderassero, senza violare formalmente la legge. Più difficile da accertarsi è l'effetto che hanno sulla bilancia dei pagamenti americana le sottoscrizioni di titoli in dollari con fondi di pertinenza di non-residenti: per far ciò occorrerebbe conoscere l'origine dei fondi — che possono provenire dalla liquidazione di titoli americani — e l'uso alternativo al quale essi sarebbero stati destinati — per esempio all'acquisto di titoli americani — in assenza delle emissioni in dollari a Londra. Occorrerebbe anche sapere come verranno impiegati dall'emittente — per acquisti negli Stati Uniti o altrove — i dollari da questo ricevuti e infine quale sarebbe la politica della banca centrale alla quale tali dollari dovessero eventualmente giungere. Nel complesso però gli effetti dello sviluppo di tali emissioni in dollari possono difficilmente essere positivi per la bilancia dei pagamenti americana: nella migliore delle ipotesi essi potrebbero essere semplicemente neutri.

Nell'altro caso di emissioni in valuta di un paese terzo, cioè in franchi svizzeri (12), le polemiche si sono concentrate sugli effetti di tali operazioni sulla situazione del mercato dei capitali, sul mercato dei cambi svizzero e sullo « status » internazionale del franco svizzero. Quanto al primo punto, è indubbio che l'emissione all'estero di prestiti in franchi svizzeri in condizioni più favorevoli ai sottoscrittori di quelle vigenti per prestiti analoghi sul mercato svizzero, non può restare senza effetti sulla situazione di quest'ultimo, tanto più che i residenti svizzeri possono sottoscrivere in condizioni di parità con i residenti di altri paesi, a differenza di quanto avviene nel caso dei residenti americani, che sono penalizzati dalla tassa già ricordata. Naturalmente ci si può domandare se comunque la politica restrittiva seguita dalle autorità svizzere in materia di emissioni estere sul loro mercato sia sostenibile a lunga scadenza, dato l'accumularsi di una domanda insoddisfatta e dato anche che i capitali disponibili per sottoscrivere a tali emissioni sono essi stessi in gran parte di origine estera. In altre parole, si può dubitare se sia possibile ad un paese che pratica una politica di

(12) L'unico esempio è il prestito collocato nell'autunno 1963 per conto della città di Copenhagen da un consorzio di banche diretto da Morgan, Grenfell & Co. di Londra.

ampia libertà in materia di movimenti di capitali di isolare il livello interno dei tassi d'interesse da quello vigente sugli altri mercati.

Il secondo argomento avanzato contro tali operazioni è che esse perturbano il mercato dei cambi al momento della sottoscrizione: qui basterà dire brevemente che l'accordo trovato tra emittente e Banca Nazionale Svizzera nel caso del prestito della città di Copenhagen (13) dimostra che esistono metodi per ovviare a tale inconveniente; del resto, niente impedisce alla Banca centrale di intervenire sul mercato in modo da moderare eventualmente le fluttuazioni dei corsi della propria moneta.

Resta la preoccupazione espressa dalle autorità svizzere nei riguardi di un uso più esteso del franco come moneta internazionale: tali preoccupazioni non possono concernere il suo uso come « moneta di conto », ma presuppongono che in occasione del pagamento degli interessi o dell'ammortamento dei titoli vengano gradualmente a costituirsi in mano di terzi degli averi liquidi in franchi svizzeri che potrebbero in certi casi essere un fattore di instabilità. Anche se ciò è teoricamente possibile, è ben lungi dall'essere probabile, perchè il franco svizzero presenterebbe un interesse come moneta di riserva solo se esistesse una vasta gamma di possibilità di investimento a breve termine per tali averi, il che non avviene certo oggi. In ogni caso la costituzione di tali averi liquidi avrebbe come semplice conseguenza l'esigenza per la Svizzera di accumulare delle riserve più elevate in oro e divise — ciò che avverrebbe automaticamente.

In conclusione, si può dire che, se anche tali prestiti possono presentare certi inconvenienti per i paesi la cui moneta viene usata, il problema più grave è che l'ampiezza e la stabilità del loro mercato sono condizionate strettamente dal prestigio internazionale del loro metro monetario. Siccome si tratta poi, per gli acquirenti, di prestiti in moneta estera, essi potranno essere inclusi nei portafogli degli investitori istituzionali soltanto in misura limitata. I prestiti in dollari godranno così di un mercato assai meno ampio di quanto avvenisse per i prestiti che venivano collocati a New York e non vi è dunque dubbio che se questo mercato dovesse ridiventare accessibile le emissioni in dollari sui mercati europei subirebbero un rapido declino.

(13) *Zur Kopenhagen Anleihe*, in « Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen », Heft 23, 1963.

9. Emissioni espresse in Unità di Conto Europee (*).

I prestiti emessi in « Unità di Conto Europee » sono divenuti, dal tempo della loro prima apparizione nel 1960 per iniziativa di una banca belga, sufficientemente conosciuti sui mercati internazionali da rendere superflua un'analisi dettagliata delle loro origini e caratteristiche tecniche (14). Basterà solo ricordare che l'U.C. europea — che è bensì un metro monetario usato per misurare gli obblighi contrattuali che derivano dal prestito, ma non un mezzo di scambio — ha come caratteristica essenziale quella di cercare di stabilizzare al massimo, in un contratto di prestito, i diritti e gli obblighi rispettivi dei partecipanti. Il valore dell'U.C. è definito in un peso d'oro, al quale le diciassette « monete di riferimento » — che sono quelle dei paesi facenti parte dell'ex-Unione Europea dei Pagamenti e non includono il dollaro — sono collegate attraverso la loro parità-oro dichiarata al Fondo Monetario Internazionale. Il valore dell'U.C. può tuttavia cambiare se cambia la parità-oro di tutte le monete di riferimento, a condizione che almeno due terzi delle monete si siano mosse nella stessa direzione. In tale caso il valore dell'U.C. viene a variare nella misura e nella direzione della moneta — appartenente al gruppo dei due terzi — che ha subito la minima variazione percentuale rispetto alla sua parità-oro iniziale (15).

In sostanza quindi l'obbligazionista viene a godere non già di una garanzia-oro — che sarebbe illegale in certi paesi e gravosa per l'emittente, data la possibilità di una rivalutazione generale dell'oro — ma di una garanzia di cambio in termini della moneta più stabile tra quelle facenti parte del gruppo considerato. È quasi superfluo sottolineare che tali regole per la determinazione del valore rispettivo dell'U.C. e delle monete di riferimento non incidono sull'uso come mezzo di pagamento dell'una o dell'altra moneta del gruppo, e il portatore chiederà normalmente il servizio dei titoli nella propria moneta.

(*) Sui prestiti in unità di conto questa Rivista pubblica un articolo specifico di JEAN L. BLONDELL: v. oltre, pp. 48 segg. [N. d. R.].

(14) v. F. COLLIN, *The Formation of a European Capital Market*, Bruxelles, 1964; per un'analisi critica che riflette un punto di vista svizzero, v. *Ausländische Anleihen in Rechnungseinheiten*, « Neue Zürcher Zeitung », 22 novembre 1963.

(15) Tale definizione — data qui in forma succinta — presenta alcune differenze rispetto alla formula usata nei primi prestiti, formula che è stata modificata per tenere conto di problemi particolari che potrebbero sorgere al momento dell'adattamento dell'U.C. Altre modifiche sono state introdotte per risolvere certi problemi legati al fatto che al momento della sottoscrizione, come al momento del pagamento degli interessi e del rimborso, il rapporto tra il tasso di cambio sul mercato e la parità-oro può essere diverso per le varie monete.

Per l'obbligazionista la protezione offerta dall'U.C. appare pienamente soddisfacente. Essa non permette certo di fruire del « windfall gain » che si otterrebbe nel caso di rivalutazione di una delle monete comprese in un prestito con opzione di cambio. Tuttavia, la formula U.C. dà al portatore la possibilità di considerare il suo credito come equivalente ad un credito nella propria moneta (16), con in più la protezione fornita dalla garanzia di cambio contro il caso di svalutazione isolata di questa moneta. Si tratta quindi di un tipo di investimento che può convenire anche agli investitori istituzionali che hanno impegni espressi in moneta nazionale verso i propri assicurati e depositanti; questo fattore, insieme a quello testè ricordato, fa sì che il mercato dei prestiti in U.C. possa funzionare — salvo ostacoli particolari opposti dalla legislazione in certi paesi — come un mercato effettivamente integrato in tutta l'area monetaria coperta dall'ex-Unione Europea dei Pagamenti. Questo mercato dovrebbe essere particolarmente stabile dato che le vicende isolate dell'una e dell'altra moneta non potrebbero ripercuotersi sul valore dell'U.C.

Quanto alla posizione dell'emittente di un prestito in U.C. bisogna fare una distinzione, a seconda che si prendano come termini di confronto l'emissione di un prestito in moneta nazionale o l'emissione di un prestito in una o più monete estere. Nel primo caso è chiaro che esiste il rischio di un aggravio del costo originariamente previsto in moneta nazionale, ove questa subisse una svalutazione isolata o comunque superiore a quella delle altre monete componenti l'U.C. Se si confronta invece un prestito U.C. con un semplice prestito in moneta estera, o peggio con un prestito con opzione di cambio, è evidente che la formula U.C. presenta un rischio minore per l'emittente, che non subirà alcun aggravio imprevisto fintantoché la sua moneta resterà stabile; nel caso degli altri prestiti, invece, egli correrebbe un identico rischio ove si verificasse la svalutazione della propria moneta e in più il rischio addizionale per il caso di rivalutazione della o delle monete in cui è espresso il suo debito.

Se ci volgiamo ora verso l'insieme di problemi — concernenti gli effetti sulle condizioni del mercato interno e sulla bilancia dei pagamenti — già dibattuti a proposito dei prestiti in dollari o franchi

(16) Con l'eccezione del « *lucrum cessans* » che si verificherebbe nel caso — abbastanza improbabile — di rivalutazione della propria moneta rispetto ad almeno due terzi delle altre, senza variazione del valore dell'U.C.

svizzeri, si deve constatare che certamente uno sviluppo vigoroso di un mercato internazionale per le emissioni in U.C. potrebbe esercitare una certa influenza sul livello dei tassi d'interesse sui vari mercati nazionali; tale influenza sarebbe nel senso del rialzo solo per i mercati che sono riusciti finora, con un razionamento delle emissioni, a mantenere i propri tassi a livelli inferiori a quelli correnti nel resto dell'Europa. In generale l'effetto sarebbe piuttosto una tendenza al livellamento dei tassi verso il basso, a patto naturalmente che i vari ostacoli attuali vengano rimossi; sarebbe comunque esagerato affermare che le condizioni dei singoli mercati nazionali verrebbero a sfuggire del tutto all'influenza delle autorità.

Ancora meno giustificata appare l'obiezione che la possibilità di procurarsi sul mercato titoli in U.C. risulterebbe in una riluttanza degli investitori ad acquistare titoli in moneta nazionale, alla quale l'U.C., con la sua maggiore protezione, verrebbe sistematicamente preferita. A tale argomentazione basta rispondere brevemente che in primo luogo il confronto fra titoli in moneta nazionale e titoli espressi in altre monete, per ipotesi « più forti », è già possibile oggi per gli investitori, i quali possono liberamente acquistare tali titoli sulle borse estere; in secondo luogo, se tale preferenza per i titoli in U.C. si manifestasse effettivamente in proporzioni importanti, essa ridurrebbe al tempo stesso il rendimento dei titoli in U.C. e l'equilibrio verrebbe dunque a ristabilirsi rapidamente sul mercato.

Resta da esaminare l'obiezione avanzata da alcuni (17) che sostengono, data la presenza del franco svizzero tra le monete di riferimento e data la « durezza » di questa moneta relativamente alle altre, che i prestiti in U.C. altro non sono che prestiti in franchi svizzeri mimetizzati e che quindi le stesse obiezioni sollevate contro le emissioni in franchi svizzeri sopra ricordate valgono in questo caso. Credo che basti osservare che da un lato le modifiche introdotte nelle modalità di sottoscrizione e di pagamento degli interessi in alcuni recenti prestiti in U.C. hanno eliminato il ruolo particolare che veniva a svolgere il franco svizzero nei primi prestiti e che, d'altro lato, il legame tra l'uso di una moneta come riferimento ed il suo uso come moneta di riserva, già confutato precedentemente, è nel caso dei prestiti in U.C. ancora più difficile da provarsi.

In conclusione si può dire che la formula U.C. evita gran parte dei lati negativi delle altre categorie di emissioni estere esaminate in

(17) v. N.Z.Z., art. cit.

questo studio e ne compendia i vantaggi, particolarmente l'ampiezza del mercato — grazie alla sua capacità di interessare gli investitori istituzionali —, la stabilità dei corsi — grazie all'assenza di movimenti speculativi —, e la neutralità nei riguardi delle politiche delle autorità sui mercati nazionali, ciascuno dei quali, data la vasta distribuzione delle emissioni, subirebbe solo una frazione dell'effetto complessivo del collocamento di una emissione in U.C.

Si tratta naturalmente di un meccanismo relativamente giovane, e che è ancora forse suscettibile di miglioramenti: esso ha comunque soprattutto bisogno di qualche tempo per diventare un elemento familiare per i risparmiatori, per gli emittenti e per il mercato finanziario in generale.

10. Conclusioni.

L'analisi sviluppata fin qui ha esaminato gli aspetti principali del problema delle emissioni estere sui mercati europei: è ora necessario mettere in evidenza le conclusioni che appaiono più rilevanti nella situazione attuale dal punto di vista della politica economica.

Credo si possa considerare dimostrato il bisogno urgente dello sviluppo di un mercato più efficiente in Europa: basta infatti guardare, riferendosi alle liste degli emittenti e alle cifre della Tabella VII, il vuoto che lascia la chiusura temporanea del mercato di New York e il modesto contributo attuale dei mercati europei. D'altra parte, i mutamenti in corso nella distribuzione dei redditi a danno dell'autofinanziamento rendono necessario un ricorso sempre più importante delle imprese al mercato sotto forma non solo di ricerca di capitale di rischio ma anche di emissioni obbligazionarie.

Se l'apertura graduale dei mercati nazionali verrà accelerata e resa più efficace con l'assunzione degli impegni citati qui sopra in un clima di stabilità monetaria, passi importanti si faranno verso la soluzione a lungo termine del problema. Tuttavia, a breve scadenza, la raccolta di risparmio europeo attraverso meccanismi di emissione più spiccatamente internazionali continuerà a costituire un elemento importante.

Dal punto di vista tecnico, le diverse formule di emissione già ricordate non si escludono, ma anzi si completano vicendevolmente, dato che le caratteristiche proprie di ciascuna sono suscettibili di interessare uno strato particolare di investitori. Tuttavia alcune di

esse presentano dei problemi particolari che potrebbero comprometterne seriamente l'avvenire. Si può sin d'ora considerare per esempio che emissioni in franchi svizzeri su mercati terzi potranno difficilmente essere effettuate in futuro data l'opposizione manifestatasi e già descritta in dettaglio qui sopra. Egualmente vi è da domandarsi se da parte degli Stati Uniti non si manifesteranno un giorno delle inquietudini nei riguardi dei prestiti in dollari emessi in Europa, che in ogni caso non sembrano del tutto rispondere all'augurio espresso dal Segretario al Tesoro Dillon di vedere svilupparsi un mercato finanziario veramente europeo.

Questa obiezione non potrebbe invece essere elevata contro i prestiti in U.C. che, come è noto, non comprendono il dollaro tra le monete di riferimento e sono quindi degli strumenti di finanziamento di carattere nettamente europeo. Ho già indicato che la formula dell'U.C., con gli eventuali perfezionamenti che potrebbero ancora esservi introdotti, non dovrebbe sollevare problemi di politica monetaria per alcuno dei paesi interessati. Quanto agli emittenti, se essi considerano attualmente che si tratta di una formula più « dura » di una semplice emissione in dollari, credo che si possa sostenere con ragione che il rischio monetario che essi correrebbero sarebbe minore con tale formula che con emissioni espresse per esempio in franchi svizzeri, marchi tedeschi o fiorini olandesi, per i quali non è possibile escludere l'eventualità di una rivalutazione. In ogni caso la formula dell'U.C. è certamente assai meno rischiosa per l'emittente di quanto non siano i prestiti con opzione di cambio, prestiti che dovrebbero fatalmente di nuovo essere presi in considerazione se gli altri tipi di emissione già discussi rimanessero insufficienti o venissero addirittura a scomparire.

I tre tipi di emissione citati, in moneta di paesi terzi, con opzione di cambio e in U.C., hanno la caratteristica comune di sfuggire, entro certi limiti, al controllo delle autorità nazionali dei singoli paesi e quindi sono state talvolta considerate come un elemento di disturbo diretto a soddisfare solamente le esigenze di investitori desiderosi di garantirsi contro i rischi di svalutazione della propria moneta. Tuttavia non è questo l'unico punto di vista dal quale si possono considerare queste emissioni: piuttosto che fenomeni marginali, esse dovrebbero essere considerate l'espressione della necessità di raggiungere mercati più ampi, stendendosi al di là delle frontiere di un singolo paese. Affinchè esse possano svolgere tale funzione è necessario però che da parte delle autorità

venga assunto un atteggiamento positivo che permetta di rimuovere certi ostacoli concernenti il controllo dei cambi, la quotazione in borsa ed il collocamento di tali titoli presso gli investitori istituzionali. In contropartita di tale atteggiamento positivo si potrebbe facilmente giungere ad una cooperazione tra i consorzi di emissione e le autorità nazionali riunite per esempio in seno agli organismi di cooperazione monetaria sul piano europeo, al fine di evitare che un volume eccessivo o un ritmo disordinato di tali emissioni a carattere internazionale possa produrre delle perturbazioni sui singoli mercati finanziari.

Dal punto di vista particolare dell'integrazione dei mercati finanziari in seno alla Comunità Economica Europea, tali emissioni possono costituire un fattore importante promuovendo la collaborazione tra gli istituti finanziari — al consorzio di emissione per un prestito per la Cassa del Mezzogiorno partecipavano ben 32 banche dei paesi della C.E.E. e di paesi terzi — e sviluppando correnti di capitale suscettibili di contribuire a un ravvicinamento dei tassi d'interesse sui mercati finanziari.

Potrebbe d'altra parte venire incoraggiato l'uso di queste formule da parte delle istituzioni finanziarie dei Sei: si può a questo proposito ricordare che il principale cliente della Banca Europea per gli Investimenti, cioè la Cassa per il Mezzogiorno, che fa da intermediario per i prestiti relativi ai progetti situati nella zona di azione di quest'ultima, ha essa stessa emesso un importante prestito in U.C. Se quindi le istituzioni europee dovessero indebitarsi in U.C., non dovrebbe essere loro difficile di concludere poi i propri contratti di prestito sulla stessa base.

Resterebbe da considerare se, per servire agli scopi dell'integrazione europea, l'U.C. dovrebbe conservare la sua forma attuale — che come è noto è legata all'antica unità U.E.P. — oppure essere basata su di un numero più ristretto di monete. Uno strumento che tenga conto dei rapporti particolarmente stretti che si sono venuti di fatto creando in campo monetario in seno alla Comunità, potrebbe infatti rivelarsi particolarmente utile nella prospettiva di una graduale evoluzione verso una unione monetaria.

CLAUDIO SEGRÉ

TABELLA I

EMISSIONI NETTE DI VALORI MOBILIARI
NEI PAESI DELLA C.E.E., NEGLI STATI UNITI E NEL REGNO UNITO
(miliardi di dollari)

	Germania	Belgio	Francia	Italia	Paesi Bassi	Lussemburgo	Totale C.E.E.	Stati Uniti	Regno Unito
1958	2,01	0,57	1,70	1,03	0,48	0,02 (*)	5,81	24,4	1,22
1959	2,37	0,69	1,17	1,51	0,39	0,02	6,15	15,2	0,33
1960	1,50	0,62	0,95	2,11	0,44	0,02	5,64	12,1	1,59
1961	2,52	0,56	1,37	2,08	0,31	0,03	6,87	10,0	1,15
1962	2,78	0,75	1,49	2,63	0,32	0,07	8,04	13,0	3,19

(*) Dato stimato.

Nota. I dati presentati nelle Tabelle I, II e III sono desunti dalle seguenti fonti statistiche ufficiali:

Germania: Rapporti annuali della Deutsche Bundesbank.

Belgio: Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque Nationale de Belgique.

Francia: Rapporti annuali del Conseil National du Crédit.

Italia: Rapporti annuali della Banca d'Italia.

Paesi Bassi: Rapporti annuali della Nederlandsche Bank.

Lussemburgo: Bollettino Generale di Statistiche dell'Istituto Statistico delle Comunità Europee.

Regno Unito: Bollettino trimestrale della Banca d'Inghilterra.

Stati Uniti: Federal Reserve Bulletin.

I dati riguardano il ricavo delle emissioni di titoli al netto dei rimborsi. Tuttavia, nonostante si sia tentato di servirsi, per quanto possibile, di definizioni uniformi, non si può escludere che differenze di carattere istituzionale e di carattere statistico riducano in una certa misura la comparabilità dei dati. In particolare, i valori relativi ai titoli ipotecari, che sono messi in evidenza ogni volta che ciò è possibile, presentano un problema delicato: infatti, mentre appariva giustificato includerli tra le emissioni di valori mobiliari per quanto concerne i paesi della C.E.E., le loro caratteristiche negli Stati Uniti e nel Regno Unito conducevano piuttosto ad escluderli, come si è fatto nelle Tabelle I e II.

TABELLA II

EMISSIONI NETTE DI AZIONI E OBBLIGAZIONI
(in % del risparmio nazionale lordo)

	Moneta	Anno	Emissioni nette			Risparmio nazionale lordo	Emiss. di obbl. Emiss. totali	
			Azioni	Obbligazioni	Totale		in % del risp. nazionale lordo	in % del risp. nazionale lordo
Germania . .	miliardi di DM	1960	1,90	4,39	6,29	79,4	5,5	7,9
		1961	2,19	7,99	10,18	84,4	9,5	12,1
		1962	1,51	9,63	11,14	89,2	10,8	12,5
Belgio . . .	miliardi di FB	1960	6,2	24,7	30,9	110,4	22,4	28,0
		1961	6,0	21,9	27,9	119,4	18,4	23,4
		1962	7,5	30,0	37,5	129,3	23,2	29,0
Francia . . .	miliardi di FF	1960	2,37	2,31	4,68	67,5	3,4	6,9
		1961	3,24	3,56	6,80	70,0	5,1	9,7
		1962	3,95	3,43	7,38	76,7	4,5	9,6
Italia	miliardi di lire	1960	495,7	825,9	1321,6	5183,6	15,9	25,5
		1961	416,8	884,6	1301,4	5967,9	14,8	21,8
		1962	608,2	1033,9	1642,1	6568,3	15,7	25,0
Paesi Bassi . .	miliardi di Fl	1960	0,17	1,49	1,66	12,7	11,7	13,1
		1961	0,13	1,00	1,13	12,7	7,9	8,9
		1962	0,46	0,69	1,15	12,9	5,3	8,9
Regno Unito .	miliardi di Lst.	1960	0,34	0,23	0,57	4,6	5,0	12,4
		1961	0,44	0,03	0,41	4,8	—	8,5
		1962	0,26	0,88	1,14	4,9	17,9	23,3
Stati Uniti . .	miliardi di dollari	1960	1,8	10,3	12,1	91,5	11,3	13,2
		1961	2,7	7,3	10,0	90,2	8,1	11,1
		1962	0,5	12,5	13,0	98,3	12,7	13,2

Fonti: v. Tabella I.

TABELLA III-A

GERMANIA

(milioni di DM)

	1958		1959		1960		1961		1962	
	Valore assoluto	%								
<i>Settore pubblico, organismi parastatali e titoli ipotecari:</i>										
— Stato, ferrovie, poste	1.743	20,1	1.937	19,5	1.182	18,8	2.048	20,1	2.466	22,1
— Enti locali . . .	2.237	25,9	2.141	21,5	943	15,0	1.864	18,3	1.770	15,9
— Istituti speciali di credito	329	3,8	721	7,2	365	5,8	567	5,6	666	6,0
— Altre obbligazioni .	1,6	..	3	..	0,6	..	94	0,9	398	3,6
— Titoli ipotecari . .	1.559	18,0	2.819	28,3	2.227	35,4	3.302	32,5	3.639	32,7
Totale . . .	5.869,6	67,8	7.615	76,5	4.716,4	75,0	7.875	77,4	8.939	80,3
<i>Settore privato:</i>										
— Obbligazioni . . .	1.550	17,9	613	6,1	376	6,0	101	1,0	592	5,3
— Azioni	1.140	13,2	1.383	13,9	1.905	30,3	2.192	21,5	1.507	13,5
Totale . . .	2.690	31,1	1.996	20,0	1.529	24,3	2.293	22,5	2.099	18,8
<i>Emittenti esteri . . .</i>	92	1,1	345	3,5	45	0,7	12	0,1	97	0,9
Totale . . .	8.651,6	100	9.956	100	6.290,4	100	10.180	100	11.135	100

TABELLA III-B

BELGIO
(miliardi di FB)

	1958		1959		1960		1961		1962	
	Valore assoluto	%								
<i>Settore pubblico, organismi parastatali e titoli ipotecari:</i>										
— Stato	9,3	32,8	13,3	38,2	14,9	48,2	6,0	21,5	13,5	36,0
— Enti locali . . .	5,6	19,7	4,3	12,4	4,2	13,6	3,9	14,0	6,4	17,1
— Istituti di credito parastatali . . .	5,4	19,0	5,4	15,5	6,0	19,4	7,6	27,2	4,2	11,2
— Imprese parastatali	-1,9	-6,7	3,1	8,9	-0,7	-2,3	1,4	5,1	1,0	2,7
— Altri enti statali autonomi e assicurazioni sociali . . .	2,2	7,7	2,5	7,2	-0,4	-1,3	2,1	7,5	1,9	5,0
Totale . . .	20,6	72,5	28,6	82,2	24,0	77,6	21,0	75,3	27,0	72,0
<i>Settore privato:</i>										
— Obbligazioni . . .	2,9	10,2	2,4	6,9	0,7	2,3	0,9	3,2	3,0	8,0
— Azioni	4,9	17,3	3,8	10,9	6,2	20,1	6,0	21,5	7,5	20,0
Totale . . .	7,8	27,5	6,2	17,8	6,9	22,4	6,9	24,7	10,5	28,0
Totale generale .	28,4	100	34,8	100	30,9	100	27,9	100	37,5	100

TABELLA III-C

FRANCIA
(miliardi di F. fr.)

	1958		1959		1960		1961		1962	
	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
<i>Settore pubblico, organismi parastatali e titoli ipotecari:</i>										
— Stato	2,20	30,8	-0,94	-16,2	-1,12	-23,9	-0,75	-11,0	-0,86	-11,7
— Altri prestiti pubblici	0,09	1,3	-0,07	-1,2	-0,09	-1,9	0,12	1,8	0,03	0,4
— Imprese pubbliche e PTT	1,42	19,9	0,96	16,5	1,04	22,2	1,07	15,7	1,24	16,8
— Istituti speciali di credito	0,70	9,8	1,01	17,4	0,86	18,4	1,37	20,1	1,65	22,4
di cui: titoli ipotecari (lordo)	(0,25)		(0,25)		(0,30)		(0,35)		(0,50)	
Totale	4,41	61,8	0,96	16,5	0,69	14,8	1,81	26,6	2,06	27,9
<i>Settore privato:</i>										
— Obbligazioni	0,77	10,8	1,63	28,0	1,62	34,6	1,75	25,7	1,37	18,6
— Azioni e altri titoli a reddito variabile	1,96	27,4	3,23	55,5	2,37	50,6	3,24	47,7	3,95	53,5
Totale	2,73	38,2	4,86	83,5	3,99	85,2	4,99	73,4	5,32	72,1
Totale generale	7,14	100	5,82	100	4,68	100	6,80	100	7,38	100

TABELLA III-D

ITALIA
(miliardi di lire)

	1958		1959		1960		1961		1962	
	Valore assoluto	%								
<i>Settore pubblico, organismi parastatali e titoli ipotecari:</i>										
— Stato	- 9,1	-1,4	287,7	30,5	122,9	9,3	- 7,9	-0,6	-108,5	-6,6
— Enti locali	—	—	4,8	0,5	- 0,3	..	11,5	0,9	- 0,5	..
— Emissioni per conto del Tesoro da parte di istituti speciali di credito	- 7,2	-1,1	51,0	5,4	39,4	3,0	143,2	11,0	170,5	10,4
— Altre emissioni di istituti speciali di credito	140,0	21,7	172,0	18,2	275,7	20,9	283,9	21,8	437,4	26,6
— Titoli ipotecari	75,0	11,6	90,8	9,6	136,4	10,3	230,1	17,6	280,8	17,1
— E.N.I., I.R.I.	152,7	23,7	82,9	8,8	59,4	4,5	115,4	8,9	60,0	3,7
Totale	351,4	54,5	689,2	73,0	633,5	48,0	776,2	59,6	839,7	51,2
<i>Settore privato (1):</i>										
— Obbligazioni	71,0	11,0	30,0	3,2	192,4	14,5	93,4	7,2	164,2	10,0
— Azioni	222,3	34,5	225,0	23,8	495,7	37,5	416,8	32,0	608,2	37,0
Totale	293,3	45,5	255,0	27,0	688,1	52,0	510,2	39,2	772,4	47,0
<i>Emitenti esteri</i>	—	—	—	—	—	—	15,0	1,2	30	1,8
Totale generale	644,7	100	944,2	100	1.321,6	100	1.301,4	100	1.642,1	100

(1) Compresa le emissioni di imprese a partecipazione statale.

TABELLA III-E

LUSSEMBURGO
(milioni di franchi luss.)

	1959		1960		1961		1962	
	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
Settore pubblico	536,4	51,1	423,1	38,4	-84,5	-5,5	404,7	11,9
Settore privato:								
— Obbligazioni	223,2	21,3	-116,5	-10,6	-9,3	-0,6	250,0	7,3
— Azioni	289,0	27,6	795,2	72,2	1.622,0	106,1	2.748,3	80,8
Totale	512,2	48,9	678,7	61,6	1.612,7	105,5	2.998,3	88,1
Totale generale	1.048,6	100	1.101,8	100	1.528,2	100	3.403,0	100

TABELLA III-F

PAESI BASSE
(milioni di fiorini)

	1958		1959		1960		1961		1962	
	Valore assoluto	%								
Settore pubblico, organismi parastatali e titoli ipotecari:										
— Stato	29	1,6	506	34,4	595	35,9	266	23,5	-91	-7,9
— Enti locali	642	35,5	689	46,8	679	40,9	176	15,6	202	17,5
— Titoli ipotecari	31	1,7	42	2,8	115	6,9	70	6,2	132	11,5
Totale	702	38,8	1.237	84,0	1.389	83,7	512	45,3	243	21,1
Settore privato (1):										
— Obbligazioni	245	13,5	161	10,9	140	8,4	53	4,7	304	26,4
— Azioni	897	49,6	90	6,1	170	10,2	134	11,8	462	40,2
Totale	1.142	63,1	251	17,0	310	18,6	187	16,5	766	66,6
Emittenti esteri	-34	-1,9	-15	-1,0	-39	-2,3	432	38,2	142	12,3
Totale generale	1.810	100	1.473	100	1.660	100	1.131	100	1.151	100

(1) Compresa certe emissioni di imprese a partecipazione statale.

TABELLA IV-A

RACCOLTA DI RISPARMIO DA PARTE DEGLI ISTITUTI PREVIDENZIALI
E ASSICURATIVI E DELLE CASSE DI RISPARMIO

(dati annuali in miliardi di dollari) (*)

	Anno	Germania	Francia	Italia	Paesi Bassi	Belgio	
Raccolta di risparmio da parte degli istituti previdenziali e assicurativi	1954	1,00	0,22	0,26	0,26	0,16	
	1955	1,10	0,28	0,36	0,29	0,18	
	1956	1,24	0,34	0,34	0,33	0,18	
	1957	1,14	0,41	0,37	0,41	0,21	
	1958	1,05	0,44	0,20	0,38	0,19	
	1959	1,26	0,39	0,11	0,44	0,20	
	1960	1,57	0,45	0,71	0,43	0,21	
	1961	1,74	0,51	n. d.	0,55	0,20	
	1962	1,93	0,59	n. d.	0,57	0,18	
	Raccolta di risparmio da parte delle casse di risparmio	1954	1,50	0,61	0,39	0,13	0,11
1955		1,29	0,81	0,37	0,18	0,10	
1956		1,12	0,66	0,40	0,15	0,13	
1957		1,79	0,48	0,45	0,07	0,11	
1958		2,10	0,69	0,58	0,23	0,22	
1959		2,24	0,77	0,67	0,29	0,21	
1960		2,45	0,69	0,73	0,30	0,12	
1961		2,65	0,79	0,91	0,35	0,19	
1962		3,12	1,06	1,11	0,40	0,28	
Totale		1954	2,50	0,83	0,65	0,39	0,27
		1955	2,39	1,09	0,73	0,47	0,28
		1956	2,36	1,00	0,74	0,48	0,31
		1957	2,93	0,89	0,82	0,48	0,32
	1958	3,15	1,13	0,78	0,61	0,41	
	1959	3,50	1,16	0,78	0,73	0,41	
	1960	4,02	1,14	1,44	0,73	0,33	
	1961	4,39	1,30	n. d.	0,90	0,39	
1962	5,05	1,65	n. d.	0,97	0,46		

(*) La conversione in dollari è stata effettuata sulla base delle parità seguenti:

- Germania: 1 dollaro = 4,2 DM (dall'1.1.54 al 4.3.61).
- 4,0 DM (dal 5.3.61 al 31.12.62).
- Francia: 1 dollaro = 3,5 F (dall'1.1.54 al 10.8.57).
- 4,2 F (dall'11.8.57 al 31.12.58).
- 4,937 F (dall'1.1.59 al 31.12.62).
- Italia: 1 dollaro = 625 Lit.
- Paesi Bassi: 1 dollaro = 3,80 fl. ol. (dal 5.3.61 al 31.12.63).
- 3,62 fl. ol. (dall'1.1.54 al 4.3.61).
- Belgio: 1 dollaro = 50 FB

TABELLA IV-B

RACCOLTA DI RISPARMIO DA PARTE DEGLI ISTITUTI PREVIDENZIALI
E ASSICURATIVI E DELLE CASSE DI RISPARMIO, IN PERCENTUALE
DEL RISPARMIO DEI PRIVATI E DELLE SOCIETÀ*

	Anno	Germania	Francia	Italia	Paesi Bassi	Belgio
<i>Raccolta di risparmio da parte degli istituti previdenziali e assicurativi</i>	1954	30,9	8,1	13,2	32,9	19,8
	1955	23,5	7,7	17,1	24,6	21,2
	1956	24,4	8,9	16,0	33,7	17,8
	1957	19,2	9,7	15,0	36,6	20,8
	1958	16,1	11,3	6,7	28,1	16,0
	1959	17,8	10,3	2,9	31,4	20,2
	1960	19,0	8,2	18,2	25,0	16,0
	1961	20,2	9,8	n. d.	33,9	15,7
	1962	22,6	9,8	n. d.	34,7	13,2
	<i>Raccolta di risparmio da parte delle casse di risparmio</i>	1954	46,3	22,4	19,8	16,5
1955		27,5	22,1	17,6	15,3	11,8
1956		22,0	17,4	18,8	15,3	12,9
1957		30,0	11,4	18,2	6,3	10,9
1958		32,3	17,8	19,5	17,0	18,5
1959		31,7	20,3	17,7	20,7	21,2
1960		29,6	12,6	18,8	17,4	9,2
1961		30,7	15,2	20,5	21,6	15,0
1962		36,5	17,5	22,7	24,4	20,6
<i>Totale</i>		1954	77,2	30,5	33,0	49,4
	1955	51,0	29,8	34,7	39,9	33,0
	1956	46,4	26,3	34,8	49,0	30,7
	1957	49,2	21,1	33,2	42,9	31,7
	1958	48,4	29,1	26,2	45,1	34,5
	1959	49,5	30,6	20,6	52,1	41,4
	1960	48,6	20,8	—	42,4	25,2
	1961	50,9	25,0	—	55,5	30,7
1962	59,1	27,3	—	59,1	33,8	

Nota: Le fonti dalle quali sono desunti i dati delle Tabelle IV (A e B) sono:

— Per quanto concerne il risparmio dei privati e delle società, in tutti i paesi considerati: Bollettino Generale di Statistiche dell'Istituto Statistico delle Comunità Europee.

— Per quanto riguarda gli altri dati:

Belgio: Comptes rendus de la Caisse Générale d'Épargne et de Retraite.

Germania: Rapporti mensili della Deutsche Bundesbank.

Francia: Rapporti annuali del Conseil National du Crédit.

Paesi Bassi: Centraal Economisch Plan e Rapporti annuali della Nederlandsche Bank.

Italia: Rapporti annuali della Banca d'Italia e Annuario Statistico Italiano.

Va segnalato che la scarsa omogeneità delle fonti, l'incompletezza o addirittura l'assenza di alcuni dati e le divergenze ineliminabili tra le definizioni adottate in ciascun paese per quanto concerne particolarmente il settore del risparmio assicurativo e della previdenza sociale non hanno permesso di raggiungere un grado di comparabilità che possa considerarsi soddisfacente. Le cifre fornite vanno quindi prese in considerazione principalmente per l'evoluzione

(segue Nota delle Tabelle IV-A e IV-B)

che esse mostrano nel corso degli anni all'interno di ciascun paese, e solo con grande prudenza possono venire usate per confronti tra i vari paesi.

Per il settore delle assicurazioni, i dati sono generalmente limitati all'accumulazione delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione-vita, ma in alcuni casi si estendono anche ad altre compagnie di assicurazione.

Per il risparmio previdenziale, le differenze tra i sistemi in vigore nei diversi paesi riducono in misura notevole la comparabilità dei dati: in linea generale sono stati usati, ove disponibili, i dati concernenti l'accumulazione di risparmio presso i singoli istituti previdenziali. In altri casi si sono dovute prendere in considerazione le differenze tra contributi versati e prestazioni, ove tali differenze erano positive. Nei paesi nei quali la gestione della previdenza sociale è deficitaria, i dati concernenti tale settore non sono stati inclusi, non essendo possibile parlare di formazione di risparmio ed essendo il deficit coperto dalle casse pubbliche.

Per la raccolta di risparmio da parte delle casse di risparmio, la definizione adottata per tale settore, che comprende le casse di risparmio ordinarie, le «casse di risparmio-costruzione» e organismi analoghi, presenta una certa arbitrarietà. Si sono infatti esclusi i depositi a risparmio presso le altre aziende di credito, esclusione che può essere giustificata almeno in parte dalle differenze che dovrebbero esistere in linea di principio negli impieghi dati a questi ultimi depositi.

TABELLA V
ASSICURAZIONE SULLA VITA NEI PAESI DELLA C.E.E.

	Premi pagati (in milioni di dollari)	Premi pagati pro capite (in dollari)	Premi pagati (in % del red- dito pro capite)
Francia	250,2	5,49	0,6 %
Germania	721,4	13,52	1,3 %
Belgio	130,1	14,21	1,3 %
Italia	140,5	2,85	0,6 %
Lussemburgo	1,5	4,78	0,4 %
Paesi Bassi	244,2	21,27	2,7 %

Fonte: Rapporto presentato al Ministro delle Finanze e degli Affari Economici dal Comitato incaricato dello studio del finanziamento degli investimenti (Rapporto Lorain - Parigi, 1963).

TABELLA VI-A

ACQUISTO DI VALORI MOBILIARI IN GERMANIA,
PER CATEGORIA DI ACQUIRENTI
(miliardi di DM)

	1961					1962				
	Azioni	Obbligazioni		Totale		Azioni	Obbligazioni		Totale	
		Val. ass.	%	Val. ass.	%		Val. ass.	%	Val. ass.	%
<i>Settore pubblico</i>	-0,65	1,33	14,9	0,68	5,0	0,22	1,64	17,1	1,86	14,8
— Enti locali	(-0,65)	(0,46)	(5,1)	(-0,19)	(-1,4)	(0,22)	(0,18)	(1,9)	(0,40)	(3,2)
— Assicurazioni sociali		(0,88)	(9,8)	(0,88)	(6,5)		(1,46)	(15,2)	(1,46)	(11,6)
<i>Compagnie di assicurazione</i>	0,35	0,72	8,0	1,07	7,9	0,30	0,80	8,3	1,10	8,7
<i>Casse di risparmio</i>		0,05	0,6	0,05	0,4		0,08	0,8	0,08	0,6
<i>Istituti di credito</i>	0,30	4,18	46,6	4,48	33,3	0,08	3,12	32,5	3,20	25,4
— Deutsche Bundesbank		(1,00)	(11,1)	(1,00)	(7,4)		(-0,11)	(-1,1)	(-0,11)	(-0,9)
— altre banche	(0,30)	(3,19)	(35,5)	(3,49)	(25,9)	(0,08)	(3,23)	(33,6)	(3,31)	(26,3)
<i>Estero</i>	1,42	0,30	3,3	1,72	12,8	0,90	0,73	7,6	1,63	12,9
<i>Berlino Ovest</i>	0,04	0,07	0,8	0,11	0,8	-0,01	0,27	2,8	0,26	2,1
<i>Imprese</i>	0,63	1,07	11,9	1,70	12,6	0,67	0,31	3,2	0,98	7,8
<i>Privati</i>	2,41	1,25	13,9	3,66	27,2	0,83	2,66	27,7	3,49	27,7
Totale	4,50	8,97	100	13,47	100	2,99	9,61	100	12,60	100

TABELLA VI-B

ACQUISTO DI VALORI MOBILIARI DEL SETTORE PUBBLICO IN BELGIO,
PER CATEGORIA DI ACQUIRENTI
(miliardi di FB)

	1958		1959		1960	
	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
Stato, enti autonomi e organismi parastatali	1,0	3,8	1,7	5,7	1,0	4,1
Istituti di previdenza e di assicurazione	4,4	16,8	2,7	9,0	4,5	18,7
Casse di risparmio	0,4	1,5	4,3	14,4	2,0	8,3
Fonds des rentes	-0,8	-3,1	1,3	4,3	2,1	8,7
Istituti di credito	6,1	23,2	3,9	13,0	0,3	1,2
Congo e Ruanda Burundi	0,1	0,4	-0,1	-0,3	-0,7	-2,8
Privati e società	15,1	57,4	16,1	53,9	14,9	61,8
Totale	26,3	100	29,9	100	24,1	100

TABELLA VI-C

ACQUISTO DI VALORI MOBILIARI IN ITALIA,
PER CATEGORIA DI ACQUIRENTI
(miliardi di lire)

	1961				1962					
	Azioni	Obbligazioni		Totale		Azioni	Obbligazioni		Totale	
		Val. ass.	%	Valore assoluto	%		Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
Istituti di previdenza e di assicurazione		75,3	8,5	75,3	5,8		115,5	11,2	115,5	7,0
Cassa Depositi e Prestiti		16,8	1,9	16,8	1,3		109,3	10,6	109,3	6,7
Istituti speciali di credito		11,9	1,3	11,9	0,9		16,7	1,6	16,7	1,0
Banca d'Italia e Ufficio Italiano dei Cambi		24,4	2,8	24,4	1,9		37,1	3,6	37,1	2,3
Banche		227,9	25,8	227,9	17,5		506,0	48,9	506,0	30,8
Privati, soc. ed estero	416,8	528,3	59,7	945,1	72,6	608,2	249,3	24,1	857,5	52,2
Totale	416,8	884,6	100	1.301,4	100	608,2	1.033,9	100	1.642,1	100

TABELLA VI-D

ACQUISTO DI VALORI MOBILIARI NEI PAESI BASSI,
PER CATEGORIE DI ACQUIRENTI
(milioni di Fl.)

	1961		1962	
	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
Istituti di previdenza e di assicurazione . . .	680	38,6	600	34,7
Casse di risparmio	260	14,8	160	9,2
Settore bancario	210	11,9	250	14,5
Estero	580	33,0	360	20,8
Privati e società	30	1,7	360	20,8
	1.760	100	1.730	100

Note: I dati presentati nelle Tabelle VI (A, B, C, D) sono desunti dalle seguenti fonti statistiche:

Germania: Rapporti mensili della Deutsche Bundesbank.

Belgio: Banque Nationale de Belgique, « Statistiques économiques belges, 1950-60 ».

Italia: Rapporti annuali della Banca d'Italia.

Paesi Bassi: Rapporti annuali della Nederlandsche Bank.

I dati originali presentati nelle Tabelle VI sono stati ottenuti sulla base di analisi delle variazioni nei portafogli delle diverse categorie di acquirenti. Gli acquisti di valori mobiliari da parte del settore « privati e società » sono stati ricavati per differenza tra le emissioni nette e le variazioni nei portafogli degli altri acquirenti. Tali dati possono differire da quelli presentati nelle Tabelle III, relativi alle nuove emissioni, poiché essi contengono anche gli acquisti di titoli esteri effettuati sul mercato interno: tale fattore è particolarmente importante nei Paesi Bassi.

I dati presentati per i vari paesi non sono strettamente comparabili, poiché in particolare per il Belgio vengono presi in considerazione solo i titoli del settore pubblico. Altre differenze possono provenire da metodi di rilevazione non identici. Per quanto concerne la suddivisione per categorie di acquirenti, si è potuto ottenere una uniformità soddisfacente, salvo il fatto che in Italia gli acquisti di valori italiani da parte dell'estero sono aggregati agli acquisti dei privati e delle società; in Belgio dati distinti per gli acquisti da parte dei non-residenti non sono disponibili, eccetto per quanto concerne i residenti del Congo e Ruanda Burundi.

TABELLA VII

PRESTITI OBBLIGAZIONARI ESTERI A LUNGO TERMINE (1)
OFFERTI IN PUBBLICA SOTTOSCRIZIONE DAL 1961 AL 1963 (emissioni lorde)

Paese di emissione	Importo	Condizioni
<i>Stati Uniti (2)</i>		
1961		
Fonds de Rétablissement du Conseil de l'Europe	\$ 7.600.000	5 1/2% a 99% - 15 anni
Nippon Tel. & Tel.	» 10.000.000	6% a 95 1/2% - 15 anni
Kingdom of Norway	» 18.000.000	5 1/2% a 97 1/2% - 15 anni
Commonwealth of Australia	» 25.000.000	5 1/2% a 97% - 20 anni
Rep. of Argentine (3)	» 25.000.000	6 1/2% a 95% - 12 anni
The Japan Development Bank	» 20.000.000	6% a 95 1/2% - 15 anni
Government of New Zealand	» 20.000.000	5 3/4% a 97 1/2% - 15 anni
Kingdom of Belgium	» 25.000.000	5 1/2% a 98% - 15 anni
Totale	\$ 150.600.000	
1962		
Commonwealth of Australia	\$ 30.000.000	5 1/2% a 98 1/4% - 20 anni
Soc. du Pipe-Line Sud. Eur.	» 40.000.000	5 1/2% a 100 1/2% - 20 anni
Kingdom of Belgium	» 30.000.000	5 1/2% a 98 1/2% - 15 anni
City of Oslo	» 10.000.000	5 1/4% a 98% - 15 anni
C.E.C.A.	» 25.000.000	5 1/4% a 99% - 20 anni
Kingdom of Denmark	» 20.000.000	5 1/4% a 97 3/4% - 15 anni
Government of New Zealand	» 25.000.000	5 1/4% a 97 1/2% - 15 anni
The Japan Development Bank	» 17.500.000	6% a 96% - 15 anni
Copenhagen Tel. Comp. Inc.	» 15.000.000	5 5/8% a 96,80% - 15 anni
Commonwealth of Australia II	» 30.000.000	5 1/2% a 97 1/2% - 15 anni
Nippon Tel. & Tel.	» 15.000.000	6% a 96% - 15 anni
Kingdom of Norway	» 20.000.000	5 1/2% a 96 1/2% - 15 anni
Shin Mitsubishi Heavy Industries	» 10.000.000	6 1/2% a 100% - 15 anni
Commonwealth of Australia III	» 25.000.000	5 1/2% a 99% - 20 anni
Inter-American Development Bank	» 75.000.000	4 1/4% a 100% - 20 anni
I.B.R.D.	» 100.000.000	5 1/2% a 98 1/4% - 20 anni
Totale	\$ 487.500.000	
1963		
Kingdom of Norway	\$ 25.000.000	5 1/4% a 98 1/4% - 15 anni
Japan Government	» 27.100.000	5 1/2% a 97 3/4% - 17 anni
City of Copenhagen	» 15.000.000	5 3/8% a 98,23% - 15 anni
City of Oslo	» 10.000.000	5 1/4% a 97 3/4% - 15 anni
The Japan Development Bank	» 22.500.000	6% a 96 1/2% - 15 anni
Rep. of Finland	» 12.500.000	6% a 98 3/4% - 10 anni
Kingdom of Denmark	» 30.000.000	5 1/4% a 98 3/4% - 15 anni
Commonwealth of Australia	» 30.000.000	5% a 97 1/2% - 20 anni
Copenhagen Telephone	» 15.000.000	5 3/8% a 98% - 15 anni
Mexico	» 25.000.000	6 3/4% a 97,70% - 15 anni
City of Milan	» 20.000.000	5 1/2% a 98 3/4% - 15 anni
Nippon Tel. & Tel.	» 20.000.000	5 3/4% a 96 3/4% - 14 anni
Mitsui Co.	» 10.000.000	6 3/8% a 100% - 15 anni
Totale	\$ 262.500.000	

(1) Oltre 5 anni.

(2) Escluse le emissioni del Canada e di Israele.

(3) Di cui \$ 3.000.000, pari a DM. 12.000.000, emessi nella Repubblica Federale Tedesca.

(segue: TABELLA VII)

Paese di emissione	Importo	Condizioni
<i>Swizzera</i>		
1961		
I.B.M. World Trade Co., New York	Fr. sv. 60.000.000	4 1/4% a 100% - 15 anni
Sacor	» 4.373.000	5 3/4% a 99% - 15 anni
Philips	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
The British Petroleum Co. Ltd.	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Commonwealth of Australia	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 16 anni
I.M.I.	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
B.I.R.D.	» 100.000.000	4% a 100% - 13 anni
Cassa per il Mezzogiorno	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
VOLVO	» 40.000.000	4 1/2% a 100%
Svovlsyre-og Superphosphat-Fabrik, Copenha- gen	» 25.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Soc. Nat. Chemins de Fer Belges	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 12 anni
Tunnel Routier sous le Mont-Blanc	» 17.500.000	4 1/2% a 100% - 12 anni
Robert Bosch, Stuttgart	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Petrofina	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
Soc. Intern. de la Moselle, Trèves	» 30.000.000	4 1/2% a 100% - 16 anni
Tiroler Wasserkraftwerke	» 40.000.000	5% a 100% - 15 anni
Electric & Musical Industries Ltd.	» 40.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
République d'Autriche	» 50.000.000	5% a 100% - 15 anni
Vaksdal Bergen	» 8.000.000	4 1/2% a 99% - 10 anni
The British Aluminium Co., London	» 60.000.000	4 1/4% a 100% - 15 anni
République de Finlande	» 30.000.000	5% a 100% - 15 anni
Acciaierie Falck, Milano	» 50.000.000	4 1/2% a 100%
Hypothekenbank des Landes Vorarlberg-Bre- genz	» 5.000.000	4 1/2% a 100% - 12 anni
République d'Argentine	» 32.102.000	6 1/2% a 95% - 12 anni
Totale	Fr. sv. 1.011.975.000 (\$ 231.425.000)	
1962		
Albert Reed	Fr. sv. 50.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Imperial Chemical Industries	» 60.000.000	4 1/4% a 100% - 15 anni
The Bowater Paper Corp.	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
B.I.R.D.	» 100.000.000	4% a 100% - 11 anni
Kingdom of Denmark	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Cinzano	» 10.000.000	5% a 100% - 12 anni
Mannesmann	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
International Standard Electric	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
Anglo American Corp. of South Africa	» 50.000.000	5% a 100% - 12 anni
Cie des Machines Bull, Paris	» 40.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
August Thyssen Hütte	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
C.E.C.A.	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
Stewag, Graz	» 25.000.000	5% a 100% - 15 anni
Rheinkraftwerk Säckingen (Baden)	» 30.000.000	4% a 100% - 15 anni
Totale	Fr. sv. 705.000.000 (\$ 161.224.000)	

(segue: TABELLA VII)

Paese di emissione	Importo	Condizioni
1963		
Cadbury Brothers Ltd.	Fr. sv. 20.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Kingdom of Norway	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
Cie des Forges de Châtillon	» 30.000.000	4 1/2% a 100% - 16 anni
Cie des Ateliers et Forges de la Loire	» 9.000.000	4 1/2% a 100% - 6 anni
Interfrigo	» 15.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Siemens Halske	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Compania Sevillana de Electr.	» 20.000.000	5% a 99% - 15 anni
Soc. Mét. de Knutange	» 30.000.000	4 1/2% a 100% - 16 anni
Soc. Electrique de l'Our	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 16 anni
Joseph Lucas Ltd.	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 15 anni
Vaksdal, Bergen	» 8.000.000	4 1/2% a 99% - 12 anni
Cie Française des Pétroles	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
Phoenix-Rheinrohr	» 50.000.000	4 1/2% a 99% - 15 anni
Bayer A.G.	» 60.000.000	4 1/2% a 100% - 18 anni
Saugbrugsforeningen Norvège	» 9.000.000	4 3/4% a 99% - 18 anni
Ass. Diocésaine de Besançon	» 2.000.000	5% a 100% - 10 anni
Ass. Diocésaine de Besançon	» 1.000.000	5% a 100% - 10 anni
Rheinkraftwerk Säckingen, Baden	» 40.000.000	4% a 100% - 15 anni
Hypothekenbank des Landes Vorarlberg-Bre- genz	» 5.000.000	4 1/2% a 100% - 12 anni
Totale	Fr. sv. 589.000.000 (\$ 134.696.000)	
<i>Paesi Bassi</i>		
1961		
B.I.R.D.	Fl. 50.000.000	4 1/2% a 100% - 20 anni
Wagon-Lits	» 12.500.000	4 3/4% a 98 1/2% - 15 anni
Kingdom of Belgium	» 75.000.000	4 3/4% a 100% - 20 anni
Comp. Nat. Distribution des Eaux, Bruxelles	» 50.000.000	4 3/4% a 100% - 20 anni
Comp. des Téléphones de Copenhague	» 25.000.000	4 3/4% a 100% - 20 anni
C.E.C.A.	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 20 anni
Eurofina	» 30.000.000	4 3/4% a 100% - 15 anni
Belg. Petroleumraffinerij	» 10.000.000	5% a 100% - 15 anni
B.E.I.	» 50.000.000	4 1/2% a 100% - 20 anni
Redernes Skibs Credit forening Kristiansand	» 12.500.000	5 1/2% a 100% - 14 anni
Sabena	» 22.000.000	4 3/4% a 99% - 20 anni
City of Oslo	» 30.000.000	5% a 100% - 20 anni
Commonwealth of Australia	» 40.000.000	5% a 100% - 20 anni
City of Copenhague	» 30.000.000	5% a 100% - 20 anni
Soc. du Pipe-Line Sud Eur.	» 50.000.000	5% a 100% - 20 anni
Cie Française des Pétroles	» 40.000.000	5% a 100% - 15 anni
Totale	Fl. 577.000.000 (\$ 159.392.000)	

(segue: TABELLA VII)

Paese di emissione	Importo	Condizioni
1962		
B.I.R.D.	Fl. 40.000.000	4 1/2% a 99 1/2% - 20 anni
C.E.C.A.	» 25.000.000	4 3/4% a 99% - 20 anni
Albert Reed	» 20.000.000	5 1/4% a 100% - 15 anni
Kraftlaget Opplandskraft, Oslo	» 25.000.000	5 1/4% a 100% - 20 anni
B.E.I.	» 30.000.000	4 3/4% a 100% - 20 anni
Totale	Fl. 140.000.000	
1963		
<i>Lussemburgo</i>		
1961		
Sacor I	U.C. 5.000.000	5 3/4% a 99% - 17 anni
1962		
C.E.C.A.	Fr. L. 300.000.000	4 3/4% a 100% - 15 anni
Sacor II	U.C. 5.000.000	5 3/4% a 99% - 16 anni
Totale	\$ 11.000.000	
1963		
Vestkraft	\$ 6.000.000	5 1/2% a 99% - 20 anni
Norges Kommunalbank	U.C. 12.000.000	5 1/2% a 99% - 20 anni
Fonds de Retablissement du Conseil de l'Europe	\$ 4.500.000	5 1/2% a 98 1/2% - 15 anni
Imatran Voima	U.C. 5.000.000	6% a 97% - 15 anni
Vočst	\$ 10.000.000	5 3/4% a 98% - 15 anni
Cassa per il Mezzogiorno	U.C. 16.000.000	5 1/2% a 99 1/4% - 15 anni
Banco de Fomento	» 10.000.000	5 1/2% a 97 1/2% - 15 anni
Totale	\$ 63.500.000	
<i>Regno Unito (1)</i>		
1962		
Iceland	£ 2.000.000	6 1/2% a 97 1/2% - 26 anni
	(\$ 5.600.000)	

(1) Escluse le emissioni dei paesi del Commonwealth.

(segue: TABELLA VII)

Paese di emissione	Importo	Condizioni
1963		
Autostrade	\$ 15.000.000	5 1/2% a 99% - 15 anni
Japan	£ 5.000.000	6% a 96% - 25 anni
Canon Camera (conv.)	\$ 5.000.000	6 1/4% a 100% - 20 anni
City of Copenhagen	Fr. sv. 60.000.000	5% a 100% - 20 anni
Takeda Chemical (conv.)	\$ 5.000.000	6% a 100% - 20 anni
Totale	(\$ 52.721.000)	
<i>Italia</i>		
1961		
B.I.R.D.	Lit. 15.000.000.000	5% a 100% - 15 anni
	(\$ 24.000.000)	
1962		
B.E.I.	Lire 15.000.000.000	5% a 100% - 15 anni
Inter-American Development Bank	» 15.000.000.000	5% a 100% - 20 anni
Totale	Lit. 30.000.000.000	
	(\$ 48.000.000)	
1963		
C.E.C.A.	Lit. 15.000.000.000	5 1/2% a 97 1/2% - 20 anni
	(\$ 24.000.000)	
<i>Germania Occidentale</i>		
1961		
Argentine Republic	DM. 12.000.000	6 1/2% a 95% - 12 anni
Soc. Nat. Chemins de Fer Belges	\$ 20.000.000	5 1/4% a 100% - 15 anni
Fonds de Retablissement du Conseil de l'Europe	DM. 7.600.000	5 1/2% a 99% - 10 anni
Totale	(\$ 24.900.000)	
1962		
Osaka	DM. 100.000.000	6 1/2% a 96 1/2% - 15 anni
	(\$ 25.000.000)	
1963		
Osaka	DM. 100.000.000	6 1/2% a 98 1/2% - 15 anni
B.E.I.	» 60.000.000	5 1/2% a 99% - 7 anni
Totale	DM. 160.000.000	
	(\$ 40.000.000)	
<i>Austria</i>		
1962		
B.I.R.D.	\$ 5.000.000	4 1/2% a 102% - 15 anni