

**BANCA DEI  
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

**SESTA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1935 — 31 MARZO 1936**

**BASILEA**

**11 MAGGIO 1936**

## INDICE

|   | Pagina |
|---|--------|
| I. Introduzione . . . . .   | 5      |
| II. Cambi, prezzi e commercio internazionale . . . . .  | 14     |
| III. La produzione e i movimenti dell'oro . . . . .   | 28     |
| IV. L'indebitamento internazionale a breve termine . . . . .  | 41     |
| V. La tendenza dei tassi d'interesse a breve e lungo termine . . . . .  | 54     |
| VI. L'evoluzione recente nel campo delle banche centrali e commerciali  | 67     |
| VII. Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente:  |        |
| (a) Annualità statali . . . . .   | 81     |
| (b) Prestito Esterno della Germania 1924 . . . . .  | 82     |
| (c) Prestito Internazionale del Governo tedesco 5 1/2 % 1930 . . . . .  | 84     |
| (d) Prestito Internazionale del Governo austriaco 1924 . . . . .  | 85     |
| (e) Altre funzioni d'Agente . . . . .   | 86     |
| VIII. Depositi e investimenti. Utile netto; riserve; dividendo; altre assegnazioni. Cambiamenti nel Consiglio d'amministrazione e nella Direzione | 88     |
| IX. Conclusione . . . . .   | 94     |

## ALLEGATI

- I. Elenco delle banche centrali e altri istituti che hanno diritto di rappresentanza e voto all'Assemblea generale della Banca.
- II. Bilancio al 31 marzo 1936.
- III. Conto profitti e perdite e ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1936.
- IV. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo tedesco 5 1/2 % 1930: —
  - (a) Rendiconto delle entrate e delle uscite per il quinto anno del Prestito.
  - (b) Situazioni dei fondi presso i depositari al 1° giugno 1935.

- V. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930: —
- (a) Rendiconto delle entrate e delle uscite per il quinto anno del Prestito.
  - (b) Situazione dei fondi presso i depositari al 30 giugno 1935.
- VI. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 — Rendiconto provvisorio delle entrate e delle uscite per il semestre terminato il 31 dicembre 1935.
- VII. Prestiti internazionali per i quali la Banca è Fiduciario o Agente fiscale dei Fiduciari — Fondi disponibili al 31 marzo 1936.
- VIII. Fiduciario dei Governi creditori per le annualità tedesche — Rendiconto delle entrate e delle uscite per il periodo dal 1° aprile 1935 al 31 marzo 1936.

## SESTA RELAZIONE ANNUALE

PRESENTATA ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA  
DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

in Basilea, l' 11 maggio 1936.

Signori,

Ho l'onore di sottoporvi la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il sesto esercizio finanziario cominciato il 1° aprile 1935 e terminato il 31 marzo 1936. Si sono prodotti pochi cambiamenti nel totale del bilancio della Banca e nei suoi capitoli principali. L'indirizzo generale delle operazioni della Banca e i risultati dell'esercizio trovansi esposti diffusamente nel capitolo VIII. Tenuto conto accuratamente di eventuali sopravvenienze, il Consiglio propone all'Assemblea Generale di decidere la ripartizione di un dividendo annuale del 6% e le assegnazioni statutarie alle riserve.

Sette anni sono passati dall'inizio, nel 1929, della grande crisi in cui ancor giacciono vaste regioni del mondo. Sarebbe lecito attendersi che in tanto volgere di tempo i fattori della depressione si fossero esauriti e che la prosperità fosse ritornata dappertutto. Senonchè la depressione di questi sette anni magri non è puramente una crisi del tipo prebellico. Lo sfondo ne è differente: la crisi è sopravvenuta allorchè la situazione economica e finanziaria ancora risentiva i perturbamenti cagionati dalla guerra mondiale e si è sviluppata assumendo un aspetto più imponente di qualsiasi depressione prebellica, quello manifestatosi nella disoccupazione, che nel mondo intero ha raggiunto la cifra d'oltre 30 milioni. Nell'andamento degli eventi è possibile scorgere quattro ordini principali di perturbazioni:

In primo luogo, si manifestò la consueta congiuntura economica sfavorevole, caratterizzata, come sempre, dalla diminuzione delle vendite, l'accumulazione delle scorte e la contrazione della produzione, specialmente nelle categorie che, come le industrie pesanti, producono beni strumentali fornendo l'attrezzatura alle altre industrie, all'agricoltura, al commercio e ai trasporti.

In secondo luogo, si produsse una caduta generale dei prezzi dei prodotti di primaria importanza — derrate alimentari e materie prime. Ne risultò uno spostamento particolarmente forte della bilancia dei pagamenti di parecchi paesi d'oltremare

e in breve tempo l'arresto della corrente di capitali diretta verso tali paesi in forma di prestiti o di nuovi investimenti.

In terzo luogo, sullo scorcio della primavera e nell'estate del 1931, s'ebbe la crisi bancaria in Austria e in Germania. Ai ritiri in massa di fondi seguirono tentativi organici di fermare la marea, dapprima coll'accordare crediti di salvataggio; poi, rimasti infruttuosi tali tentativi, coll'istituire moratorie, provvedimenti speciali per i trasferimenti e restrizioni ai cambi, col risultato che non soltanto i crediti esteri rimasti nei paesi colpiti divennero inesigibili, ma lo stesso commercio ordinario fu imbrigliato mediante nuove formidabili catene.

In quarto luogo, nell'autunno dell'anno stesso, s'ebbero i deprezzamenti della sterlina e d'una serie d'altre monete, donde nuovi elementi d'incertezza nella situazione economica e finanziaria ed una forte azione deprimente sui prezzi in oro delle merci sui mercati mondiali. Ebbe inizio così un periodo di agitazioni monetarie, che due anni dopo coinvolsero lo stesso dollaro americano.

È giunto il momento di fare l'inventario della situazione e di esaminare quali progressi si siano fatti sulla via del risanamento.

Non mancano segni che la congiuntura economica sfavorevole — l'elemento della depressione, che meglio d'ogni altro concorda coll'esperienza prebellica — in vasti settori è al termine del ramo discendente del ciclo. Gli articoli d'uso corrente si consumano, gli utensili e le macchine vanno sostituiti e gl'immobili riparati. Col prolungarsi della depressione, mentre la popolazione aumenta, i bisogni non soddisfatti s'accumulano e presto o tardi creano una domanda reale. Inoltre, in tempi difficili i cattivi affari subiscono un processo costante di liquidazione, i metodi non economici vengono abbandonati e le singole aziende fanno sforzi innumeri per impiantare la loro gestione su basi remunerative. L'azione concomitante di tutti questi sforzi separati tende a ristabilire quell'equilibrio tra costi e prezzi che è premessa insopprimibile del risanamento. È tipico sintomo della ripresa dell'attività economica il miglioramento verificatosi nelle industrie produttrici d'utensili e macchine, le quali, dopo la stasi degli scorsi anni, si sono trovate improvvisamente di fronte alla difficoltà di coprire il fabbisogno d'operai qualificati.

Nell'esaminare le cause del miglioramento verificatosi, conviene concedere la dovuta importanza all'azione incessante delle forze restauratrici, che il sistema economico possiede in sé stesso. È interessante notare che, pur persistendo il ristagno nell'industria edilizia, l'attività industriale riprese, durante il secondo semestre del 1935 ed i primi mesi del 1936, in Francia, cioè nel più importante fra i paesi del blocco dell'oro, indizio che le tendenze alla ripresa apparse recentemente hanno in sé forza sufficiente per correggere gli squilibri rimasti, in seguito alle vicende monetarie degli ultimi cinque anni, tra i livelli dei costi e dei prezzi nei differenti paesi.

La brusca caduta dei prezzi dei prodotti di primaria importanza iniziata nel 1929, coinvolse tanto i prodotti alimentari, quanto le materie prime e

in pochi anni suscitò un'autentica rivoluzione nell'intero equilibrio dei prezzi. Dal 1929 al 1933 i prezzi delle derrate alimentari importanti precipitarono di 60% e nel contempo i prezzi delle materie prime essenziali caddero di circa 50%. Il prezzo del grano espresso in oro raggiunse il più basso livello che si rammenti per gli ultimi 400 anni. La caduta si verificò dopo che, in un periodo di sei o sette anni, l'indice dei prezzi all'ingrosso nella quasi totalità dei paesi più importanti si era mantenuto relativamente stabile a circa 40% al disopra del livello del 1913, contribuendo così a rafforzare la credenza che tale aumento dei prezzi rispetto all'anteguerra dovesse rimanere come caratteristica permanente dell'economia postbellica.

Spesso il ribasso dei prezzi risultò da un progresso tecnico che permise di ridurre i costi di produzione, ma anche altri fattori entrarono in giuoco. Nel caso del grano, per esempio, gli interventi governativi in un primo tempo stabilizzarono gli alti prezzi, col risultato d'accumulare enormi scorte che finirono per gravare sul mercato. La produzione di parecchie merci di primaria importanza, ed in particolare delle derrate alimentari, fu mantenuta allo stesso livello durante la depressione, ma i prezzi ribassarono fortemente. Esattamente il contrario accadde per parecchi manufatti: i prezzi si sostennero per l'azione d'organizzazioni monopolistiche o, in generale, per inelasticità, ma le vendite diminuirono e presto occorre adeguare la produzione all'esito. Si crearono così forti disparità nei prezzi, donde non soltanto risultarono accresciute le difficoltà dei paesi produttori di materie prime, ma benanche rotto l'equilibrio tra i prezzi internazionali in genere. I segni premonitori della reazione apparvero nell'autunno del 1932 e, malgrado interruzioni e difficoltà, il movimento al rialzo si è da allora in poi affermato; nel 1935 si assiste ad un deciso miglioramento dei prezzi dei prodotti di primaria importanza e non solo dei prezzi in monete svalutate, ma anche, fino a un certo punto, dei prezzi in oro. Sia per iniziative governative, sia per accordi tra produttori, sono entrati in vigore piani di restrizione della produzione che contemplano prodotti come il rame, la juta, il piombo, il nitrato, la gomma, la seta, lo zucchero, il tè, lo stagno, la latta e il grano. Per taluni prodotti agricoli, particolarmente il grano, una contrazione della produzione s'ebbe per effetto della grande siccità del 1935. È interessante il caso della lana: non fu mai tentata alcuna restrizione artificiosa, nè s'accumularono scorte, perchè la produzione corrente veniva regolarmente sul mercato; dapprima i prezzi precipitarono, ma ciò stimolò il consumo e presto l'accresciuta domanda portò al rialzo i prezzi. Nell'insieme non va esagerata l'influenza dei vari piani di restrizione. Non è facile concretare piani tanto vasti quanto occorre per dirigere la produzione mondiale d'una merce e se un piano contempla soltanto una parte della produzione attuale o potenziale, rimane aperta la possibilità d'aumentare la produzione nei paesi che non vi aderiscono. Un'analisi accurata dei movimenti dei prezzi nel 1935 rivelerebbe che, ad eccezione di pochi prodotti, come il tè e lo stagno, l'accresciuta domanda da parte dei consumatori e la ripresa dell'attività industriale hanno avuto assai maggiore

efficacia nel ridurre le scorte e aumentare i prezzi che qualsiasi restrizione artificiosa dell'offerta. Anche le spese statali per armamenti ed accantonamenti di scorte per il caso di guerra hanno influito sul movimento di taluni prezzi. Tuttavia a tali nuove spese non corrispose un equivalente aumento netto della domanda mondiale complessiva; nel caso della Germania, per esempio, l'aumento degli acquisti di materie prime per l'armamento fu più che compensato dalla riduzione dell'importazione d'altre merci. La causa principale del rialzo dei prezzi durante lo scorso anno va ricercata piuttosto nella maggior richiesta di merci sui mercati della Gran Bretagna, degli Stati Uniti e di alcuni altri paesi, ed a tal riguardo va tenuto conto dell'aumento di domanda dovuto all'accresciuta produzione dell'oro.

L'aumento della domanda di materie prime a prezzi più remunerativi è rivelato dalle crescenti importazioni in provenienza dai paesi sudamericani, dagli Stabilimenti dello Stretto, dalla Nuova Zelanda e dall'Australia. Vero è che dal punto di vista dei paesi importatori il rialzo dei prezzi significa maggior quantità di divise da provvedere per acquisti di materie prime; ma questo aggravio di spesa dovrebbe esser presto compensato dal miglioramento generale degli affari nel mondo intero. Il ravvivarsi del commercio transoceanico ha già contribuito al risveglio della marina mercantile. Parecchi paesi produttori di materie di primaria importanza, benchè favoriti dal miglioramento dei prezzi, si trovano tuttora alle prese con una serie di problemi, tra cui talune difficoltà in materia di debiti. Si sono verificati casi di conversione di prestiti antichi a tassi d'interesse più bassi, ma non riprende il movimento di nuovi prestiti esteri a paesi produttori di materie di primaria importanza, nè di investimenti di nuovo capitale estero sotto alcuna forma nei paesi stessi. La cifra delle emissioni per conto dell'Impero e d'altri paesi sul mercato di Londra nel 1935 fu ancor più bassa che in qualsiasi anno precedente, tranne gli anni di guerra.

La crisi di liquidità che si abbattè sull'Europa nel 1931 ha lasciato uno strascico di restrizioni nei cambi, le quali in progresso di tempo si sono in tessute in una rete di sempre crescenti controlli e proibizioni. In uno solo tra i paesi più gravemente colpiti, l'Austria, è stato possibile di abolire la maggior parte delle restrizioni imposte durante la crisi e di restaurare il mercato libero dei cambi. In Ungheria e Romania qualche semplificazione si è apportata nel corso del 1935 al complicato sistema che era venuto elaborandosi gradualmente. Inoltre, nell'America del Sud, l'Equatore ha completamente abolito nell'autunno del 1935 ogni controllo sui cambi e in diversi altri paesi durante lo stesso anno si è trovato possibile di applicare i regolamenti sui cambi con una certa maggiore larghezza. Di fronte a ciò vanno rammentati: l'imposizione di nuove restrizioni a Danzica, in Italia, in Lituania e, recentemente, in Polonia; l'irrigidimento del controllo già esistente su parecchi altri mercati e il moltiplicarsi continuo degli accordi di compensazione, che, per esempio in Germania, sono passati da 25 nel 1934 a 32 alla fine del 1935. Nell'insieme si registrano scarsi miglioramenti; in un gran numero di paesi i trasferimenti di fondi da un mercato

all'altro, sia per conto del commercio o della finanza, continuano ad essere soggetti a complicati regolamenti.

Se peraltro le restrizioni restano in vigore, l'indebitamento che le rese necessarie è migliorato sotto parecchi aspetti. Le statistiche compilate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali e più oltre riportate, mostrano che, dal 1930 al 1935, il volume totale dell'indebitamento internazionale a breve termine dei paesi europei e degli Stati Uniti si è contratto da 70 a 30 miliardi di franchi svizzeri. Allo scoppio della crisi nel 1931, le scorte accumulate dalle banche centrali ed altri istituti di credito furono utilizzate per far fronte ai ritiri; quando furono esaurite, si ricorse a nuovi metodi di carattere vario da paese a paese. La Germania negoziò coi suoi creditori accordi in base ai quali i crediti a breve termine furono liquidati mediante vendita dei cosiddetti marchi registrati per scopi turistici ed altri. In taluni casi singoli debitori e creditori conclusero accordi diretti, in base ai quali i creditori, di regola, consentirono ad una decurtazione più o meno forte dei debiti, contro rimborso in contanti del rimanente.

Anche l'indebitamento internazionale a lungo termine ha subito una riduzione, principalmente dovuta al rimpatrio d'obbligazioni operato dai privati. Mancano statistiche adeguate a questo proposito, ma da inchieste fatte appare che i riacquisti di obbligazioni sono avvenuti su scala assai vasta. Per quanto riguarda i paesi europei, l'indebitamento verso l'estero trovasi ora molto al disotto dell'alto livello raggiunto pochi anni fa. Tuttavia, allorquando le riserve sono magre ed incerta è la situazione del commercio d'esportazione, un indebitamento anche relativamente modesto può esser causa di serie difficoltà e rendere necessario il mantenimento delle restrizioni. Il mondo si aggira in un circolo vizioso: i controlli ostacolano il commercio e la contrazione di quest'ultimo aumenta le difficoltà di quella stessa posizione dei cambi che è oggetto del controllo.

Ci si può domandare se questo cerchio non possa venir spezzato. L'aver ridotto il volume totale dell'indebitamento a proporzioni convenienti è premessa favorevole alle proposte di consolidamento dei debiti e riduzione degli oneri. Con tante indicazioni che le condizioni generali degli affari sono in via di miglioramento, dovrebbero sicuramente potersi concludere al più presto possibile accordi allo scopo di risolvere i problemi di debiti che rimangono aperti, onde specialmente affrettare la soppressione di quei vincoli che maggiormente impediscono l'estensione del miglioramento a un crescente numero di paesi.

La storia delle alterazioni monetarie durante la depressione può rapidamente riassumersi come segue: prima della crisi dell'estate e dell'autunno del 1931, le valute di quattro paesi produttori di materie prime avevano abbandonato il regime aureo; nel periodo che s'inizia col deprezzamento della sterlina nel settembre del 1931 e termina colla discesa del dollaro al disotto della pari, nell'aprile del 1933, trentacinque paesi abbandonarono il regime aureo; e dal 1933 in poi il dollaro ed alcune altre monete sono cadute, comprese le tre monete a regime argenteo della Cina, del



Manciukuo e di Hong-Kong. Tante alterazioni nei rapporti tra monete non potevano mancare di esercitare una influenza diretta sfavorevole sul commercio mondiale. Ma v'è stata inoltre anche un' influenza indiretta che, per vari motivi, fu anche più perniziosa: di fronte alle brusche variazioni dei cambi, che raggiungevano 20% o più, i Governi si trovarono costretti a prendere misure per la protezione della vita economica del loro paese; furono istituite nuove tasse, quelle esistenti furono aggravate e parecchi Governi ricorsero a contingentamenti e simili limitazioni che rappresentano ben maggiori ostacoli al commercio e alle relazioni economiche in generale che non le altre misure di protezione.

Le alterazioni del valore delle monete verificatesi nell' ultimo quinquennio vanno da zero, nei pochi paesi rimasti fedeli al regime aureo, fino a un deprezzamento del 70% nel caso del Cile. L'impressione del disordine monetario é, peraltro, in certa misura esagerata da queste cifre, inquantochè non bisogna dimenticare che, generalmente, le banche centrali o i Governi adottarono provvedimenti intesi a ridurre le oscillazioni dei cambi coll'estero o a stabilire un nuovo rapporto rispetto all'oro. Il dollaro degli Stati Uniti, la corona cecoslovacca, il belga e il fiorino di Danzica sono stati direttamente ricollegati all'oro e, sebbene i Governi degli Stati Uniti e del Belgio fossero autorizzati a modificare entro certi limiti prescritti il contenuto in oro della loro rispettiva unità monetaria, essi non si avvalsero di tale diritto. In parecchi altri paesi i cambi sono stati mantenuti stabili rispetto a una determinata divisa aurea. Ad esempio, la dracma, dall'epoca della sua caduta nel 1932 in poi, è rimasta costantemente collegata al franco francese ad un livello più basso; lo scellino austriaco e il dinaro sono stati parimente mantenuti stabili dal 1933 in poi rispetto al franco e la Banca di Stato dell' U. R. S. S. è stata incaricata nel febbraio 1936 di mantenere in tutte le sue operazioni di cambio un rapporto fisso tra il rublo e il franco francese.

Nei paesi ove i cambi sono regolamentati, le quotazioni dei cambi praticate per cessioni di divise estere variano spesso in dipendenza dalla natura dell'operazione in relazione alla quale le divise venivano chieste. Senonchè la tendenza recente è nel senso di rendere più uniformi le varie quotazioni di una stessa valuta, il che rappresenta un ulteriore passo verso la stabilizzazione di fatto. L'esecuzione degli accordi di compensazione ha inoltre portato come risultato di standardizzare le quotazioni di cambi prese per base nei contratti commerciali.

Un certo numero di valute sono state collegate alla sterlina; si comprendono qui, oltre i paesi dell'Impero britannico, i paesi scandinavi, la Finlandia, l'Estonia, il Portogallo, il Giappone e vari paesi sudamericani. Il controllo dei cambi stabilito in Inghilterra nel 1932 mediante il Fondo di Perequazione dei Cambi, si è rivelato di primaria importanza per tali paesi. Lo scopo dell'istituzione del detto Fondo fu quello di livellare le fluttuazioni indebite dei cambi e contrastare le influenze stagionali ed altre temporanee. Ciò non di meno, l'oscillazione annua nel valore di cambio della sterlina fu dell'ordine di grandezza di 13% 1934. A partire dalla primavera del

1935, il Fondo di Perequazione dei Cambi esercitò un controllo più severo e riuscì ad annullare effettivamente la caduta stagionale che si verifica in autunno. Anzi, dalla metà del 1935 in poi, le più ampie oscillazioni nel prezzo dell'oro a Londra non hanno superato 2%, ciò che significa che, entro margini strettissimi, la sterlina è rimasta stabile rispetto all'oro.

Fintantochè le quotazioni della sterlina oscillarono fortemente, fu facile indicare quali valute rientrassero nel gruppo della sterlina e quali fossero collegate all'oro o al franco francese; ma una volta raggiunta una relativa stabilità della sterlina rispetto all'oro, è divenuto più difficile stabilire una distinzione fra differenti gruppi. Dacchè il dollaro cinese ha abbandonato il regime argenteo, i suoi cambi sono stati mantenuti approssimativamente stabili, oppure non può dirsi che la valuta cinese sia collegata, nè alla sterlina, né al dollaro americano. La classificazione delle valute in gruppi distinti ha perduto in parte il suo primitivo significato e ciò perchè un maggior numero di paesi hanno raggiunto la stabilità di fatto della loro moneta.

Non può dirsi che si verifichi un progresso corrispondente nel ritorno della fiducia nel campo monetario internazionale. Ognuna delle principali monete è stata oggetto di discussione a tale o a tal altro momento nel corso dell'anno, con manifestazioni di timori di svalutazione. In tali circostanze, non reca sorpresa che il pubblico abbia trasferito i suoi averi da un paese all'altro; a trasferimenti di tal genere, ben più che a speculazioni mediante fondi presi a prestito, vanno ascritti i movimenti dell'oro e dei capitali nell'anno qui considerato. È certamente un risultato acquisito l'aver realizzata la stabilità dei cambi mediante controllo da parte delle banche centrali e dei Fondi di cambi; ma occorre fare di più. L'organizzazione monetaria del mondo abbisogna d'essere rafforzata a tal punto da imporsi alla fiducia del pubblico. Le autorità politiche e monetarie dovrebbero mostrare la risolutezza necessaria e disporre di risorse adeguate a tradurre in atto la politica prescelta in condizioni tali da non venirne distolte da fenomeni di nervosismo monetario per quanto importanti o persistenti. La meta dovrebbe essere un sistema stabile, rispondente ai requisiti essenziali dell'equilibrio finanziario ed economico; i costi e i prezzi nei singoli paesi dovrebbero venir adattati alle esigenze di un livello comune e dovrebbe potersi raggiungere un equilibrio nel quale le azioni e reazioni tendenti a sopravvalutare o sottovalutare la moneta fossero ridotte al minimo.

Il settennio ora trascorso è stato uno dei periodi di maggiori perturbamenti che l'economia mondiale abbia mai attraversato in tempi di pace. Dal 1929, allorché le quotazioni di borsa precipitarono ed i prezzi dei prodotti di primaria importanza cominciarono a ribassare, fino al 1933, anno della caduta del dollaro, le maggiori perturbazioni si abbatterono sul mondo una dopo l'altra. Le cifre della disoccupazione ancora alte e i movimenti dell'oro eccezionalmente vasti sono sintomi delle difficoltà e incertezze che predominano. È tuttavia evidente che sotto parecchi aspetti vi è stato miglioramento rispetto ai momenti peggiori della depressione. Il ciclo normale della congiuntura trovasi ora nel

suo ramo ascendente. I prodotti di primaria importanza sono tornati ad essere oggetto di crescente domanda e si vendono a prezzi più remunerativi. L'indebitamento internazionale è stato ridotto in misura importante ed una notevole stabilità di fatto si è mantenuta per un anno intero nei rapporti fra le principali monete, ma le restrizioni monetarie prevalgono ancora in molti paesi, ostacolando la finanza e il commercio e nelle relazioni d'affari internazionali è ancora diffusa la mancanza di fiducia nelle monete. La produzione industriale è cresciuta in parecchi paesi, ma il commercio internazionale non è migliorato in corrispondenza. Dove si riscontra un aumento del commercio estero si constata trattarsi di materie prime, mentre i manufatti trovano difficoltà a scavalcare le barriere che circondano i mercati nazionali. Ancora una volta il mondo dovrà convincersi che il commercio prospera soprattutto quando è liberato dalle catene. Negli ultimi anni si è fatto qualche progresso verso la rimozione degli ostacoli al commercio mercè la conclusione di accordi bilaterali, i cui vantaggi vengono estesi dal giuoco della clausola della nazione più favorita. Tali sforzi tendono all'espansione del commercio in antitesi alla politica estremista di restrizioni che così profondamente ha caratterizzato la politica degli Stati dall'inizio della depressione nel 1929 in poi. Nel campo monetario, la grande produzione corrente dell'oro offre una base sempre più larga ad una politica monetaria liberale. E' indubbia l'esistenza in ogni paese d'una tendenza ad avviarsi verso il buon mercato e l'abbondanza dei crediti e le deroghe da questa politica verificatesi quà e là nel corso del 1935, hanno avuto soltanto il carattere di reazioni temporanee contro un esodo anormale di capitali.

Le tensioni politiche, se non hanno impedito la ripresa, hanno grandemente influito sull'indirizzo che questa ha preso. I timori di guerra rafforzano naturalmente le tendenze nazionalistiche e favoriscono le tendenze autarchiche. L'espansione del credito e le altre misure avviate per superare la depressione sono rimaste generalmente confinate nell'ambito nazionale. Nella sfera internazionale, la loro influenza si è fatta sentire più che altro attraverso la maggiore stabilità di fatto dei cambi ed i più larghi acquisti di materie prime da parte dei paesi la cui produzione nazionale è aumentata.

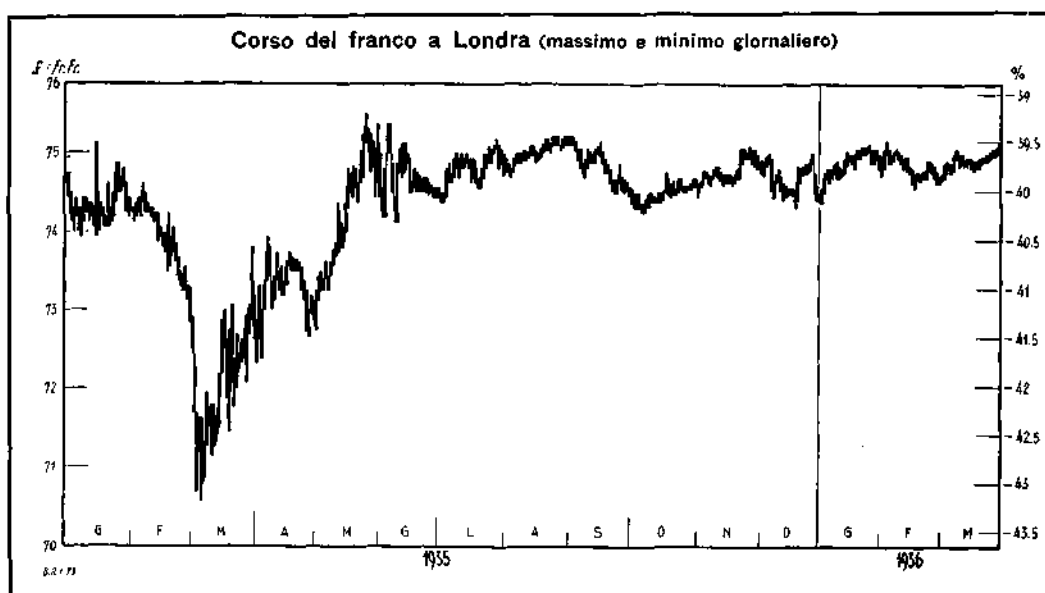
Di fronte ai problemi imposti dalla depressione le banche centrali si sono sforzate di perfezionare i loro metodi all'interno e nei rapporti internazionali. Sotto più forme le autorità monetarie di diversi paesi hanno scambiata assistenza tra loro allo scopo di contenere le oscillazioni dei cambi entro limiti ristretti. Nuovi ed efficaci metodi sono stati immaginati per impedire ai capitali di servire a speculazioni sulle divise; se nello scorso anno queste speculazioni hanno avuto minore importanza nel movimento internazionale di fondi, ciò si deve almeno in parte all'iniziativa delle banche centrali. Oltre a risolvere i problemi che rientrano nella loro propria competenza, le banche centrali sono chiamate a dar pareri ai rispettivi Governi e mercati nazionali in merito a gran numero di questioni, molte delle quali implicano riflessi internazionali ed in queste occasioni il contatto fra le banche centrali rivela la

sua utilità. Nel corso dell'anno la Banca dei Regolamenti Internazionali ha continuato ad esercitare la sua funzione di centro di consultazione ed è lieta di constatare che alle riunioni periodiche in Basilea, non soltanto il contatto è stato mantenuto, ma anche sono stati formulati suggerimenti i quali hanno ricevuto in seguito pratica attuazione.

## II. CAMBI, PREZZI E COMMERCIO INTERNAZIONALE.

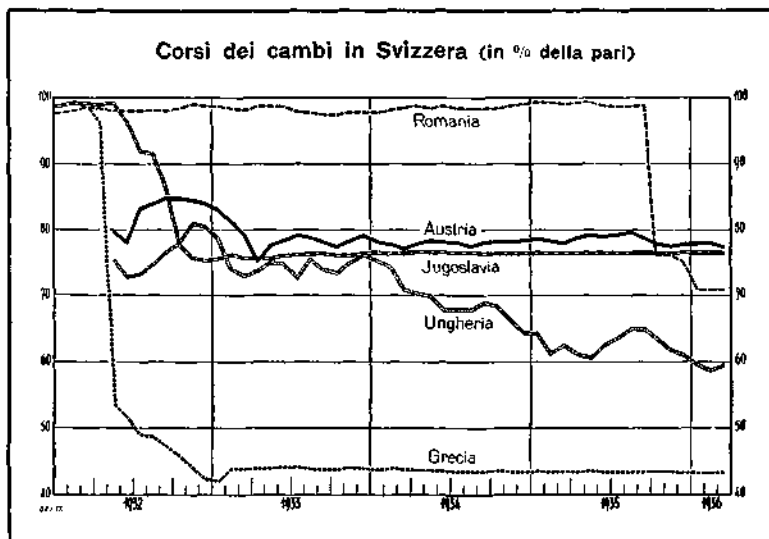
Gli avvenimenti del 1935 non autorizzarono nei primi mesi pronostici ottimistici sul mantenimento della stabilità monetaria. Contrariamente all'abituale tendenza della stagione, la sterlina accusò una grande debolezza in febbraio e marzo; il prezzo dell'oro a Londra salì il 6 marzo a 149 scellini 4 denari, cioè al più alto livello che si ricordi, mentre negli stessi mesi dell'anno precedente non aveva oltrepassato 140 scellini. Il 1° aprile il belga fu svalutato di 28% e il 2 maggio il fiorino di Danzica di 42%. Durante la primavera, forti rimesse di fondi furono fatte dai mercati francese, olandese e svizzero e le quotazioni per contanti del franco francese, del fiorino olandese e del franco svizzero raggiunsero i punti d'uscita dell'oro; anche i cambi a termine si tesero considerevolmente e il deporto sul franco francese a tre mesi a Londra fu per un momento, in maggio, ad un livello corrispondente al tasso d'interesse di 40% all'anno. Le valute auree furono difese cionondimeno coi mezzi classici dell'esportazione dell'oro e dell'aumento del saggio di sconto in misura tale da dimostrare l'intendimento della banca centrale di difendere la propria moneta.

L'esodo di fondi dai mercati continentali giovò a sostenere la sterlina e permise alle autorità monetarie britanniche di meglio dominare la situazione dei cambi. Allorquando, nell'autunno, occorre eseguire importanti pagamenti all'estero, il Fondo di Perequazione dei Cambi utilizzò una parte importante delle sue scorte d'oro per



fornire al mercato le divise occorrenti, impedendo in tal modo una discesa eccessiva del valore della sterlina. Nel periodo di dodici mesi terminato il 31 marzo 1936, lo scarto fra la più alta e la più bassa quotazione per il cambio del franco francese in sterline fu soltanto  $1\frac{1}{2}\%$ , contro uno scarto di circa  $7\%$  nei dodici mesi precedenti. Il grafico alla pagina precedente mostra lo scarto giornaliero dei cambi del franco francese a Londra dal gennaio 1935 al marzo 1936.

Quanto i cambi siano rimasti stabili a partire dalla primavera del 1935, può giudicarsi dal fatto che solo in un ristretto numero di paesi le monete hanno subito cambiamenti apprezzabili da quell'epoca in poi. Si notano dapprima i tre paesi dell'Estremo Oriente a regime argenteo: Cina, Manciukuo e Hong-Kong, i quali, abbandonato tale regime, si attennero al sistema dei cambi governati; le quotazioni fine 1935 accusano un deprezzamento di circa  $30\%$  in termini d'oro, rispetto al livello massimo raggiunto per effetto dell'aumento del prezzo dell'argento. Il rial dell'Iran subì anche esso le ripercussioni dei movimenti del prezzo dell'argento, salendo parallelamente con questo; ma nell'estate del 1935 fu svalutato fino a  $20\%$  al disotto del livello a cui si trovava al principio dell'anno. In Europa, il nuovo sistema degli aggi pagati dalla Banca Nazionale di Romania all'acquisto di talune valute, risultò in un deprezzamento del leu di circa  $35\%$  sui mercati liberi. Nuove disposizioni furono introdotte in Ungheria circa i premi dovuti dagli importatori e agli esportatori e ad esse sembra da ascrivere un'influenza sulla quotazione del pengö sui mercati esteri. Sono rappresentate nel grafico qui accanto le variazioni delle medie mensili dei cambi qu-



tati a Zurigo per lo scellino austriaco, il pengö, il dinaro, il leu e la dracma, espressi in percentuali della parità che avevano nel 1931.

Il valore in oro della lira italiana si è abbassato del  $6\%$  nel corso dell'anno. Nella U.R.S.S. un decreto del 16 dicembre del 1935 ha posto termine alla vendita contro divise estere di arti-

coli nei magazzini del Torgsin, e per tutte le operazioni relative a viaggi di stranieri in Russia è stato fissato il cambio di 1 rublo contro 3 franchi francesi (in luogo del precedente cambio legale di 1 rublo contro 13,13 franchi). Un ulteriore decreto del 29 febbraio 1936 estende l'uso di questa nuova parità a tutti gli affari conclusi

coll'estero; la Banca di Stato è stata autorizzata a rivalutare le sue riserve d'oro e di divise alla nuova parità e incaricata di mantenere quest'ultima in tutte le operazioni di cambio.

I cambi di parecchi paesi sudamericani subirono nel 1935 fluttuazioni, di cui le più importanti furono i nuovi deprezzamenti delle monete boliviana e paraguaiana per effetto della guerra del Chaco. Anche il milreis libero del Brasile e il peso colombiano calarono di valore, ma il primo non più di 16% e il secondo non più di 10%. D'altra parte migliorarono le quotazioni sul mercato libero del peso argentino (9%) e del sol peruviano (circa 3%).

Negli altri paesi, le oscillazioni delle monete sono state prive d'importanza, ciò che significa che in una serie di paesi che nell'insieme contribuisce per più di 85% al commercio mondiale, si è avuta in pratica la stabilità di fatto dei cambi per un intero anno.

L'aver ristabilito fino a tal punto l'ordine nella situazione monetaria si è reso possibile unicamente mercè risoluti sforzi ed è motivo di soddisfazione il rammentare che il criterio della collaborazione internazionale ha avuto una parte sempre maggiore nella politica delle autorità monetarie dei vari paesi. Si è avvisato ai mezzi per combattere la speculazione sulle monete e le banche centrali sono riuscite a prestarsi aiuto scambievole nelle loro operazioni correnti sui mercati dei cambi. Può riuscire interessante di citare la testimonianza di due banche centrali, quale risulta dalle rispettive relazioni annuali: la Banca di Francia scrive che nel corso del 1935 apparve indispensabile di mantenere un più stretto contatto coi centri esteri; la Banca stessa esprime la sua gratitudine alla Banca dei Regolamenti Internazionali e alle banche di emissione dei principali mercati per l'efficace assistenza prestata nella difesa del franco. La Banca Nazionale Svizzera apprezza la collaborazione nei termini seguenti: "Più d'una volta nel corso dell'anno si è riscontrato che le banche di emissione compivano sforzi per limitare le oscillazioni nelle quotazioni mediante interventi sui mercati di cambio. In tal modo esse non soltanto hanno difeso la propria moneta, ma spesso anche aiutato altri paesi a difendere la loro rispettiva".

Nei riguardi delle operazioni e del movimento delle disponibilità del Fondo Britannico di Perequazione dei Cambi, il segreto continua ad essere mantenuto, benchè sia ormai conosciuto il carattere generale del controllo che esso esercita e la sua importanza dia luogo a sempre maggiori discussioni nella stampa. Il Fondo fu costituito nella primavera del 1932 allo scopo di livellare le oscillazioni indebite dei cambi sulla sterlina e ricevette una dotazione del valore di 375 milioni di sterline, per la maggior parte in buoni del Tesoro, dalla vendita dei quali dovevano ricavarsi le somme occorrenti per le operazioni del Fondo. Quando si verifica un afflusso di fondi esteri sul mercato inglese e il Fondo ritiene opportuno d'intervenire, esso vende buoni del Tesoro e col ricavo compera, per esempio, franchi francesi, che converte in oro. L'oro può anche essere comprato o venduto direttamente sul mercato di Londra contro

sterline, quando il Fondo desidera esercitare una determinata influenza sul suo prezzo. Va notato che la doppia operazione che consiste nel vendere buoni del Tesoro per comprare cambi o oro, influisce non soltanto sulla posizione dei cambi, ma anche sul volume del credito sul mercato interno. Infatti la vendita dei buoni del Tesoro da parte del Fondo agisce in realtà come una operazione sul mercato libero ("open market operation") che impedisce all'oro affluente a Londra di gonfiare i saldi creditori degli istituti di credito presso la Banca d'Inghilterra. Reciprocamente, quando il Fondo vende oro o franchi francesi per sostenere i cambi in sterline, ricava disponibilità in sterline che utilizza in riacquisto di buoni del Tesoro e pertanto agisce in senso opposto, impedendo, nonostante l'esodo di capitali, che le riserve del mercato in contanti si assottiglino. In tal modo, si impedisce che i movimenti di capitali nei due sensi tra Londra e i mercati esteri influiscano sul volume del credito all'interno. Inoltre, l'aumento delle riserve auree del Fondo di Perequazione dei Cambi non provoca un aumento dei saldi creditori delle banche alla banca centrale. Per aumentare questi ultimi, ovvero la circolazione di biglietti, la Banca d'Inghilterra può prendere a suo conto una parte dell'oro senza vendere titoli in contropartita ovvero acquistare titoli di sua propria iniziativa.

Riesce interessante l'analisi, in base alle situazioni pubblicate dalla Banca d'Inghilterra, dei cambiamenti verificatisi a partire dall'epoca del deprezzamento della sterlina nel 1931. Nel 1932, iniziata la politica del credito a buon mercato e abbondante, la Banca d'Inghilterra accrebbe il suo portafoglio di 31 milioni di sterline, il che fu causa principale dell'aumento dei saldi creditori degli istituti di credito nella misura di 38 milioni di sterline tra il gennaio 1932 e il gennaio 1933, rimanendo praticamente immutata la circolazione di biglietti. Nel triennio dal gennaio 1933 al gennaio 1936, i saldi creditori degli istituti di credito rimasero quasi immutati, tranne la variazione regolare di carattere stagionale, mentre la circolazione s'accrebbe di 44 milioni di sterline. Tale aumento del passivo della Banca fu più che controbilanciato dall'aumento di circa 79 milioni nelle scorte auree, mentre il portafoglio del dipartimento bancario si riduceva di 15 milioni di sterline e l'emissione fiduciaria colla relativa copertura di titoli nel dipartimento d'emissione si riduceva anch'essa di 15 milioni di sterline. Nella tabella seguente sono indicate le cifre più importanti:

| Banca d'Inghilterra<br>Cifre medie riferibili al mercoledì | Circolazione fiduciaria coperta da portafoglio nel Dipart. della emissione | Portafoglio totale nel Dipartimento bancario | Riserve auree | Biglietti in circolazione | Saldi creditori delle banche |
|--|--|--|---------------|---------------------------|------------------------------|
| in milioni di sterline                                     |  |  |               |                           |                              |
| Gennaio 1932   | 275  | 107  | 121           | 353                       | 76                           |
| Gennaio 1933   | 275  | 138  | 121           | 357                       | 114                          |
| Gennaio 1936   | 260  | 123  | 200           | 401                       | 115                          |



Il Decreto americano sulla Riserva Aurea, approvato dal Presidente degli Stati Uniti il 31 gennaio 1934, autorizzò il Segretario del Tesoro, per un periodo di due anni, che il Presidente aveva facoltà di prolungare d'un anno, a effettuare operazioni in oro e divise e in qualsiasi altra categoria di titoli e valori di portafoglio, allo scopo di stabilizzare il cambio del dollaro. Contemporaneamente fu istituito un Fondo di Stabilizzazione dei Cambi di 2 miliardi di dollari, mediante prelevamento sugli utili contabili devoluti al Governo a seguito della rivalutazione delle riserve auree sulla base del dollaro svalutato di 40,94%. Nelle situazioni giornaliere del Dipartimento del Tesoro, 1800 milioni di dollari figurano al passivo contro scorte d'oro sotto la voce "Fondo di Stabilizzazione dei Cambi". Il saldo di 200 milioni di dollari rientra nel conto generale (General Fund) del Dipartimento del Tesoro, dimodochè le operazioni effettuate prelevando su questo saldo non possono venire identificate; i dollari possono quindi essere collocati in una forma che li mantenga prontamente disponibili per operazioni monetarie sui mercati dell'oro e dei cambi. Siccome d'altra parte il dollaro degli Stati Uniti fu ricollegato all'oro allo stesso momento in cui veniva istituito il Fondo, questo ultimo non si è trovato nella necessità di intervenire regolarmente per opporsi alle oscillazioni del valore in oro del dollaro. Solo occasionalmente, in momenti di forte tensione sui mercati dei cambi, intervenne il Fondo e sempre per fornire dollari ai mercati esteri contro oro o divise estere.

L'11 febbraio 1935 il Segretario del Tesoro rivelò che il Fondo si era adoperato sui mercati esteri dei cambi fino dal 14 del mese precedente. Era stato quello un periodo di eccezionale fermezza per il dollaro, che aveva fruttato agli Stati Uniti non meno di 149 milioni di dollari in gennaio e 123 milioni in febbraio. Benchè nulla sia trapelato riguardo all'oro o alle divise possedute dal Fondo, si può osservare che tutto l'oro spedito agli Stati Uniti figura effettivamente nelle situazioni ufficiali delle scorte auree complessive.

L'oro spedito agli Stati Uniti viene acquistato per conto del Tesoro e pagato mediante assegni sulle Banche di Riserva. In questo modo si accrescono i saldi di riserva delle banche affiliate al Sistema di Riserva Federale. Non rientra nel compito assegnato al Fondo di Stabilizzazione dei Cambi di effettuare acquisti o vendite di titoli sul mercato libero (open market operations) per modificare la situazione interna di credito del mercato; il volume dei titoli di proprietà delle Banche di Riserva Federale non ha subito modificazioni da quando, al principio del 1934, il dollaro fu svalutato. La tabella alla pagina seguente mostra che tra il febbraio 1934 e il gennaio 1936 le scorte d'oro sono aumentate di 3020 milioni di dollari, mentre i saldi di riserva delle banche affiliate subivano un aumento analogo e l'aumento del denaro in circolazione corrispondeva all'incirca all'ammontare dell'emissione di certificati in argento.

Un proclama del Presidente in data 10 gennaio 1936 ha prolungato per un anno l'esistenza del Fondo di Stabilizzazione dei Cambi e i poteri del Segretario del Tesoro che vi si riferiscono.

| Riserva monetaria<br>d'oro e altre partite<br>degli Stati Uniti<br><br>(Medie delle cifre<br>giornaliere) | Portafoglio<br>in titoli<br>governativi | Scorte d'oro<br>monetario | Denaro in<br>circolazione | Saldi di riserva delle<br>banche affiliate |           |
|---|---|---------------------------|---------------------------|--|-----------|
|   |   |                           |                           | Totali                                     | Eccedenze |
| in milioni di dollari   |   |                           |                           |  |           |
| Febbraio 1934 . .   | 2.432                                   | 7.138                     | 5.339                     | 2.822                                      | 891       |
| Gennaio 1936 . .  | 2.430                                   | 10.158                    | 5.757                     | 5.780                                      | 3.021     |
| Variazioni . . .  | - 2                                     | + 3.020                   | + 418                     | + 2.958                                    | + 2.130   |

Anche nel Belgio fu istituito un Fondo di Perequazione dei Cambi all'epoca della svalutazione nell'aprile 1935. Benchè il belga sia stato svalutato del 28%, ciò che porta a gr. 0,150632 il suo contenuto in oro fino, la riserva aurea della Banca Nazionale fu rivalutata provvisoriamente sulla base d'una svalutazione del 25%; sugli utili contabili che ne risultarono furono prelevati 1125 milioni di franchi belgi per costituire il Fondo. Il belga mantenne spontaneamente il suo valore nel giuoco ordinario degli affari senza che occorresse speciale intervento da parte del Fondo. In pratica il Fondo non fu utilizzato e la Banca Nazionale si attenne senz'altro alla nuova parità aurea. Nella relazione agli azionisti letta il 29 febbraio 1936, il Governatore Franck dichiarò che la Banca era sempre stata disposta e continuava ad essere disposta a comprare o vendere oro o divise auree ai punti dell'oro calcolati sulla base della suddetta parità. La scelta fra tali modalità, egli disse, spetta alla Banca in base alla legge dell'ottobre 1926, ma in ambo i casi il risultato è lo stesso, sia che la Banca comperi o venda oro sul mercato, ovvero che accetti di ricevere o consegnare oro a seguito di un'intesa diretta colla banca centrale estera interessata. Il 1° aprile 1936 la svalutazione del belga fu definitivamente confermata in 28% e l'oro fu rivalutato su questa base. Il Fondo di Perequazione dei cambi fu soppresso e le sue attività, come pure quelle provenienti dalla rivalutazione dell'oro, furono devolute al Tesoro.

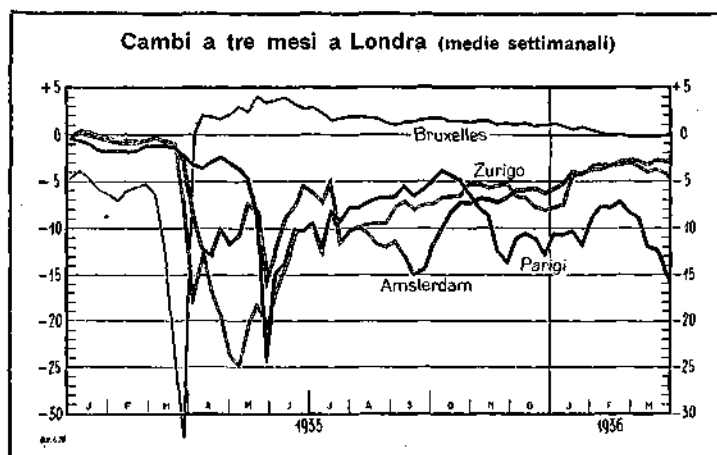
Nell'estate del 1935, fu istituito anche nel Canada un Fondo di Cambi del Governo del Dominio, provvisto di 63 milioni di dollari prelevati sugli utili che il Governo aveva ottenuto dalla rivalutazione delle riserve auree al valore di mercato dell'oro, cioè circa \$ 35 per oncia, rivalutazione effettuata malgrado che il dollaro canadese non fosse stato ufficialmente svalutato. Il Fondo ha acquistato dalla Banca del Canada obbligazioni del Dominio e detiene anche buoni del Tesoro a breve termine e saldi in deposito alla Banca del Canada, mediante i quali può operare sul mercato. In avvenire, i profitti e le perdite sull'oro posseduto dalla Banca del Canada saranno accreditati o addebitati al Fondo di Cambi.

I vari Fondi di Cambi istituiti negli ultimi anni differiscono profondamente tra di loro, tanto dal punto di vista patrimoniale, quanto da quello delle funzioni loro assegnate. Sembra peraltro di comprendere che le loro operazioni rivestano un

carattere che le designerebbe propriamente alla competenza delle banche centrali. In quanto provvedimenti temperanei, tali Fondi possono venir usati per parare a rischi eccezionali o per fornire mezzi straordinari (sotto forma di titoli, disponibilità in conto od oro) per gli interventi sui mercati. Per effetto di tali provvedimenti le amministrazioni statali prendono parte attiva alla politica dei cambi in tempi di gravi perturbamenti monetari; la banca centrale continua ad essere l'ente che tratta effettivamente le operazioni sui mercati dei cambi.

In un'epoca in cui la legislazione monetaria ordinaria è più o meno fuor di vigore e sorgono situazioni di carattere nuovo, le questioni monetarie sono fonte di maggiori preoccupazioni per le autorità politiche. Senonchè, quando i principii monetari fondamentali siano stati precisati di nuovo e la continuità nella loro applicazione sia sufficientemente assicurata, cessano le circostanze temporanee che dettero origine alla dualità di competenza in questo campo.

Nell'annunziare, in gennaio 1936, il provvedimento di proroga del Fondo di Stabilizzazione dei Cambi per un anno, il Presidente degli Stati Uniti dichiarò essere venuto in tale determinazione in quanto la situazione si riscontrava peggiore di quella che aveva resa necessaria l'istituzione del Fondo e rivelava l'instabilità del commercio internazionale e dei cambi. Sebbene, col ritorno alla stabilità di fatto dei cambi, gli ultimi dodici mesi mostrino un progresso rispetto agli anni precedenti, se si esamina fino a qual punto sia tornata la fiducia, si è obbligati a constatare non un progresso, bensì un regresso, data la diffusione che hanno avuto nel 1935 i timori di nuove svalutazioni monetarie. Sintomatici a tale riguardo sono stati i forti movimenti di fondi da un paese all'altro e i larghi scarti dei cambi a termine, strumenti assai sensibili di registrazione delle oscillazioni del sentimento sul mercato monetario. Le tensioni

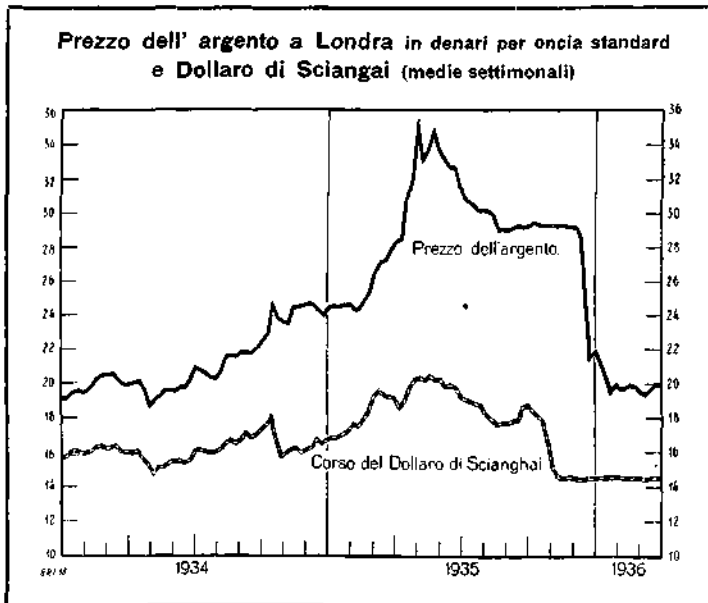


verificate si nel decorso anno sui mercati dei cambi appaiono chiaramente dal grafico qui accanto, il quale indica i cambi a tre mesi di alcune monete rispetto alla sterlina, sotto forma di riporti o deporti espressi come percentuale della media annua dei rispettivi cambi a vista.

Si constata che i cambi a termine quotati per le divise considerate hanno talvolta superato di gran lunga lo scarto che normalmente dovrebbe corrispondere alla diversità dei tassi d'interesse a breve termine sui mercati corrispondenti. Il belga fu svalutato dopo la sua caduta nel marzo; nell'aprile

la speculazione portò i suoi attacchi contro il fiorino e il franco svizzero; le maggiori perdite d'oro della Banca di Francia si verificarono in maggio e novembre.

Spiccano tra gli avvenimenti monetari del 1935 i cambiamenti nel sistema monetario dei tre paesi a regime argenteo: la Cina, il Manciukuo e Hong-Kong. Il decreto del giugno 1934 relativo agli acquisti d'argento aveva fissato, per gli Stati Uniti, una politica mirante ad aumentare la proporzione dell'argento rispetto all'oro nelle riserve monetarie del paese, al fine di costituire e mantenere le riserve monetarie in argento per un quarto del loro valore complessivo. In applicazione di tale politica, il Tesoro americano acquistò argento in grandi quantità a prezzi crescenti tra l'agosto del 1934 e la primavera del 1935, dopo di che i prezzi tornarono a scendere. Il grafico seguente indica per gli anni 1934 a 1936 i prezzi dell'argento sul mercato di Londra ed il cambio del dollaro cinese rispetto alla sterlina.



L'aumento del prezzo dell'argento ebbe come ripercussione in Cina un apprezzamento della moneta nazionale, proprio in un periodo in cui le monete di vari paesi e specialmente di quelli coi quali maggiori sono gli scambi commerciali, erano deprezzate. Di fronte a questa situazione, il Governo cinese impose nell'ottobre del 1934 una tassa progressiva sulle importazioni dell'argento, destinata a consentire un mar-

gine di libertà nel governo dei cambi. Dopo vari tentativi iniziali, la tassa fu fissata e mantenuta entro i limiti di 13,5 a 14,5%; per quattro mesi (dal novembre 1934 al febbraio 1935) il prezzo dell'argento fu sufficientemente stabile e l'imposizione della tassa bastò a mantenere il cambio "ufficiale" del dollaro cinese a circa 14% sotto la parità coll'argento, mentre il cambio quotato a Sciangai, cioè il cambio libero, si manteneva in generale a pochi punti più in basso. Verso la fine di febbraio 1935, il prezzo dell'argento cominciò a salire e, poichè la tassa rimase inalterata, il cambio "ufficiale" seguì il movimento del prezzo dell'argento. Il cambio di Sciangai, importante per le operazioni ordinarie, commerciali e finanziarie, fu mantenuto invece sufficientemente stabile mercè l'intervento del Comitato della Borsa cinese, ente governativo in stretto contatto colle banche. D'accordo con queste ultime vennero scoraggiate le esportazioni dell'argento e in pratica il cambio del mercato si staccò

quasi completamente dal prezzo dell'argento. Questa fase durò fino all'ottobre 1935, allorché le voci circolanti che facevano credere ad una prossima svalutazione cagionarono una brusca caduta del cambio.

Il 4 novembre il Governo ruppe l'ultimo legame coll'argento, dichiarò moneta legale i biglietti della Banca Centrale della Cina, della Banca della Cina e della Banca delle Comunicazioni e affidò al Comitato della Borsa cinese il compito di governare i cambi. Fu fatto obbligo di cedere al Governo l'argento in verghe o in monete contro pagamento del valore nominale in biglietti. Un mese dopo, il 5 dicembre, Hong-Kong prese analoghi provvedimenti per la istituzione di una circolazione inconvertibile e governata ed il cambio del dollaro di Hong-Kong rispetto al dollaro di Sciangai fu effettivamente mantenuto abbastanza stabile a circa 7% di premio. Per quanto riguarda il Manciukuo, già nel corso del 1935 si era abbandonato il regime argenteo dopo un biennio (1933 e 1934) di stabilità del cambio del yuan rispetto al dollaro cinese. A partire dal principio del 1935 si lasciò che l'yuan perdesse rispetto all'argento e a partire dal settembre 1935 fu mantenuto alla pari col yen.

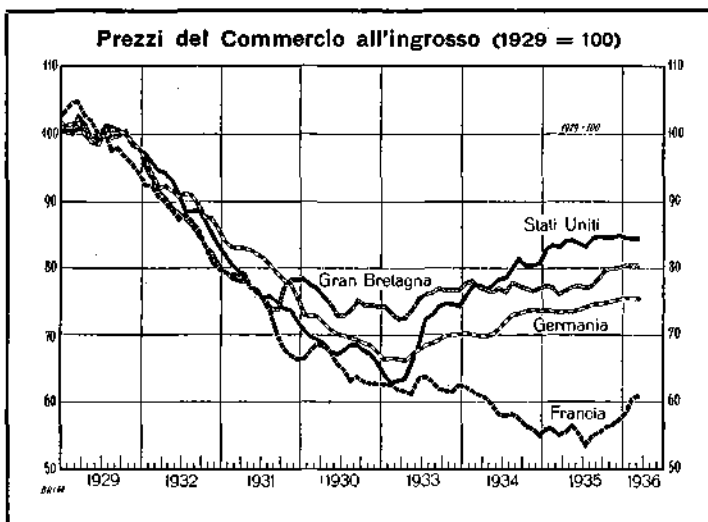
Dal 1932 al 1934 la sterlina valeva da 15 a 16 dollari cinesi (cioè il dollaro cinese si ragguagliava presso a poco al franco svizzero). Coll'aumento del prezzo dell'argento il dollaro cinese si apprezzò e nel maggio 1935 11,5 dollari bastavano per ottenere una sterlina. Col cambiamento di regime monetario sullo scorcio dell'autunno del 1935 cadde nuovamente il valore della moneta cinese, rimanendo per il seguito compreso tra 16,5 e 17 dollari per una sterlina. Se si riferisce il valore attuale della moneta cinese alla media dei valori che ebbe nel 1929, si riscontrerà che il dollaro cinese si è deprezzato di 58% rispetto all'oro, mentre la sterlina e il dollaro americano si deprezzarono di 40 o 41% e il yen — terza moneta interessante il commercio estero della Cina — di 66,5%.

Al momento attuale non appare chiaro fino a qual punto i provvedimenti monetari presi in Cina nell'autunno del 1935 siano stati tradotti in pratica nel governo dei cambi e nell'organizzazione interna. L'organizzazione di una banca centrale attrezzata per governare la moneta, l'introduzione nel pubblico dell'uso dei biglietti in sostituzione della moneta metallica, la disciplina del credito interno, sono compiti formidabili, se si vuole che le riforme entrino veramente in pratica in una regione popolata da centinaia di milioni di abitanti. Il primo problema al quale le autorità prestarono attenzione fu quello di costituire una riserva in oro e divise estere che potesse servire come base per il governo dei cambi. Nel dicembre del 1935 fu stabilita una intesa in base alla quale il Governo degli Stati Uniti acquistò 50 milioni d'oncie d'argento direttamente dalla Cina al prezzo di 32,5 milioni di dollari, dei quali 10 milioni furono ricevuti in oro metallico dalla Banca Centrale della Cina.

La politica dell'argento negli Stati Uniti è stata causa di perturbamento sui cambi dell'Estremo Oriente ed ha costretto la Cina, il Manciukuo e Hong-Kong, coll'abbandonare il tradizionale regime argenteo, a gettarsi in un'avventura della quale

non si conosce ancora la fine. Gli acquisti d'argento all'estero contribuirono d'altra parte, in un anno di movimenti di capitali eccezionalmente importanti, a facilitare il regolamento dei conti fra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Nel 1935 le importazioni nette di argento negli Stati Uniti hanno rappresentato una cifra dichiarata di 336 milioni di dollari contro un'eccedenza di esportazioni di merci (argento e oro non compreso) di 235 milioni. Nel corso dello stesso anno, l'eccedenza d'importazioni d'oro fu di 1739 milioni; nel 1933 e 1934 si erano avuti periodi durante i quali i movimenti dell'oro attraverso l'Atlantico avevano raggiunto un'importanza che non ebbero ad alcun momento nel 1935, eppure in nessun anno passato si era verificato un movimento dell'oro così importante dall'Europa agli Stati Uniti. Cagione di tale movimento non fu uno squilibrio nelle partite ordinarie della bilancia dei pagamenti, bensì il trasferimento di capitali per vari motivi; in parte si trattò di rimpatri di capitali americani (per esempio trasferimenti di fondi da banche estere a banche americane); in parte si trattò di fuga di capitali dall'Europa. Forti capitali emigrarono per profittare della ripresa alla Borsa di New-York ed altri furono trasferiti allo scopo di aumentare la disponibilità presso banche di New-York in relazione alla ripresa del commercio. Questi movimenti, tutti in conto capitale, hanno dominato la situazione dei cambi, annullando l'influenza del movimento di merci e d'altre partite correnti della bilancia dei pagamenti, che più o meno intimamente dipendono dai costi e prezzi comparati nei diversi paesi.

Il fenomeno più spiccato nel movimento dei prezzi durante il 1935 è stata la fermezza generale dei prezzi all'ingrosso, particolarmente sensibile nel secondo semestre. Il grafico seguente mostra i movimenti dei prezzi in moneta nazionale per quattro paesi importanti nel periodo 1929/1936, ridotti alla base comune del 1929 e rappresentati da dodici medie mobili.



Negli Stati Uniti, i prezzi all'ingrosso salirono nel primo trimestre del 1935 e rimasero in seguito praticamente stabili; se si tiene conto degli urti che dovette sostenere l'economia americana nel corso dell'anno, il semplice fatto che non vi sia stato regresso dei prezzi è già degno di nota. Nella primavera del 1935, la Corte Suprema dichiarò incostituzionali la maggior parte delle

funzioni affidate alla "National Recovery Administration" e lo stesso accadde più tardi nei riguardi di talune disposizioni del decreto relativo all'assistenza all'agricoltura. Si temette che, venendo a mancare l'appoggio che questi organismi straordinari avevano dato in una forma o nell'altra a varie attività economiche, ne risentissero i prezzi, ma dopo qualche settimana di esitazione sui mercati, si riscontrò che il livello dei prezzi non aveva praticamente subito ripercussioni. Gli importanti acquisti fatti dall'Italia in previsione della campagna etiopica agirono anche essi nel senso di rafforzare i prezzi e, malgrado si credesse taluni che quest'azione dovesse svanire col cessare degli acquisti straordinari, non si è constatato alcun indebolimento dei prezzi sulla fine dell'autunno; al contrario i prezzi continuarono a salire e manifestarono una sicura resistenza nonostante i dubbi e le incertezze del momento.

L'aumento dei prezzi di taluni prodotti può essere attribuito almeno in parte al riarmo e non soltanto all'acquisto diretto di armi e munizioni, ma anche alla costituzione di scorte, al rinnovo di impianti ecc. Le restrizioni alla produzione in virtù dei vari piani hanno anche avuto un certo effetto. Tuttavia il rialzo deve essere attribuito in primo luogo ad un autentico aumento della domanda di merci da parte dei consumatori nei paesi in cui la ripresa economica è stata più sensibile. L'eccezionale produzione dell'oro ha fatto maggiormente sentire la sua influenza sul potere d'acquisto, in quanto nel 1935 soltanto una parte minore della produzione corrente fu assorbita dal tesoreggiamento privato.

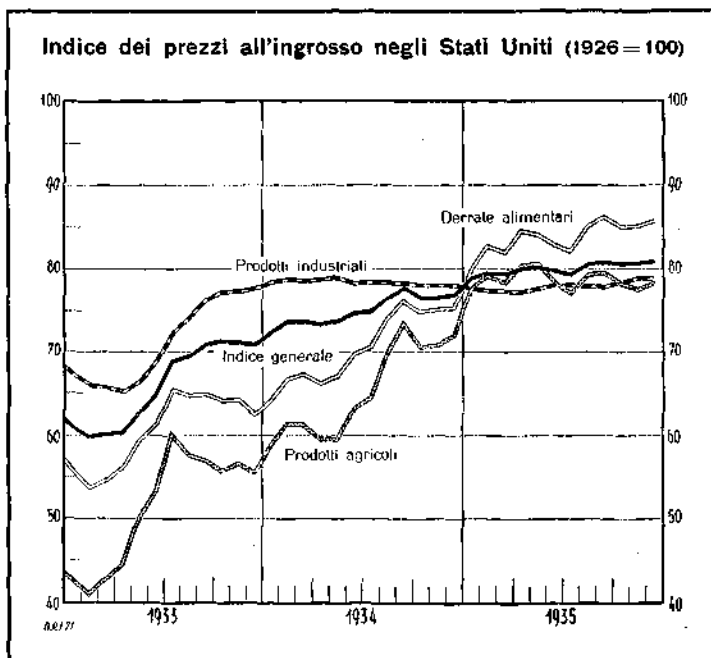
In non pochi paesi le spese pubbliche eccedenti le entrate fiscali influenzano il potere d'acquisto del pubblico e si potrebbe temere che, quando tali spese rientrano in limiti normali, si contrarrà la domanda di merci; è ovvio che un mutamento importante della politica finanziaria può produrre difficoltà temporanee, ma può anche accadere che la maggior fiducia che suscita nel pubblico il ritorno all'equilibrio nelle finanze pubbliche, liberi il potere d'acquisto da parte del pubblico in misura sufficiente per compensare ed anche oltrepassare la riduzione delle spese pubbliche. La tabella che segue mostra i movimenti dei prezzi e del costo della vita nel triangolo monetario Stati Uniti, Inghilterra, Francia:

| Prezzi all'ingrosso e Costo della vita (Indici oro) |                        |                     |                        |                     |                        |                       |
|---|------------------------|---------------------|------------------------|---------------------|------------------------|-----------------------|
| Indici oro<br>1913 (1914) = 100                     | Stati Uniti            |                     | Gran Bretagna          |                     | Francia                |                       |
|   | Prezzi<br>all'ingrosso | Costo<br>della vita | Prezzi<br>all'ingrosso | Costo<br>della vita | Prezzi<br>all'ingrosso | Costo<br>della vita * |
| 1929 Dicembre                                       | 134                    | 171                 | 133                    | 166                 | 119                    | 115                   |
| 1930     "  | 112                    | 161                 | 109                    | 153                 | 101                    | 121                   |
| 1931     "  | 98                     | 146                 | 73                     | 103                 | 84                     | 108                   |
| 1932     "  | 90                     | 132                 | 68                     | 96                  | 79                     | 105                   |
| 1933     "  | 65                     | 84                  | 59                     | 95                  | 79                     | 107                   |
| 1934     "  | 65                     | 82                  | 63                     | 86                  | 70                     | 102                   |
| 1935     "  | 69                     | 84                  | 66                     | 88                  | 72                     | 97                    |

\* Ultimo trimestre.

Gli indici dei prezzi all'ingrosso si riferiscono ad un numero relativamente grande di prodotti fondamentali, per i quali di regola le quotazioni sul mercato mondiale sono decisive; ne consegue che le variazioni di tali indici debbono in gran parte esser parallele nei vari paesi. Fra il dicembre 1934 e il dicembre 1935, vi è stato un aumento dei prezzi all'ingrosso in tre paesi. Come già accennato, i prezzi negli Stati Uniti aumentarono nel primo trimestre del 1935 e rimasero di poi relativamente stabili, malgrado che fosse venuta a mancare gran parte dei sostegni artificiali. In Inghilterra il movimento fu al rialzo, specialmente in autunno. In Francia il livello dei prezzi all'ingrosso declinò fino alla metà dell'anno, poi dall'agosto al dicembre salì rapidamente di 6% e continuò a salire nel primo trimestre del 1936. Se si calcolano i prezzi all'ingrosso sulla base dell'oro, riferendoli al 1913, il livello in Francia risulta un po' più alto che nella Gran Bretagna e negli Stati Uniti; ma va notato che la diversità, per esempio, fra i prezzi in Francia e negli Stati Uniti, non oltrepassava 10% nell'aprile 1936.

Le oscillazioni dell'indice del costo della vita differiscono maggiormente da paese a paese e spesso si ritiene che rappresentino, meglio che non l'indice dei prezzi all'ingrosso, i relativi movimenti del livello dei prezzi, in mancanza di un gruppo semplice di indici capace di fornire un'indicazione sicura del "rapporto economico" tra paesi. Negli Stati Uniti il costo della vita in moneta nazionale salì d'oltre 15% rispetto al minimo raggiunto nel periodo dal 1933 al 1936. In Inghilterra il rialzo fu di 4 a 5%. In Francia il costo della vita continuò ad abbassarsi nel 1935 e precisamente di 5% in media rispetto all'anno precedente. Sulla base dell'oro, il costo della vita in Francia è tuttora più alto che negli altri due paesi, ma la differenza è diminuita nel corso



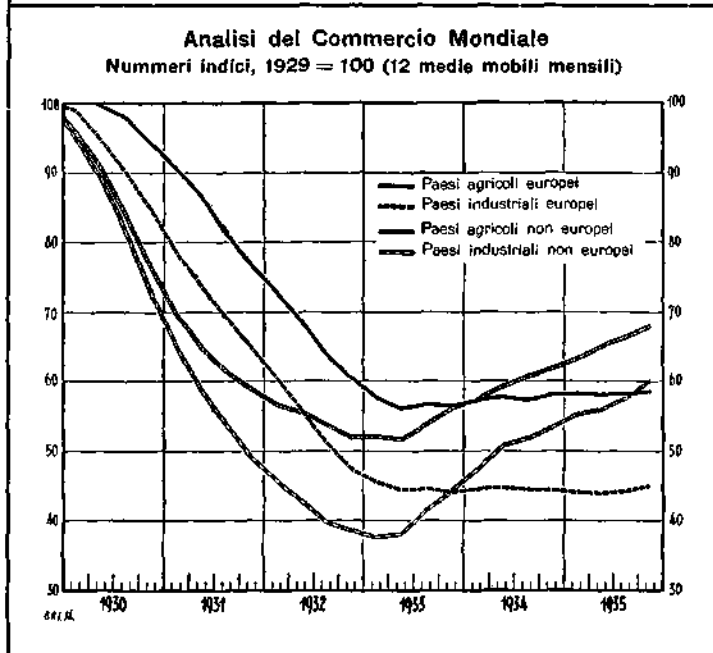
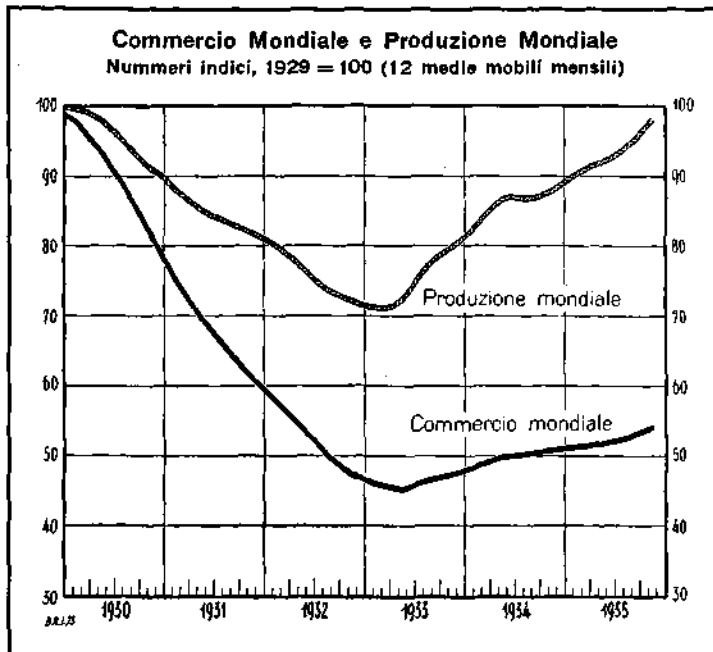
dell'anno. Inoltre, la differenza fra gli indici dei prezzi all'ingrosso e del costo della vita in Francia, già forte un tempo, è ora appena più grande che in Inghilterra. Sembra che, grazie a tali movimenti in senso opposto e nonostante il recente aumento dei prezzi all'ingrosso in Francia, i livelli dei costi e dei prezzi in Francia, Gran Bretagna e Stati Uniti si siano ora riavvicinati tra loro.

L'adattamento dei prezzi ad una situazione d'equili-



brio più stabile, è visibile nel movimento dei prezzi interni di molti paesi. Il grafico alla pagina precedente mostra, per gli Stati Uniti, come i prezzi dei prodotti agricoli siano oggi più equilibrati, che non qualche anno fa, rispetto al livello generale dei prezzi.

La ripresa degli affari nel 1935 si riflette in un leggero miglioramento del commercio mondiale, come appare dai grafici seguenti tracciati in base alle cifre calcolate in monete nazionali dall'Istituto germanico per lo studio della congiuntura economica (Institut für Konjunkturforschung).



Il volume delle merci scambiate nel commercio internazionale è ora meno di 20% inferiore al livello del 1929.

La ripresa del commercio internazionale è più lenta di quella della produzione nazionale, che in diversi paesi ha già raggiunto o perfino sorpassato il volume del 1929, e ciò fornisce una riprova della forza che hanno le tendenze autarchiche nel mondo d'oggi.

La ripresa nel commercio estero è naturalmente meno rapida nei paesi ove vigono controlli dei cambi, contingentamenti e simili ostacoli. Non reca pertanto sorpresa il constatare che il continente d'Europa resta indietro nel movimento. I singoli paesi continuano a parare allo squilibrio della loro bilancia dei pagamenti coll'esercitare un controllo sui cambi, ma, presi nello ingranaggio d'un congegno di restrizioni ostacolatrici, essi non hanno trovato modo di conseguire una espan-

sione del commercio. Sono significativi a questo proposito i risultati del cosiddetto "Nuovo Piano" adottato in Germania nella primavera del 1935: l'eccedenza d'importazioni in marchi 284 milioni nel 1934, ha bensì ceduto il posto ad una eccedenza di esportazioni in marchi 111 milioni nel 1935; ma tale cambiamento è dovuto per un quarto soltanto all'aumento delle esportazioni, per tre quarti invece alla diminuzione delle importazioni.

Fra i provvedimenti in vigore che restringono l'esportazione di merci, alcuni furono richiesti da motivi di politica generale connessi a questioni di carattere puramente interno, ovvero a considerazioni di carattere internazionale. D'altri provvedimenti invece, quali ad esempio taluni regolamenti sui cambi, non può dirsi che rispondano ad alcun obiettivo nazionale. È da augurarsi che tali ostacoli vengano rimossi al più presto per comune consenso. Può darsi che l'intensificato protezionismo degli anni ultimi scorsi abbia resa più difficile la trattazione del problema delle restrizioni ai cambi, ma d'altra parte la forte contrazione del volume dell'indebitamento internazionale dal 1931 in poi ha certamente migliorate le possibilità di giungere ad una soluzione. Il momento attuale sembrerebbe propizio a nuovi sforzi che venissero compiuti in tal senso. L'attività economica sembra avere finalmente iniziato il ramo ascendente del suo ciclo e la tendenza a lungo andare dei prezzi, dopo essersi mantenuta al ribasso per un decennio, comincia ora a tornare al rialzo.

### III. LA PRODUZIONE E I MOVIMENTI DELL'ORO.

La produzione mondiale dell'oro nel 1935 non soltanto ha raggiunto quella degli anni precedenti, ma l'aumento assoluto rispetto all'anno precedente fu il maggiore che si sia finora riscontrato; nonostante la diminuzione della quantità dell'oro proveniente dalla Cina, dall'India e dall'Egitto (appena la metà di quella eccezionale del 1932) l'offerta complessiva d'oro, in provenienza sia dalle miniere, sia dall'Oriente, fu leggermente superiore a quella del 1934. Una parte dell'offerta fu assorbita dal tesoreggiamento privato, inquantochè l'aumento di quest'ultimo da parte privati e ditte del continente europeo fu controbilanciato soltanto in parte da diminuzioni altrove, per esempio dell'oro conservato a Londra per conto di ditte e privati americani. Importanti perdite d'oro ebbero a subire le banche centrali della Francia, dell'Italia, dell'Olanda, e della Svizzera. La maggiore accumulazione d'oro s'ebbe nel Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, il quale ne assorbì una quantità non molto inferiore al doppio della produzione totale dell'anno. Le riserve auree della Banca d'Inghilterra e di parecchie altre banche centrali, specialmente quelle della "area della sterlina" si rafforzarono e anche il Fondo Britannico di Perequazione dei Cambi aumentò considerevolmente le proprie scorte.

#### (1) L'OFFERTA DELL'ORO.

Ogni stima della produzione annuale dell'oro è inevitabilmente approssimata, mancando dati completi per parecchi paesi. Un fatto è però certo ed è che la produzione dell'oro continua ad aumentare con ritmo sempre crescente, quale mai s'ebbe in passato. Dopo il 1929, cioè nell'ultimo sessennio, l'estrazione dell'oro è cresciuta di ben 50%, anzi di non meno di 150%, se la si valuta nelle monete che sono state svalutate del 40% (come per esempio il dollaro calcolato al prezzo legale di 35 dollari per oncia e la sterlina calcolata in base ad un prezzo dell'oro a Londra leggermente superiore a 140 scellini per oncia). La tabella alla pagina seguente raffronta la produzione mondiale dell'oro nel 1915, che fu l'anno di massima produzione anteriormente al 1932, con quella d'ogni anno successivo dal 1923 in poi.

Sebbene l'Unione dell'Africa del Sud seguiti ad essere il più importante paese produttore d'oro del mondo, la sua produzione non ha seguito il ritmo d'altri paesi. La produzione scemò anzi nel 1933 e di nuovo nel 1934, nè il leggero miglioramento nel 1935 fu sufficiente a riportarla al livello del 1932. Tale diminuzione in senso relativo dell'attività estrattiva non implica peraltro che l'industria aurifera nell'Africa del Sud sia rimasta stazionaria; al contrario, ha preso uno sviluppo notevole. Coll'aumento del prezzo dell'oro espresso nella valuta sudafricana, è divenuto possibile di

| Anno  | Africa del Sud               | Stati Uniti ** | Canada | Russia | Altri paesi | Totale per il mondo |                             |
|-------|------------------------------|----------------|--------|--------|-------------|---------------------|-----------------------------|
|       | migliaia di oncie d'oro fino |                |        |        |             |                     | milioni di Franchi svizzeri |
| 1915* | 9.096                        | 4.888          | 918    | 1.546  | 6.146       | 22.594              | 2.420                       |
| 1923  | 9.149                        | 2.503          | 1.233  | 438    | 4.463       | 17.786              | 1.905                       |
| 1924  | 9.575                        | 2.529          | 1.525  | 594    | 4.827       | 19.050              | 2.041                       |
| 1925  | 9.598                        | 2.412          | 1.736  | 693    | 4.592       | 19.031              | 2.039                       |
| 1926  | 9.955                        | 2.335          | 1.754  | 895    | 4.430       | 19.369              | 2.075                       |
| 1927  | 10.122                       | 2.197          | 1.853  | 810    | 4.464       | 19.446              | 2.083                       |
| 1928  | 10.354                       | 2.233          | 1.891  | 899    | 4.206       | 19.583              | 2.098                       |
| 1929  | 10.412                       | 2.208          | 1.928  | 1.085  | 4.040       | 19.673              | 2.108                       |
| 1930  | 10.716                       | 2.286          | 2.102  | 1.434  | 4.184       | 20.722              | 2.220                       |
| 1931  | 10.878                       | 2.396          | 2.694  | 1.701  | 4.702       | 22.371              | 2.397                       |
| 1932  | 11.559                       | 2.449          | 3.044  | 1.990  | 5.224       | 24.266              | 2.600                       |
| 1933  | 11.014                       | 2.537          | 2.949  | 2.667  | 6.347       | 25.514              | 2.733                       |
| 1934  | 10.480                       | 2.916          | 2.965  | 4.263  | 6.715       | 27.339              | 2.929                       |
| 1935  | 10.773                       | 3.619          | 3.280  | 5.650  | 7.356       | 30.678              | 3.287                       |

\* Anno di massima produzione anteriormente al periodo 1932-1935.      \*\* Compresa le Filippine.

trattare minerale di qualità inferiore, specialmente le grandi quantità di minerale già estratte negli anni precedenti e che non poterono esser trattate in condizioni remunerative, dato il prezzo al quale si vendeva allora il metallo. La Union Corporation of South Africa spiega, nella sua relazione per il 1935, che l'accumulazione in passato di riserve di minerale di tenore inferiore, significava bensì aumento della capacità lavorativa delle imprese, ma per l'avvenire, dopo il tempo richiesto dal corrispondente ingrandimento degli impianti per il trattamento del minerale e, in qualche caso, da nuove trivellazioni.

Per conseguenza, il rialzo del prezzo dell'oro ebbe come effetto immediato l'abbassamento del tenore del minerale trattato e perciò la diminuzione nella produzione dell'oro delle miniere del Rand; la Union Corporation ritiene, per altro, che col 1937 l'accresciuta capacità degli impianti e l'apertura all'esercizio di nuove miniere compenserà e oltrepasserà la diminuzione suddetta e che in seguito la produzione dell'Unione dell'Africa del Sud dovrà aumentare ininterrottamente fino a raggiungere, forse fra 5 o 6 anni, i 15 milioni di oncie.

Il notevole aumento della produzione russa dell'oro, cominciato negli anni 1928-1929, continuò nel 1935, confermando la U. R. S. S. al secondo rango fra i paesi produttori d'oro; si rammenterà che nella prima metà del secolo XIX, cioè prima delle scoperte dell'oro in California, la Russia era il principale paese produttore d'oro nel mondo. La produzione fu nel 1935 sette volte più grande di quella del 1927, risultato dovuto ai grandi sforzi per rimodernare l'attrezzatura e sviluppare le esplorazioni. Il Capo dell'Ente sovietico per la produzione dell'oro ha annunciato che l'industria aurifera è stata la prima a completare il programma assegnatole dal Piano

quinquennale. Egli stima che nel 1940 la produzione russa avrà raggiunto il volume attuale di quella dell'Unione del'Africa del Sud, aggirantesi fra i 10 e gli 11 milioni di oncie, cioè equivalenti a 1200 milioni di franchi svizzeri.

Tanto negli Stati Uniti, quanto nel Canada, la produzione dell'oro ha progredito soddisfacentemente nel corso dell'anno. Nel Canada, il Governo ha svolto con successo il suo programma di ricerche geologiche. Il numero delle imprese aurifere canadesi è passato da 32 alla fine del 1931 a 155 nel 1935 e la capacità di lavorazione giornaliera da 16.000 a 29.000 tonnellate di minerale. Contribuirono a tale sviluppo non tanto le grandi imprese minerarie, quanto i numerosi piccoli proprietari.

Ad eccezione della Colombia, negli altri paesi la produzione sembra essersi mantenuta al livello già raggiunto o anche averlo oltrepassato. L'aumento contribuì certamente a migliorare le condizioni economiche dei paesi produttori e a permettere loro di far fronte a debiti verso l'estero; ma il suo benefico effetto fu risentito anche in una sfera più larga, in quanto accrebbe nel mondo intero il potere d'acquisto disponibile per le importazioni dall'estero, tendendo così a facilitare l'espansione del commercio.

La quantità d'oro fornita dall'Oriente accusa un regresso nel 1935. Le spedizioni d'oro dall'India si mantennero a un livello importante, ma poco oro s'ebbe dalla Cina, sia direttamente, sia attraverso il contrabbando a Hong-Kong. Anzi, alla fine dell'anno la corrente si invertì, avendo il Governo cinese ricevuto 10 milioni di dollari in oro dal Governo degli Stati Uniti, in parziale pagamento d'una vendita di argento. Presumibilmente l'India andrà diminuendo le sue spedizioni d'oro e, se le condizioni economiche dovessero decisamente migliorare, tale paese potrebbe anche divenire acquirente d'oro. Nella tabella seguente sono riassunte le esportazioni nette d'oro dall'India, dalla Cina e da Hong-Kong nel quinquennio 1931/1935.

| Esportazioni nette d'oro nell'anno | India                       | Cina       | Hong Kong  | Totale       |
|------------------------------------|-----------------------------|------------|------------|--------------|
|                                    | milioni di franchi svizzeri |            |            |              |
| 1931 . . . . .                     | 477                         | 54         | 63         | 594          |
| 1932 . . . . .                     | 1.014                       | 118        | 59         | 1.191        |
| 1933 . . . . .                     | 653                         | 74         | 100        | 827          |
| 1934 . . . . .                     | 706                         | 54         | 68         | 828          |
| 1935 . . . . .                     | 495                         | 43         | 34         | 572          |
| <b>Totale . . . . .</b>            | <b>3.345</b>                | <b>343</b> | <b>324</b> | <b>4.012</b> |

L'aumento dell'estrazione dell'oro nel 1935, avendo compensata la diminuzione nelle spedizioni dall'Estremo Oriente, si è resa disponibile per scopi monetari o altri una quantità di nuovo oro piuttosto maggiore che non nel 1934 e precisamente 3860 milioni di franchi svizzeri.

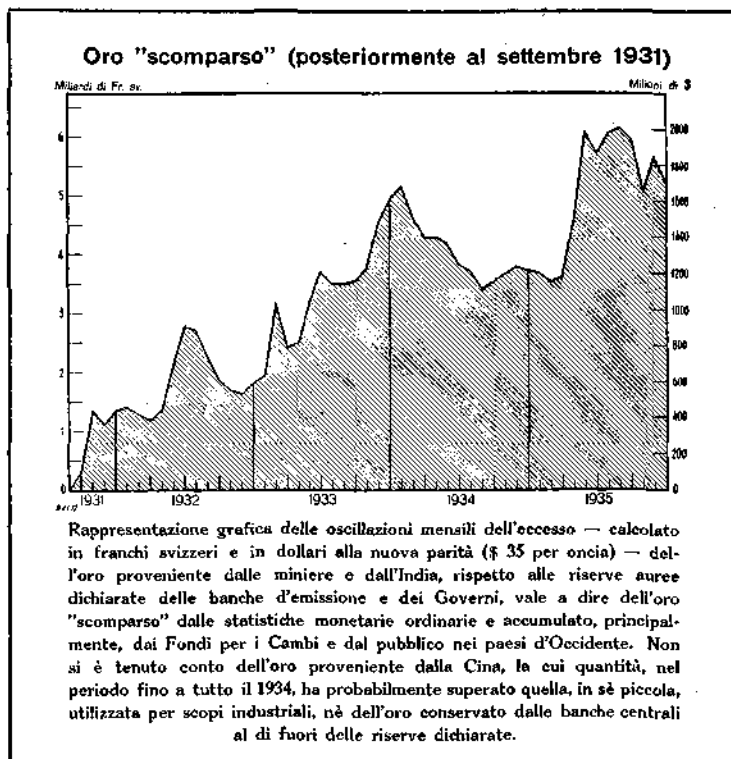
Una vasta raccolta d'oro ha avuto luogo in Italia per motivi patriottici, sulla fine dell'autunno del 1935, ma non è stata resa nota la quantità totale raccolta, ed è difficile supporre che essa sia divenuta utilizzabile per scopi monetari già prima della fine del 1935.

Negli anni precedenti l'offerta d'oro già in possesso del pubblico fu sufficiente a far fronte alla domanda per uso industriale. Anche nel 1935 in qualche paese, specialmente in Gran Bretagna, l'oro già in possesso del pubblico sembra essere stato sufficiente per i bisogni dell'industria, ma risulta che in qualche altro paese, tra cui la Francia, ciò non si è verificato. Nell'insieme apparirebbe che una parte della produzione corrente dell'oro, stimata in circa 160 milioni di franchi svizzeri, cioè 5% dell'intera produzione, sia stata consumata per uso industriale. Deducendo tale quantità dal totale dell'oro fornito dalle miniere e dall'Estremo Oriente, rimane un saldo netto di circa 3700 milioni e a tanto ammonterebbe dunque la quantità dell'oro nuovo disponibile per scopi monetari.

Circa il collocamento che ha trovato l'oro venuto sul mercato, si riscontra un aumento approssimativo di 1700 milioni nel totale delle scorte auree dichiarate dalle banche d'emissione e dai Governi. Non è noto esattamente dove sia andato il rimanente dell'oro offerto, valutabile a circa 2000 milioni di franchi svizzeri, ma sembra possibile avere qualche indicazione circa il collocamento che ha trovato il grosso di tale quantità e cioè se sia andato principalmente in aumento dei tesoreggiamenti privati, oppure delle riserve dei Fondi sui cambi o infine in aumento delle scorte delle banche centrali non comprese nelle loro riserve dichiarate.

Per quanto riguarda il tesoreggiamento, vi sono stati diversi ondeggiamenti caratteristici nell'anno passato in rassegna e in primo luogo una notevole riduzione dei quantitativi tesoreggiati. Nella primavera del 1935, l'affrettato movimento di ritiri da parte dell'estero sul mercato svizzero costrinse le banche private a servirsi dell'oro di loro proprietà per procurarsi i fondi liquidi. Gli Americani, che specialmente nel corso del 1933 avevano acquistato oro a Londra e altrove, ne rivendettero gran parte nel 1935, rimpatriando i fondi ricavati, sia per timore di un nuovo conflitto europeo, sia per l'aumentata fiducia nella stabilità del dollaro, sia per profittare della tendenza al rialzo dei titoli nelle Borse americane. Inoltre, le grandi case di commercio internazionale, che avevano preso per metodo di mantenere in oro metallico una parte importante dei loro fondi liquidi, a contropartita di impegni commerciali e per garantirsi da perdite, sembra abbiano ridotto le loro scorte d'oro per tornare a trattare maggiormente in divise, data la maggior stabilità dei cambi. Senonchè, a fronte di tali cause portanti riduzione del tesoreggiamento, va posto l'aumento dell'accaparramento da parte di privati e ditte domiciliate nei paesi del continente europeo. Nell'insieme, vi è stato indubbiamente un aumento netto del totale dell'oro tesoreggiato, ma probabilmente in misura minore che non nei precedenti quattro anni. Nel primo trimestre del 1936 l'accaparramento si è intensificato, ma non è possibile ancora riferirne con precisione.

Alcuni quantitativi dell'oro disponibile sembrano esser stati acquistati da banche centrali e non incorporati nelle loro riserve statutarie, bensì contabilizzati insieme con le loro scorte di divise o come partite diverse. Tuttavia la maggior parte dei 2000



milioni di franchi svizzeri in oro metallico di cui trattasi è stata acquistata dai Fondi per il controllo dei cambi. L'oro detenuto dai detti Fondi va considerato come utilizzato a scopi monetari, in quanto trova impiego specifico negli interventi sul mercato allo scopo di livellare le oscillazioni dei cambi e quindi è disponibile per il regolamento degli impegni verso l'estero. Il Fondo Britannico di Perequazione dei Cambi ha aumentato di molto le sue scorte d'oro nel corso dell'anno, mentre l'indebitamento del merca-

to di Londra verso l'estero è anch'esso aumentato, sebbene non nella stessa misura.

Tenuto conto di tutti i detti elementi, sembra che l'insieme delle scorte monetarie d'oro (comprese quelle dei Fondi di Cambi) sia aumentato di 5%, mentre la produzione dell'oro aumentava di 12%. Sono questi dei tassi d'incremento assai elevati; come si è già riferito, si prevedono ulteriori aumenti della produzione mineraria dell'oro nei prossimi anni, tanto nell'Africa del Sud, quanto nella U. R. S. S. Quale effetto questa crescente accumulazione dell'oro possa avere sui prezzi, è già oggetto d'ampie discussioni. Molti indizi porterebbero ad una stessa conclusione. In primo luogo, l'aumento annuale della popolazione si trova, in alcuni paesi, fino dal tempo di guerra, in fase decrescente, specialmente l'aumento della popolazione attiva, cioè del complesso degli individui al disopra dei 16 anni. In secondo luogo, dovunque ciò è possibile, viene praticata una politica di credito a buon mercato e abbondante e si prevede che a suo tempo questa politica si generalizzerà. In terzo luogo, molti Governi hanno aumentato le spese per armamenti e altri scopi al di là della loro possibilità. In quarto luogo, il livello dei prezzi attuali riferiti all'oro rappresenta, specialmente in Inghilterra, negli Stati Uniti e negli altri paesi a moneta deprezzata, un punto di partenza particolarmente basso per la ripresa dei prezzi. Nonostante la tendenza

dei prezzi al rialzo nel 1935, il livello riferito alla base oro trovasi tuttora alquanto al disotto del più basso livello che si sia riscontrato tra il 1800 e il 1930. Nell'ipotesi che il prezzo dell'oro a Londra e il valore aureo che ha presentemente il dollaro rimangano pressochè immutati, v'è probabilità di un persistente rialzo del prezzo delle merci sui mercati britannici e americani. Tale rialzo, se si verificherà, faciliterà certamente il ritorno all'equilibrio in un prossimo avvenire e da questo punto di vista sarebbe augurabile. Convieni tuttavia prestare attenzione agli sviluppi in corso, perchè ogni rialzo sensibile dei prezzi porta in sè pericoli e difficoltà.

2) MOVIMENTI DELL'ORO FRA I CENTRI MONETARI.

Lasciando in disparte il collocamento che ha trovato l'oro proveniente dalle miniere e dall'Oriente, il fenomeno che più spicca nel 1935 è l'importante perdita d'oro subita dalle banche centrali della Francia, dei Paesi Bassi e della Svizzera. L'esodo dalla Francia contrasta col largo afflusso verificatosi nell'anno precedente, in cui la Banca di Francia venne a trovarsi al secondo rango come acquirente d'oro, dopo il Dipartimento del Tesoro Americano. Invero i vari flussi e reflussi d'oro dai paesi del blocco dell'oro nel quinquennio 1931/1935 mettono in chiaro rilievo taluni fattori fondamentali che motivarono i trasferimenti di capitali da un mercato all'altro durante il periodo stesso.

| Riserve auree<br>(in milioni) | Banca di Francia |                  | Banca Neerlandese |                  | Banca Nazionale Svizzera |                  |
|-------------------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|--------------------------|------------------|
|                               | Totali           | Variazioni annue | Totali            | Variazioni annue | Totali                   | Variazioni annue |
|                               | Franchi francesi |                  | Fiorini           |                  | Franchi svizzeri         |                  |
| Fine del 1930 .               | 53.578           | + 15.285         | 426               | + 461            | 713                      | + 1.634          |
| " " 1931 .                    | 68.863           | + 14.154         | 387               | + 146            | 2.347                    | + 124            |
| " " 1932 .                    | 83.017           | — 5.919          | 1.033             | — 111            | 2.471                    | — 473            |
| " " 1933 .                    | 77.098           | + 5.026          | 922               | — 80             | 1.998                    | — 68             |
| " " 1934 .                    | 82.124           | — 15.828         | 842               | — 199            | 1.910                    | — 521            |
| " " 1935 .                    | 66.296           |                  | 643               |                  | 1.389                    |                  |

Nel 1931 e 1932 le banche centrali della Francia, dell'Olanda e della Svizzera accrebbero le loro scorte d'oro su scala assai larga; ciò fu dovuto in parte alla conversione in oro delle loro scorte in divise, al rimborso chiesto dalle banche private dei rispettivi paesi dei crediti precedentemente concessi all'estero e all'afflusso di capitali in cerca di sicurtà verso quei paesi le cui monete erano rimaste al regime aureo



con forti coperture metalliche. Quest'ultimo fattore, peraltro, risenti del pessimismo suscitato dal conflitto d'opinioni alla Conferenza Monetaria ed Economica di Londra e da una serie di avvenimenti paralleli nell'autunno dell'anno stesso, quali l'inizio negli Stati Uniti della politica d'acquisto d'oro, le difficoltà del bilancio in Francia e la persistente debolezza della sterlina. I capitali esteri già investiti sui mercati dei paesi del blocco dell'oro furono ritirati e le rispettive banche centrali subirono perdite d'oro. Nel 1934 s'invertì la corrente sul mercato di Parigi; il pubblico francese cominciò a rimpatriare capitali che per anni aveva conservati all'estero e tali rimpatri assunsero a certi momenti proporzioni importanti. La Banca di Francia vide accrescersi la sua riserva d'oro, ma la Banca Neerlandese e la Banca Nazionale Svizzera perdettero oro, sebbene in quantità minime. Ma nell'anno successivo, la pressione sui paesi del blocco dell'oro s'intensificò, dapprima a seguito della svalutazione del belga il 1° aprile 1935, dipoi nuovamente nell'estate e sullo scorcio dell'autunno. Per quanto riguarda il mercato svizzero, l'esodo si dovette principalmente ai ritiri da parte dell'estero di capitali già da anni investiti in titoli o depositati sul mercato svizzero, ma tali ritiri non bastano a spiegare l'importanza dell'esodo di capitali dai mercati francese e olandese; in realtà, in ambo i casi si è trattato principalmente di un'esportazione di capitali indigeni. Dal 1930 in poi, senza eccezione, i movimenti dell'oro attraverso la frontiera della Francia, dell'Olanda e della Svizzera sono da ascrivere quasi interamente a movimenti di capitali e non a squilibri fra le partite ordinarie nelle bilancie dei pagamenti dei rispettivi paesi.

Allo scopo di mostrare i cambiamenti verificatisi nelle riserve monetarie in genere, si è riportato nella tabella alla pagina seguente le riserve dichiarate in ogni paese alla fine del 1934 e 1935 e alla fine di marzo del 1936, ripartendosi i paesi in tre gruppi: 1°) gruppo dei paesi le cui riserve diminuirono durante il 1935; 2°) gruppo dei paesi le cui riserve rimasero stazionarie; 3°) gruppo dei paesi nei quali le riserve sono aumentate.

Anche la Polonia, fino all'aprile 1936 rimasta uno dei pochi paesi che mantenevano la moneta alla pari senza ricorrere a restrizioni legislative dei cambi, subì una pressione nel 1935, come ne è riprova la sua esportazione d'oro. La relazione annuale della Bank Polski per il 1935 attribuisce la riduzione delle riserve auree da 503 a 444 milioni di zloti nel corso dell'anno, in parte al tesoreggiamento di monete nel paese al principio dell'estate e nuovamente in autunno, in parte a una contrazione del saldo favorevole della bilancia del commercio (ridotto da 177 milioni di zloti nel 1934 a 66 milioni nel 1935) il cui effetto fu accresciuto dal fatto che una parte delle somme dovute in pagamento d'esportazione rimase immobilizzata nei paesi praticanti restrizioni nei cambi. Le riserve auree della Banca d'Italia sono scese da 5811 milioni di lire alla fine del 1934 a 3027 milioni alla fine del 1935, per la necessità in cui si è trovata la Banca di procurare divise per pagamenti in gran parte relativi alla campagna militare in Africa. Va notato che l'oro raccolto nel pubblico alla fine dell'autunno

| Riserve auree dichiarate<br>di banche d'emissione e<br>Governi | 31 dic.<br>1934                | 31 dic.<br>1935      | Perdite (-)<br>Aumenti (+) | 31 marzo<br>1936    | Perdite (-) o<br>aumenti (+)<br>nel primo trimestre<br>del 1936 |
|--|--------------------------------|----------------------|----------------------------|---------------------|---|
|  | in milioni di franchi svizzeri |                      |                            |                     |   |
| <b>1° Gruppo:</b>  |                                |                      |                            |                     |   |
| Francia . . . . .  | 16.675                         | 13.455               | - 3.220                    | 12.978              | - 477   |
| Italia . . . . .   | 1.585                          | 826                  | - 759                      | 826 <sup>1)</sup>   | 0   |
| Svizzera . . . . .   | 1.910                          | 1.389                | - 521                      | 1.509               | + 120   |
| Olanda . . . . .   | 1.754                          | 1.340                | - 414                      | 1.487               | - 147   |
| Canada . . . . .   | 669 <sup>2)</sup>              | 578 <sup>3)</sup>    | - 91                       | 578                 | 0   |
| Indie orient. oland. . . . .                                   | 236                            | 167                  | - 69                       | 177                 | + 10  |
| Polonia . . . . .  | 293                            | 258                  | - 35                       | 248                 | - 10  |
| Jugoslavia . . . . .   | 163                            | 131                  | - 32                       | 136                 | + 5   |
| Uruguay . . . . .  | 249                            | 226                  | - 23                       | 226 <sup>4)</sup>   | 0   |
| Danimarca . . . . .  | 185                            | 164                  | - 21                       | 164                 | 0   |
| Spagna . . . . .   | 2.268                          | 2.255                | - 13                       | 2.228               | - 27  |
| Danzica . . . . .  | 24                             | 12                   | - 12                       | 12                  | 0   |
| Colombia . . . . .   | 59                             | 48                   | - 11                       | 55 <sup>5)</sup>    | + 7   |
| Lituania . . . . .   | 27                             | 19                   | - 8                        | 26                  | + 7   |
| Nuova Zelanda . . . . .  | 76                             | 71                   | - 5                        | 71 <sup>6)</sup>    | 0   |
| Equatore . . . . .   | 16                             | 13                   | - 3                        | 10 <sup>7)</sup>    | - 3   |
| <b>Totale</b>  | <b>26.189</b>                  | <b>20.952</b>        | <b>- 5.237</b>             | <b>20.731</b>       | <b>- 221</b>  |
| <b>2° Gruppo:</b>  |                                |                      |                            |                     |   |
| Algeria . . . . .  | 43                             | 43                   | 0                          | 43                  | 0   |
| Argentina . . . . .  | 1.235 <sup>8)</sup>            | 1.235 <sup>8)</sup>  | 0                          | 1.235 <sup>8)</sup> | 0   |
| Australia . . . . .  | 13                             | 13                   | 0                          | 5                   | - 8   |
| Congo Belga . . . . .  | 9                              | 9                    | 0                          | 9                   | 0   |
| Egitto . . . . .   | 165                            | 165                  | 0                          | 165                 | 0   |
| Ungheria . . . . .   | 71                             | 71                   | 0                          | 71                  | 0   |
| India . . . . .  | 840                            | 840                  | 0                          | 840                 | 0   |
| Lettonia . . . . .   | 46                             | 46                   | 0                          | 46                  | 0   |
| Marocco . . . . .  | 22                             | 22                   | 0                          | 22                  | 0   |
| Portogallo . . . . .   | 208                            | 208                  | 0                          | 208                 | 0   |
| <b>Totale</b>  | <b>2.652</b>                   | <b>2.652</b>         | <b>0</b>                   | <b>2.644</b>        | <b>- 8</b>  |
| <b>3° Gruppo:</b>  |                                |                      |                            |                     |   |
| Albania . . . . .  | 7                              | 8                    | + 1                        | 8                   | 0   |
| Austria . . . . .  | 139                            | 140                  | + 1                        | 140                 | 0   |
| Cile . . . . .   | 89                             | 90                   | + 1                        | 90                  | 0   |
| Cecoslovacchia . . . . .                                       | 343                            | 344                  | + 1                        | 344                 | 0   |
| Perù . . . . .   | 60                             | 61                   | + 1                        | 61                  | 0   |
| Bulgaria . . . . .   | 58                             | 60                   | + 2                        | 60                  | 0   |
| Germania . . . . .   | 188                            | 192                  | + 4                        | 180                 | - 12  |
| Estonia . . . . .  | 34                             | 40                   | + 6                        | 40                  | 0   |
| Turchia . . . . .  | 67                             | 74                   | + 7                        | 76                  | + 2   |
| Messico . . . . .  | 70                             | 80                   | + 10                       | 80 <sup>9)</sup>    | 0   |
| Romania . . . . .  | 319                            | 335                  | + 16                       | 339                 | + 4   |
| Finlandia . . . . .  | 42                             | 62                   | + 20                       | 65                  | + 3   |
| Belgio . . . . .   | 1.837                          | 1.857                | + 20                       | 1.733               | - 124   |
| Norvegia . . . . .   | 187                            | 257                  | + 70                       | 257                 | 0   |
| Svezia . . . . .   | 488                            | 566                  | + 78                       | 631                 | + 65  |
| Africa del Sud . . . . .                                       | 562                            | 649                  | + 87                       | 748                 | + 99  |
| Giappone . . . . .   | 1.205                          | 1.302                | + 97                       | 1.324               | + 22  |
| Regno Unito . . . . .  | 4.850                          | 5.046                | + 196                      | 5.066               | + 20  |
| U. R. S. S. . . . .  | 2.277                          | 2.569 <sup>10)</sup> | + 292                      | 858                 | - 1.711 <sup>11)</sup>  |
| Stati Uniti . . . . .  | 25.216                         | 30.992               | + 5.776                    | 31.176              | + 184   |
| <b>Totale</b>  | <b>38.038</b>                  | <b>44.724</b>        | <b>+ 6.686</b>             | <b>43.276</b>       | <b>- 1.148</b>  |
| <b>Totale generale <sup>12)</sup></b>                          | <b>67.300</b>                  | <b>69.000</b>        | <b>+ 1.700</b>             | <b>67.300</b>       | <b>- 1.700</b>  |

1) Governo e „chartered banks“. 2) Banca del Canada e Governo. 3) Ultimi dati ottenibili. 4) Oro in paese.  
 In più, le disponibilità all'estero comprendono una certa quantità di oro che non è dichiarata. 5) Cifre relative all'Ottobre.  
 6) Il primo bilancio della banca dell'U. R. S. S. compilato in base al nuovo valore del cambio del rublo (un rublo eguale a tre franchi francesi) è stato pubblicato il 1° aprile 1936 e rivela una importante diminuzione delle scorte auree rispetto al 1° ottobre 1935. Si crede che l'oro „scomparso“ fu prelevato dal Commissariato delle Finanze, ma non si conosce la quantità esatta detenuta da questo Commissariato; la quantità indicata nella tabella per l'U. R. S. S. alla data del 31 marzo 1936 comprende soltanto l'oro dichiarato della Banca dello Stato. Come appare dalla tabella, la diminuzione netta delle riserve auree delle banche centrali e dei Governi nel primo trimestre del 1936 è da attribuirsi alla riduzione della cifra per la Russia. Le riserve delle altre Banche di emissione e Governi non hanno subito né diminuzioni né aumento, il che sembra indicare che nel primo trimestre del 1936 tutto l'oro offerto sarebbe stato assorbito dai Fondi per i Cambi e dal tesoreggiamento privato.  
 7) In parte stimato e comprendente anche altri paesi.

non rientra nelle scorte della Banca d'Italia, ma viene tenuto in un Fondo separato, di proprietà del Tesoro.

Le riserve auree della Reichsbank si mantennero nel corso dell'anno al basso livello di meno di 100 milioni di marchi, al quale erano scese nel 1934. Un leggero miglioramento nell'estate, fu seguito da un regresso nell'autunno, la posizione in fin d'anno mostrando una differenza insignificante rispetto all'anno precedente. Nella sua relazione annuale, la Reichsbank spiega che, date le circostanze, non fu in alcun modo possibile rilassare il controllo sui cambi ed occorre invece attenersi strettamente al principio del "Nuovo Piano", in base al quale le divise possono venir concesse soltanto nella misura in cui il loro reingresso le rende disponibili. Un rigido controllo permise di ridurre le importazioni da 4451 milioni di marchi nel 1934 a 4159 milioni nel 1935, e poichè durante lo stesso periodo le esportazioni aumentarono da 4167 a 4270 milioni, il saldo passivo di 284 milioni nel 1934 si convertì in un saldo attivo di 111 milioni di marchi nel 1935. Queste cifre non possono naturalmente venire poste in diretta relazione colla posizione in oro e divise, inquantochè altre voci della bilancia dei pagamenti entrano in giuoco e non è stata finora pubblicata alcuna stima per il 1935. L'analisi dei dati relativi al commercio estero è tuttavia interessante e s'ha notizia che nel 1935 60% delle esportazioni tedesche sono state pagate attraverso i conti di compensazione. Nella maggior parte dei casi, le eventuali eccedenze d'esportazioni in conto compensazione non sono liberamente disponibili; inoltre, 20% delle esportazioni tedesche fu compensato in via privata ovvero mediante le cosiddette operazioni ASKI. Soltanto 20% delle esportazioni furono effettuate contro divise "libere", delle quali una metà venne accantonata in conto "Accordi di Proroga" e per altri pagamenti, sicchè appena 10% rimase disponibile per pagare le eccedenze di importazioni dai paesi coi quali mancano accordi di compensazione e per far fronte ad altri pagamenti all'estero, come ad esempio per provvedere alle spese dei rappresentanti ufficiali all'estero. Ora, secondo le statistiche doganali tedesche, l'eccedenza di importazioni d'oro nel 1935 fu di circa 100 milioni di marchi, e rimase praticamente invariata la scorta d'oro conservata dalla Reichsbank all'estero. Una parte di questa eccedenza di importazioni può attribuirsi ad iniziative dell'estero, ma quella parte che fu importata per conto tedesco, si ritiene esser conservata, in quanto non ceduta per scopi industriali, quale riserva speciale a fronte di taluni impegni precedentemente contratti all'estero, particolarmente quelli della "Konversionskasse".

Passando alle banche centrali le cui riserve auree sono diminuite, la Banca Nazionale di Copenaghen utilizzò 15 milioni di corone per il rimborso di un credito estero venuto a scadenza; la Banca di Giava utilizzò parte delle sue riserve per far fronte a scadenze, ma ebbe un miglioramento in fine d'anno per effetto del rialzo dei prezzi dei prodotti coloniali, rialzo del quale naturalmente le Indie Orientali Olandesi risentirono il beneficio.

Nella ripresa degli affari e particolarmente del commercio estero, il continente europeo è rimasto indietro al resto del mondo e ciò si riflette anche nelle statistiche dell'oro. A parte le numerose banche centrali del continente che subirono perdite di riserve, nessuna altra banca centrale, tranne quella della U. R. S. S., riuscì ad aumentare le sue scorte auree in misura apprezzabile. Presentano particolare interesse gli eventi nel Belgio. Nel primo trimestre, la Banca Nazionale del Belgio utilizzò le sue riserve auree per provvedere le divise occorrenti a far fronte a un forte esodo di fondi. La svalutazione eseguita il 1° aprile 1935 fu seguita quasi immediatamente dal ricupero di capitali precedentemente espatriati e dall'afflusso temporaneo di nuovi capitali. Le scorte auree raggiunsero il massimo in giugno e d'allora in poi leggermente declinarono, probabilmente per effetto d'un graduale ritiro dei saldi in conto estero. Alla fine dell'anno la riserva aurea portata in bilancio dalla Banca Nazionale si ritrova appena al disopra della cifra fine 1934. Fra le banche centrali che hanno registrato modesti aumenti di riserve si può notare la Banca Nazionale di Romania, che ha acquistato una certa quantità di oro di produzione indigena e la Banca Nazionale di Jugoslavia, che ha anch'essa, rafforzato un po' le sue riserve.

Oltre gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, cui si accenna in appresso, alcuni altri paesi hanno aumentato in misura apprezzabile le loro scorte d'oro: tra essi la Norvegia e la Svezia e, fuori d'Europa, il Giappone e l'Africa del Sud. Nel 1935, il Giappone registra un'eccedenza di esportazioni di merci non grande in sè stessa (appena 27 milioni di yen), ma la prima che si verifica dopo la guerra. Quanto all'Africa del Sud, la Banca di Riserva ha considerevolmente aumentato la sua scorta d'oro e ridotto il portafoglio di Buoni del Tesoro nel 1934 e nel primo trimestre del 1935, ma nei tre trimestri successivi la riserva d'oro in luogo di aumentare, cominciò a diminuire, ritrovandosi però la consistenza di fin d'anno a 3,5 milioni di sterline al disopra dell'anno precedente.

Le riserve auree degli Stati Uniti aumentarono ininterrottamente nel 1935; l'incremento nel corso dell'anno fu di 1887 milioni di dollari, equivalenti a 5780 milioni di franchi svizzeri. L'importanza di questa cifra rispetto alla offerta corrente in provenienza dalle miniere o dall'Oriente nonchè alle perdite complessive della Banca di Francia, della Banca Neerlandese e della Banca Nazionale Svizzera, spicca dal seguente raffronto:

|   | milioni di fr. svizzeri |
|---|-------------------------|
| Aumento riserve auree degli Stati Uniti . . . . .   | 5780                    |
| Nuovo oro: proveniente dalle miniere . . . . .  | 3290                    |
| „ dall'Oriente . . . . .  | <u>570</u>              |
| Perdite complessive d'oro della Banca di Francia, della Banca Neerlandese<br>e della Banca Nazionale Svizzera . . . . . | 4160                    |

Gli Stati Uniti assorbono dunque nel 1935 una quantità d'oro nuovo equivalente all'intera produzione corrente, più circa la metà delle perdite complessive della Banca di Francia, della Banca Neerlandese e della Banca Nazionale Svizzera.

L'aumento delle riserve auree degli Stati Uniti va ascritto per 148 milioni di dollari alla produzione nazionale, per 1739 milioni all'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni d'oro. Nello stesso anno gli Stati Uniti hanno anche importato argento per dollari 336 milioni, sicchè le importazioni nette d'oro e d'argento salirono complessivamente a dollari 2075 milioni. Questa stragrande importazione di metalli preziosi non trova spiegazione negli elementi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti; anzi, negli ultimi anni le importazioni di merci negli Stati Uniti sono andate costantemente aumentando:

| Commercio estero degli Stati Uniti                                    | 1932          | 1933  | 1934    | 1935    |
|---|---------------|-------|---------|---------|
|   | milioni di \$ |       |         |         |
| Merci importate . . . . .   | 1.323         | 1.450 | 1.655   | 2.047   |
| Merci esportate . . . . .   | 1.611         | 1.675 | 2.133   | 2.282   |
| Eccedenza d'esportazioni  | 288           | 225   | 478     | 235     |
| Eccedenza d'importazioni d'oro (+) o<br>di esportazioni (-) . . . . . | - 446         | - 173 | + 1.134 | + 1.739 |
| Eccedenza d'importazioni d'argento .                                  | + 6           | + 41  | + 86    | + 366   |

Secondo calcoli recenti sulla bilancia dei pagamenti, sembrerebbe che l'eccedenza delle esportazioni, aggiuntivi i proventi degli investimenti all'estero, sia più che bilanciata dalle spese dei turisti all'estero, dalle rimesse degli emigranti e dai noli passivi. L'importazione d'oro e d'argento nel 1935 sembra dovuta unicamente a movimenti in conto capitali. Tali movimenti, ai quali si è accennato altrove nella presente relazione, comprendono: il rimpatrio di capitali americani dalla Germania (per esempio in conto Accordo di Proroga) da Londra e da Parigi; l'aumento dei saldi creditori in conto europeo nelle banche americane e i trasferimenti su vasta scala a scopo d'investimento in titoli sul mercato di Nuova-York.

In Gran Bretagna, le riserve auree della Banca d'Inghilterra, tuttora valutate all'antica parità, sono aumentate nel corso dell'anno di sterline 7,8 milioni, cifra che al valore attuale della sterlina rappresenta circa 13 milioni di sterline. Inoltre, v'è modo di giungere alla conclusione che anche il Fondo di Perequazione dei Cambi debba avere accresciuto in misura apprezzabile le sue disponibilità in oro. Infatti l'eccedenza delle importazioni d'oro in Gran Bretagna nel 1935 ha raggiunto il valore di sterline 70 milioni, calcolando l'oro al nuovo prezzo corrente. Nel commentare studiatamente questa cifra, il Ministero del Commercio ha spiegato che "come nei due anni precedenti, anche nel 1935 il saldo netto delle importazioni d'oro va attribuito indubbiamente in parte a oro introdotto in questo paese e qui rimasto in conto

estero, sebbene forse in misura inferiore a quella del 1933 e 1934". Pertanto, sulla eccedenza delle importazioni una aliquota maggiore deve essersi resa disponibile per acquisti in conto britannico, cioè per la Banca d'Inghilterra e per il Fondo di Perequazione dei Cambi. È interessante raffrontare tale conclusione colla cifra più indietro riportata della quantità dell'oro "scomparso" nel 1935. L'offerta globale d'oro di produzione corrente e in provenienza dall'Oriente è stata di 3860 milioni di franchi svizzeri da cui, deducendo all'incirca 160 milioni di franchi svizzeri per uso industriale, restano 3600 milioni di franchi svizzeri. Le riserve dichiarate delle banche d'emissione e dei Governi sono aumentate di 1700 milioni; resta una cifra di 2000 milioni di franchi svizzeri, equivalente a circa lire sterline 100 milioni, da spiegarsi in altro modo. Come si è detto sopra, una parte di quest'oro è stato tesoreggiato dal pubblico, una parte è passata in possesso delle banche centrali al di fuori delle riserve dichiarate; ma altri acquirenti importanti debbono esser stati i Fondi per il controllo dei cambi e specialmente il Fondo Britannico di Perequazione dei Cambi.

L'aumento delle disponibilità delle autorità monetarie britanniche è il risultato di parecchi movimenti diversi. Da una parte v'è stato un saldo attivo nella bilancia dei pagamenti, che il Ministero del Commercio valuta a sterline 37 milioni, più un saldo attivo dello stesso ordine di grandezza riferibile all'eccedenza dei rimborsi di prestiti esteri sopra le nuove emissioni in conto estero; a fronte di questo va posto una cifra non esattamente nota, ma certamente importante, rappresentante investimenti privati all'estero, specialmente in titoli americani. Nei riguardi degli Stati Uniti, vi sono stati ritiri di saldi creditori da parte dell'America, ma questa diminuzione dell'indebitamento del mercato londinese verso l'estero è stata più che bilanciata dall'incremento dei saldi creditori dei paesi dell'area della sterlina e del continente europeo sul mercato di Londra. Sebbene in parte i fondi di proprietà del continente siano stati utilizzati per estinguere debiti in sterline anzichè per accumulare disponibilità in questa moneta, apparirebbe che nell'insieme sia aumentato l'indebitamento del mercato londinese in conto estero, sempre però in misura inferiore all'aumento complessivo delle riserve auree della Banca d'Inghilterra e del Fondo di Perequazione dei Cambi.

Si conclude che nel corso dell'anno l'indebitamento verso l'estero è aumentato a Londra in una certa misura e a New-York in misura maggiore, ma l'aumento delle riserve auree di questi due centri è stato più che sufficiente per coprire i nuovi impegni verso l'estero. I grandi movimenti in conto capitale continuano a lasciare in seconda linea le operazioni internazionali per conto del commercio, o a titolo di pagamenti d'interesse e analoghe. Soltanto una piccola parte dei movimenti di capitali nel 1935 è da ascrivere a rimpatrio di fondi precedentemente inviati all'estero; il movimento maggiore rappresenta espatri di capitali: i risparmiatori inglesi, francesi, olandesi, svizzeri e d'altri paesi europei investirono fondi in titoli americani ed altri fondi furono trasferiti a Londra da parte del continente europeo. Nel primo trimestre

del 1936 sono diminuiti gli acquisti di titoli a New-York per conto europeo, ma la tensione sul mercato francese cagionata dall'esodo di capitali continua ininterrottamente. È chiara la difficoltà di prevedere i movimenti di capitali, in quanto non dipendono soltanto da considerazioni finanziarie ed economiche, ma anche in gran parte dalle disposizioni psicologiche dei capitalisti. Un'osservazione che importa ritenere è che soltanto in pochi paesi lo squilibrio della bilancia dei pagamenti ha dato luogo a spedizioni straordinarie di oro. Se il movimento dei capitali venisse a rallentarsi, dovrebbe sentirsene l'effetto sotto forma di un sensibile alleviamento della pressione che continua a esercitarsi sulla posizione oro. Invero, l'offerta corrente d'oro dalle miniere è già così grande e ha tali prospettive d'aumento, che in breve tempo il mondo potrebbe trovarsi di fronte non già alla scarsità, ma a una tale abbondanza d'oro quale non si è mai vista in passato.

#### IV. INDEBITAMENTO INTERNAZIONALE A BREVE TERMINE.

In precedenti relazioni annuali della Banca dei Regolamenti Internazionali sono state indicate le cifre alle quali veniva stimata l'enorme riduzione del valore in oro dell'indebitamento internazionale a breve termine, per effetto di rimborsi, consolidamenti, nonché del deprezzamento delle monete nelle quali i debiti erano rimborsabili: il complesso dei debiti internazionali a scadenza non posteriore a dodici mesi fu, per i paesi dell'Europa e gli Stati Uniti, stimato equivalente, sul finire del 1930, a 70 miliardi di franchi svizzeri, cifra ridottasi a 32 miliardi nel 1933 e a circa 29 o 30 miliardi alla fine del 1934. Durante il 1935, da un canto i paesi europei debitori continuarono a rimborsare debiti e i creditori americani ritirarono fondi importanti depositati specialmente presso banche inglesi e francesi; d'altro canto, i depositi in conti esteri presso banche americane aumentarono considerevolmente e il totale dei depositi per conto dell'estero a Londra aumentò anch'esso. Sono stati forniti alla Banca dei Regolamenti Internazionali, relativamente al 1935, dati più abbondanti che non negli anni precedenti, ma nella misura in cui tali dati sono comparabili coi precedenti sembrerebbe che il volume complessivo dei debiti esteri a breve termine ancora in esistenza si sia modificato di poco; la posizione dei debiti immobilizzati sembra tuttavia in diminuzione.

Va tenuto presente che ogni stima relativa ad un momento determinato in una materia che continuamente cambia di composizione e di volume non è che un'istantanea e non dà l'idea del movimento dei conti, il quale è importante come barometro dell'attività economica e come elemento essenziale dal punto di vista monetario (si riscontra che soltanto in Finlandia è possibile ottenere statistiche del movimento dei conti bancari coi corrispondenti esteri e degli effetti sull'estero).

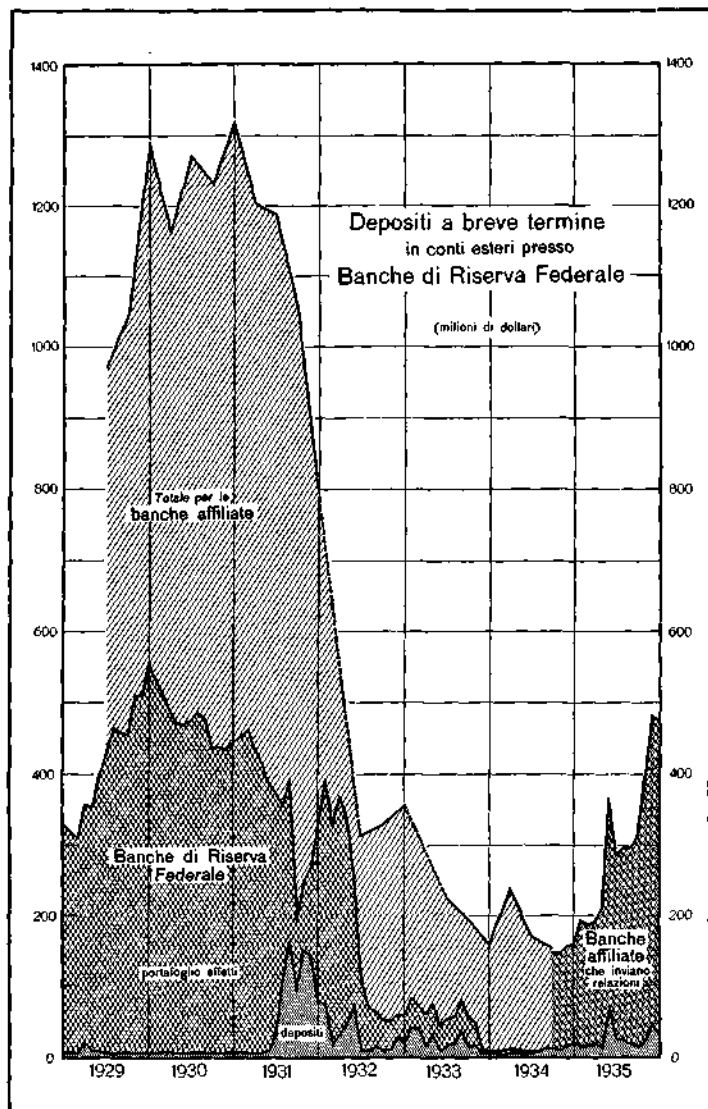
Inoltre, è importante notare che le stime surriferite comprendono debiti di natura assai eterogenea in quanto si riferiscono alle seguenti categorie di fondi: 1) crediti mercantili, di cui sono prototipi la cambiale e il credito documentato. In tempi normali questa categoria costituirebbe il grosso dell'indebitamento internazionale a breve termine, fluttuante in volume parallelamente alla tendenza nel volume del commercio internazionale; 2) crediti chirografari, che rappresentano crediti a breve termine nel senso stretto della parola in quanto che sono consentiti di regola per un periodo determinato da una banca a un'altra banca o società commerciale; il movimento in questa categoria di crediti si è rallentato dacchè sono entrati in vigore gli Accordi di Proroga e le restrizioni ai cambi; il volume totale va lentamente riducendosi, in quanto ben pochi nuovi crediti di questa categoria vengono concessi; 3) debiti risultanti da un deposito o analoga operazione e spesso rappresentati unicamente da una



scrittura contabile. Sono compresi in questa categoria tutti i depositi e impieghi di denaro a breve termine fatti per una ragione o l'altra sui principali mercati monetari i quali, in contropartita, divengono debitori a breve termine. I debiti di questa categoria differiscono da quelli della categoria precedente, soprattutto per la persona, creditore o debitore, cui spetta l'iniziativa della creazione del debito; la differenza corrisponde a quella che esiste fra un credito e un deposito. Questa categoria di debiti ha accusato negli ultimi anni un rapido movimento e importanti variazioni di volume.

Oltre i movimenti di capitali rientranti nelle tre categorie suddette, altri si verificano a seguito di operazioni in investimenti a lungo termine. I titoli emessi sul mercato e appartenenti a stranieri rappresentano in potenza un indebitamento del mercato stesso a breve termine, circa il quale è difficile ottenere dati sufficienti. La caratteristica dei movimenti dei capitali verificatisi da quando, nel gennaio 1934 fu fissata la nuova parità aurea del dollaro, è stato il continuo afflusso di capitali agli Stati Uniti: i capitali americani che erano stati concessi in prestito in Europa nel primo decennio dopo la guerra, o che quivi avevano cercato rifugio durante il periodo d'incertezza sulla sorte del dollaro nel 1933, sono stati rimpatriati; più recentemente, dei capitali europei sono affluiti agli Stati Uniti, sia per investimento in titoli, sia per la costituzione di disponibilità su quel mercato. Sebbene sia stato visibile un forte movimento sui mercati dei capitali a breve termine e dei cambi esteri, movimento posto in evidenza dall'afflusso d'oro agli Stati Uniti, esso si riflette soltanto in parte nelle statistiche dei capitali a breve termine dei diversi mercati. La spiegazione si trova nel fatto che i capitali a breve termine mobilitati e trasferiti sono stati impiegati in gran parte per investimenti in valori mobiliari a lungo termine sul mercato destinatario. Cionondimeno, è interessante analizzare questo movimento in quanto rivelato dalle statistiche dei capitali a breve termine e specialmente dalle statistiche settimanali di cui recentemente è stata intrapresa la pubblicazione e che comprendono oltre il 90 % dei depositi in conti esteri presso tutte le banche affiliate al Sistema di Riserva Federale. Fu avvertito nel Federal Reserve Bulletin che "le statistiche raccolte sono state modificate di tanto in tanto in relazione alle nuove occorrenze o ai cambiamenti osservati nelle condizioni economiche e tutto il nuovo materiale d'informazione sostanzialmente accurato e d'interesse generale è stato messo a disposizione del pubblico".

Un'idea generale del movimento dei capitali a breve termine sul mercato americano dalla fine del 1928 in poi può ricavarsi dal grafico alla pagina seguente, tracciato sulla base delle statistiche delle banche affiliate e delle cifre dei depositi in conto estero e garanzie fornite delle Banche di Riserva Federale su effetti acquistati sul mercato per conto dei loro corrispondenti esteri. Il volume così ottenuto rappresenta da 30 a 50 % dell'indebitamento totale degli Stati Uniti verso l'estero a breve termine, secondo le statistiche annuali del Dipartimento del Commercio.



L'importanza degli investimenti di banche centrali sul mercato di Nuova York può giudicarsi dal fatto che, intorno alla metà del 1929, le accettazioni acquistate dalle Banche di Riserva Federale per conto dell'estero rappresentarono oltre 40% del totale delle accettazioni trovantisi sul mercato. Questa posizione è stata quasi completamente liquidata negli ultimi anni, avendo le banche centrali convertito in oro i loro averi in dollari, oppure utilizzati questi ultimi per la difesa delle rispettive monete. Il movimento delle cifre bancarie più importanti, tratte dalle pubblicazioni del Dipartimento del Commercio e riassunte nella tabella seguente, illustra ulteriormente il cambiamento avvenuto nelle relazioni tra il mercato americano e gli altri mercati.

Il volume degli investimenti a breve termine all'estero accumulati nel primo decennio dopo la guerra ha continuato a diminuire fino alla fine del 1932; dopo

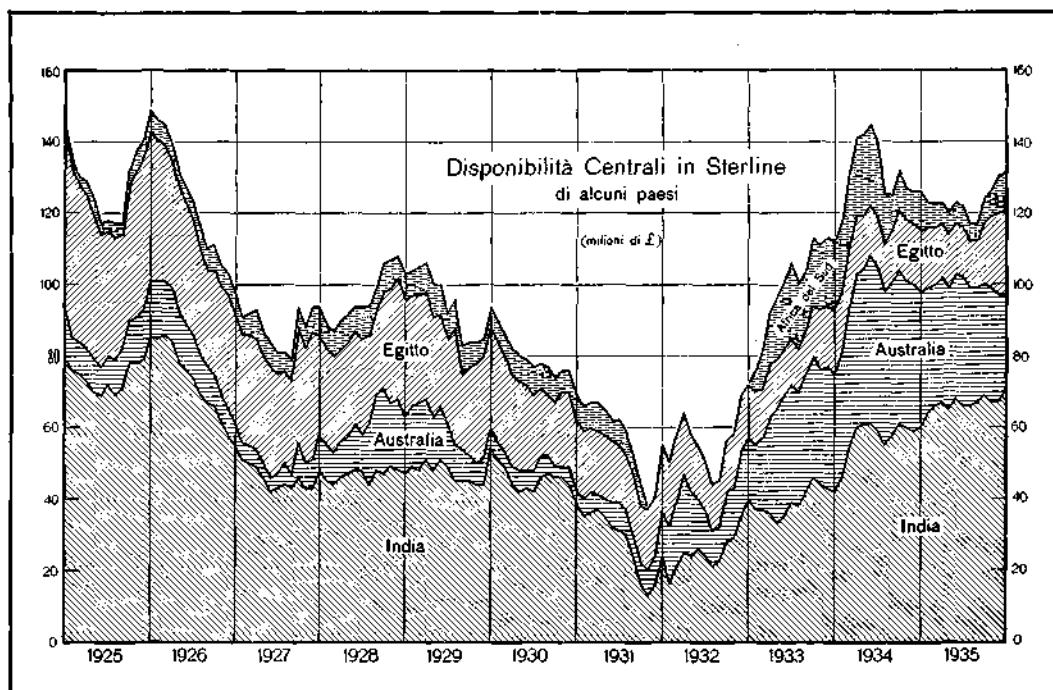
| Conti bancari internazionali degli Stati Uniti                 | Alla fine del       |       |       |       |       |       |
|--|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | 1930                | 1931  | 1932  | 1933  | 1934  | 1935  |
|  | Millioni di dollari |       |       |       |       |       |
| Attività a breve termine possedute su mercati esteri . . . . . | 1.802               | 1.239 | 1.053 | 1.082 | 1.216 | 852   |
| Passività a breve termine in conti esteri . . . . .            | 2.737               | 1.465 | 870   | 487   | 614   | 1.219 |
| Posizione netta . . . . .                                      | - 935               | - 226 | + 183 | + 595 | + 602 | - 367 |

una interruzione nei due anni successivi, la tendenza riprese alla fine del 1935. Al passivo, i ritiri dal mercato di Nuova-York da parte dell'estero aumentarono rapidamente fino al 1933; nell'anno seguente si iniziò il ritorno dei capitali esteri alle banche americane, il volume dei quali raddoppiò nel 1935 raggiungendo il precedente livello massimo, già raggiunto nella primavera del 1932. Questo aumento degli averi dell'estero a Nuova-York sembra doversi attribuire non solo alla creazione di nuove disponibilità da parte delle banche e ditte europee, ma anche in parte a fuga di capitali. È difficile farsi un'idea del volume dei capitali europei investiti sul mercato dei titoli di Nuova-York, ma sembra indubbio che debba esser stato considerevole, specialmente l'anno scorso. Un'idea incompleta eppure significativa è fornita dalla tabella seguente che indica in cifre tonde il numero di azioni ordinarie della United States Steel Corporation, possedute da stranieri, numero il quale, benchè tanto in aumento, non rappresentava nel 1935 che meno del 6% del capitale emesso, contro 25% nel 1914.

| Azioni ordinarie della U. S. Steel Corporation | Numero d'azioni alla fine dell'anno |         |         |
|--|-------------------------------------|---------|---------|
|  | 1929                                | 1934    | 1935    |
| Inglesì . . . . .                              | 38.000                              | 150.000 | 191.000 |
| Olandesi . . . . .                             | 42.500                              | 157.000 | 186.000 |
| Altri stranieri . . . . .                      | 101.500                             | 113.000 | 128.000 |
| Totale   | 182.000                             | 420.000 | 505.000 |

Sotto certi punti di vista, Londra si è trovata esposta alle stesse influenze che hanno agito sul mercato americano; per esempio, le banche centrali del continente europeo hanno, in generale, liquidato i loro averi in sterline dopo il 1931, ma il fatto d'essere il centro finanziario di parecchi paesi, all'interno e all'esterno della comunità delle nazioni britanniche, espose il mercato di Londra a influenze particolari manifestatesi prima e dopo la crisi del 1931. Il grafico seguente rappresenta a titolo d'esempio — in base alle informazioni pubblicate nei rispettivi paesi — le disponibilità di quattro paesi importanti che mantengono in sterline parte delle loro riserve, cioè l'India, l'Australia, l'Egitto e l'Africa del Sud.

La diminuzione delle riserve centrali in sterline, da oltre 100 milioni di sterline alla fine del 1928 a 40 milioni di sterline nell'autunno del 1931, spiega una delle ragioni della pressione che si esercitò sul mercato della sterlina negli anni che precedettero la sospensione del regime aureo e mostra come Londra, in quanto centro finanziario d'un gruppo di paesi non industrializzati, è esposta a subire direttamente l'effetto di una caduta dei prezzi dei prodotti di primaria importanza in paesi che pur ne distano di migliaia di chilometri; nè il diagramma spiega interamente la situazione, poichè tra l'altro, nel triennio terminato verso la metà del 1931, l'Australia contrasse a Londra prestiti a breve termine per quasi 40 milioni di sterline e l'India si procurò nello stesso modo nel 1931 quasi 30 milioni di sterline. A partire dal 1931



si è verificata una rapida accumulazione delle disponibilità centrali in sterline, le quali hanno superato il livello del 1928. Va osservato tuttavia che le banche commerciali tendono in genere a conservare ora minori disponibilità in sterline che non nel passato e a cederne le eccedenze man mano che si producano alla banca centrale rispettiva. Inoltre, nel giudicare la posizione di ciascuno dei detti paesi, vanno presi in considerazione fattori speciali: l'India si è trovata in grado di rimborsare alle scadenze una parte del suo debito verso Londra mediante disponibilità ivi accumulate; l'Africa del Sud ha rimborsato in modo analogo la totalità del suo debito di guerra e ha recentemente convertito in oro parte delle sue disponibilità in sterline, che avevano assunto proporzioni anormali al principio del 1934; le disponibilità dell'Australia a Londra sono state accresciute per effetto di vendite d'oro, ma per l'incontro il debito a breve termine è stato totalmente riscattato dalla Commonwealth Bank e non figura compreso tra le disponibilità in sterline cui si riferisce il grafico (se si tiene conto delle disponibilità in oro in sterline delle banche commerciali, le riserve internazionali dell'Australia raggiungono presentemente appena metà della cifra relativa al 1928/1929).

Analoghi movimenti di capitali si riscontrano in altri paesi dell'area della sterlina. Per esempio, la Sveriges Riksbank oltre ad aumentare le sue scorte d'oro ha accumulato circa 30 milioni di sterline a partire dalla primavera del 1932; la Banca di Riserva insieme colle banche commerciali della Nuova Zelanda possedevano alla fine del 1935 oltre 30 milioni di sterline, mentre nel 1931 si erano trovate a dover contrarre prestiti a Londra per far fronte alle scadenze. Dal punto di vista del mercato di Londra, tali accumulazioni rappresentano un aumento degli impegni del mercato verso

i paesi dell'area della sterlina. Attualmente le disponibilità a breve termine dei paesi dell'area della sterlina sul mercato di Londra rappresentano un elemento importante nella posizione debitoria a breve termine di quel mercato.

Durante il 1935 le fughe di capitali europei presero in gran parte la strada di Nuova York, via Londra; una parte dei capitali però rimase a Londra, i paesi del continente avendo aumentato i loro saldi creditori su quel mercato, acquistato titoli alla Borsa di Londra e rimborsato debiti in sterline anche per conto del commercio. D'altra parte, i capitali americani investiti a Londra e i fondi precedentemente tenuti in deposito o in oro, emigrarono verso gli Stati Uniti. Nell'insieme, se si eccettuano i paesi dell'area della sterlina che hanno il loro centro finanziario in Londra, gli averi a breve termine tenuti in conto estero su quel mercato non aumentarono di molto nel 1935. Senonchè nel primo trimestre del 1936 la massima parte del flusso di capitali provenienti dal continente si è diretta verso l'Inghilterra, una minor parte andando agli Stati Uniti. L'indebitamento a breve termine del mercato di Londra verso l'estero aumentò pertanto bruscamente, rimanendo tuttavia completamente coperto da oro o crediti verso l'estero.

La situazione migliorò durante il 1935 nei paesi dell'Europa settentrionale che rientrano nell'area della sterlina. Favorita da una serie d'annate in cui la bilancia commerciale, dalla quale dipende strettamente la sua bilancia dei pagamenti, presentò un saldo attivo, la Finlandia si trovò in grado di rimborsare una parte importante dei suoi debiti a breve e a lungo termine verso l'estero; alla fine del 1933 il suo conto di debiti e crediti verso l'estero a breve termine presentò per la prima volta un saldo attivo. Nel 1935 i crediti a breve termine della Finlandia verso l'estero subirono una riduzione di 250 milioni di marchi finlandesi, nonostante l'eccedenza di esportazioni di 860 milioni; ciò si deve al fatto che oltre a un acquisto d'oro per circa 300 milioni di marchi finlandesi per conto della Banca centrale, furono rimpatriate o ammortizzate obbligazioni a lungo termine emesse all'estero per un ammontare di circa 870 milioni. Le partite ordinarie della bilancia dei pagamenti della Svezia hanno presentato un saldo attivo già fino dal 1932; inoltre, importanti investimenti svedesi all'estero sono stati liquidati, il loro ricavo venendo rimpatriato. La Sveriges Riksbank acquistò oro per circa 100 milioni di corone nel 1935 e cionondimeno i suoi averi netti all'estero aumentarono di 76 milioni di corone raggiungendo un totale di 629 milioni di corone, dopo aver toccato, con una punta a 657 milioni in settembre, il massimo assoluto; la posizione delle banche private svedesi rimase praticamente immutata secondo le statistiche ufficiali. Lo stesso può dirsi riguardo alle banche norvegesi costituite in società anonime, mentre le scorte di cambi della Norges Bank passavano nel 1935 da 57 a 112 milioni di corone e la parte "mantenuta provvisoriamente in oro" saliva da 16 a 66 milioni di corone. Maggior agitazione si è avuta durante l'anno in Danimarca. Un'organizzazione agraria proclamò nell'autunno una specie di "sciopero monetario" consistente nel prolungare fino a 3 mesi i crediti a 10 giorni

abituamente concessi agli importatori inglesi, ciò che si pensava avrebbe dovuto privare per circa due mesi e mezzo la Banca Nazionale delle divise normalmente rientranti dalle esportazioni, costringendola a deprezzare ulteriormente la moneta nazionale. Senonchè la Banca Nazionale prese precauzioni, tra l'altro, aumentando il tasso di sconto da  $2\frac{1}{2}$  a  $3\frac{1}{2}$ ‰ e lo sciopero in realtà fallì quasi prima di aver cominciato. Ne risultò rafforzata la fiducia nella stabilità della corona danese il che, aggiungendosi ad un simultaneo rialzo dei prezzi all'esportazione dei prodotti danesi, generò un ulteriore miglioramento. Nell'agosto, la Banca Nazionale realizzò oro per 15 milioni di corone, rimborsando col ricavo un credito svizzero di 20 milioni di franchi che pendeva fino dal 1932.

I paesi del blocco dell'oro subirono nel corso dell'anno una serie di movimenti straordinari di capitali. Nel Belgio, l'esodo di capitali raggiunse il culmine nel marzo 1935 senza, per altro, influire seriamente sulla posizione della Banca Nazionale. Dopo la svalutazione monetaria del 1° aprile 1935, motivata da considerazioni economiche e politiche di varia natura, s'iniziò un reingresso di capitali nazionali ed esteri che raggiunse proporzioni considerevoli, contribuendo a rafforzare le posizioni delle banche commerciali. Questo afflusso continuò fino al giugno, seguito da un riflusso che non raggiunse però proporzioni tali da abbassare la percentuale di copertura della Banca centrale. Alla fine dell'anno gli impegni a breve termine delle banche verso l'estero si totalizzavano a circa 1900 milioni di franchi belgi, a raffronto dei quali si possono mettere le riserve auree della Banca Nazionale per oltre 17 miliardi.

In aprile e maggio 1935 la bufera si spostò sulla Svizzera, l'Olanda e la Francia ritornando varie volte, specialmente in luglio e settembre (Olanda) e in novembre (Francia). Gli incidenti, già illustrati dal grafico dei cambi a termine inserito nel capitolo II, sono ancora meglio rivelati dalla seguente tabella indicante le perdite (—) o gli acquisti (+) d'oro da parte delle banche centrali nei cinque trimestri dal gennaio 1935 al marzo 1936.

| Movimenti trimestrali<br>delle riserve centrali d'oro | 1935                        |          |          |          | 1936     |
|---|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|
|   | 1° trim.                    | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. |
|   | Milioni di franchi svizzeri |          |          |          |          |
| Francia . . . . .                                     | + 104                       | — 2.359  | + 190    | — 1.155  | — 476    |
| Olanda . . . . .                                      | — 130                       | — 253    | — 254    | + 224    | + 146    |
| Svizzera . . . . .                                    | — 197                       | — 517    | + 177    | + 16     | + 120    |
| Belgio . . . . .                                      | — 210                       | + 313    | — 84     | + 1      | — 125    |
| Totale  | — 433                       | — 2.816  | + 29     | — 914    | — 335    |
| Italia . . . . .                                      | + 4                         | — 64     | — 365    | — 334    |          |
| Totale  | — 429                       | — 2.880  | — 336    | — 1.248  |          |

I movimenti in questione furono caratterizzati dalla loro acuità: nell'aprile, la Banca Nazionale Svizzera perdette 350 milioni di franchi, cioè un quinto della sua

riserva aurea; la Banca di Francia perdette in maggio 9 miliardi di franchi francesi e in novembre quasi 6 miliardi; la Banca Neerlandese perdette un quinto della sua riserva aurea nel corso d'una sola settimana del luglio, abbassando la sua percentuale di copertura di 13 punti. All'Assemblea generale della Banca di Francia del gennaio 1936 il Governatore, parlando della tensione dei riporti, così commentava: "Esso rivela l'esistenza di posizioni speculative che, sebbene ripetutamente tenute in iscacco, non sono ancora definitivamente liquidate. Vano riuscirebbe, per altro, l'attribuire a questa unica causa le tendenze avverse che si sono manifestate sul mercato dei cambi. Esse risultano infatti principalmente da un movimento di esportazioni di capitali incoraggiato soprattutto in novembre dalla ripresa dei titoli agli Stati Uniti. L'importanza dei depositi per conto dell'estero sulla piazza di Parigi è troppo insignificante perchè il loro ritiro basti a spiegare tali trasferimenti di capitali. In realtà, ora più che mai, la sorte del franco è in mano ai Francesi". Durante lo scorso anno, l'esodo di capitali si è spinto oltre la liquidazione degli averi dell'estero sui principali mercati monetari e ha toccato uno strato più profondo di capitalisti. L'esodo dalla Svizzera fu principalmente di capitali ivi da lunghi anni investiti per conto di stranieri; il capitale che emigrò dalla Francia e dall'Olanda fu integralmente indigeno. Fu questa contrazione del mercato interno, dovuta a esportazioni di capitali, e non la scarsità delle riserve auree, in realtà mantenutesi sufficienti, che obbligò il Tesoro francese nel febbraio 1936 a procurarsi un credito di 40 milioni di sterline a Londra per far fronte a spese in franchi. Il credito fu consentito al tasso di 3%, apprezzabilmente inferiore a quello al quale l'operazione avrebbe potuto riuscire a Parigi; il credito fu naturalmente ricercato sulla piazza più a buon mercato.

Le perdite d'oro della Banca d'Italia che, all'infuori del bilancio al 31 dicembre 1935, non ha pubblicato situazioni dopo il 20 ottobre, furono forti nel secondo semestre in seguito a rimborsi di crediti commerciali ed altri e a pagamenti in contanti per le importazioni.

Il valore oro dell'indebitamento della Germania a breve termine non ha continuato nel 1935 a beneficiare in anni precedenti del deprezzamento della sterlina e del dollaro. La liquidazione dei crediti prorogati, i quali ammontavano nell'estate del 1931 a circa 6300 milioni di marchi, è proseguita col sistema dei marchi registrati.

| Aperture di Credito utilizzate | Febbraio<br>1934  | Dicembre<br>1934 | Dicembre<br>1935 | Movimento<br>nel 1935 |
|--------------------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------------|
|                                | Milioni di marchi |                  |                  |                       |
| Inghilterra . . . . .          | 615               | 517              | 545              | + 28                  |
| Svizzera . . . . .             | 528               | 459              | 312              | — 147                 |
| Stati Uniti . . . . .          | 639               | 430              | 366              | — 64                  |
| Olanda . . . . .               | 328               | 224              | 142              | — 82                  |
| Francia . . . . .              | 104               | 68               | 31               | — 37                  |
| Altri paesi . . . . .          | 47                | 36               | 28               | — 8                   |
| <b>Totali</b>                  | <b>2.261</b>      | <b>1.734</b>     | <b>1.424</b>     | <b>— 310</b>          |

Sebbene il totale delle aperture di credito da parte di banche inglesi sia stato ridotto, il loro utilizzo aumentò; l'utilizzo delle aperture di credito accordate della Svizzera e dell'Olanda scemò d'un terzo e quello delle aperture di credito accordate dalla Francia scemò di metà; i ritiri da parte delle banche americane furono più moderati che non negli anni precedenti. A partire dal 1° marzo 1933, allorché fu inaugurato il sistema dei marchi registrati, 1416 milioni di marchi sono stati ritirati attraverso tale meccanismo, 60% della qual somma furono impiegati a scopo turistico in Germania.

I debiti esteri dell'Ungheria sono diminuiti considerevolmente dopo il 1931, in parte a causa del deprezzamento di talune monete in cui sono espressi e in parte in seguito a rimborsi in conto capitale. I debiti a breve termine rientranti nell'Accordo di Proroga fra creditori esteri e debitori ungheresi sono stati ridotti d'oltre metà nell'ultimo quadriennio. I rimborsi di debiti a breve termine sono stati effettuati in pengö; le somme in pengö accumulate in seguito a rimborsi di debiti soggetti agli Accordi di Proroga possono essere convertite in valute estere in relazione alle esportazioni supplementari previste nell'Accordo per il trasferimento di pengö, nonché mediante vendite a turisti, mediante rimesse di emigrati e simili operazioni. Rispetto a taluni paesi, l'Ungheria è divenuta paese creditore in conto compensazione, posizione di cui ha profittato per rimborsare taluni debiti verso i paesi stessi. In tal modo fu rimborsato parte del credito di 5 milioni di dollari concesso dalla Reichsbank nel 1931 e al principio del 1936 fu predisposta la liquidazione di un debito contratto anteriormente verso la Banca d'Italia.

Fu rammentato nella precedente Relazione Annuale che l'Accordo di Proroga austriaco era giunto al termine. I debiti della Kreditanstalt, regolati da un accordo distinto da quello di proroga, furono oggetto al principio del 1936 di una liquidazione nella quale i creditori consentirono a ricevere a completa tacitazione dei loro "live claims" ammontanti a 215 milioni di scellini, un pagamento immediato in contanti di 60 milioni ed un pagamento rateale d'altri 40 milioni in 20 anni. Dei 60 milioni di scellini da fornirsi in valute estere, la Banca Nazionale ne fornì 38,8 milioni provenienti dalla sua riserva, 12 milioni furono pagati dalla Kreditanstalt e i rimanenti 9,2 milioni furono regolati da accordi speciali con singoli creditori. Il pagamento immediato di una somma così forte in valute estere fu possibile grazie allo sviluppo favorevole della posizione cambi della Banca Nazionale, salita da 35 milioni di scellini a 112 milioni nel corso del 1935.

L'indebitamento a breve termine della Russia, che aveva raggiunto proporzioni considerevoli nel 1930, fu quasi interamente estinto nel 1935 col rimborso dei crediti a breve termine concessi dalla Germania. Nell'aprile del 1935 fu stipulato un nuovo accordo commerciale colla Germania, comprendente un credito a 5 anni di 200 milioni di marchi, il quale però, alla fine dell'anno, risultava utilizzato soltanto in parte. Le importazioni russe di provenienza germanica, che nel 1932 rappresentavano 46% del



totale, scesero a 9% nel 1935; i debiti rimborsati dalla Russia alla Germania sono stimati in soli 60 milioni di marchi nel 1936, contro 220 milioni l'anno prima. Il rimborso dei crediti dell'estero è stato grandemente facilitato dall'accresciuta produzione dell'oro. La Russia ottenne nel corso dell'anno crediti a lungo o a medio termine da taluni paesi (Cecoslovacchia, Italia ecc.), ma il primo posto, tanto per le importazioni, quanto per le esportazioni, è stato preso dalla Gran Bretagna.

L'accumulazione di debiti commerciali ha dato origine a difficoltà in taluni paesi tra cui la Romania e la Spagna, nel quale ultimo paese gli arretrati in sofferenza raggiunsero il valore di 6 mesi d'esportazioni, situazione sboccata in un accordo di compensazione con l'Inghilterra, paese verso il quale la bilancia dei pagamenti della Spagna ha un forte saldo attivo. Un lungo periodo di sofferenza dei debiti commerciali priva l'esportatore del suo capitale liquido e lo espone al rischio delle oscillazioni dei cambi, ciò che ha serie ripercussioni sul volume del commercio internazionale. Cresce il numero dei paesi nei quali si provvede a mobilitare i crediti inesigibili degli esportatori mediante intervento di un ente centrale; in Jugoslavia e in Ungheria la provvista di fondi a questo scopo è stata una delle cause nell'aumento della circolazione di biglietti.

Il movimento dei capitali a breve termine da un mercato all'altro all'epoca della crisi acuta del 1931, fu principalmente causato dai ritiri di depositi presso banche centrali o di crediti precedentemente concessi a banche estere e altri enti. Nel decorso anno si sono ancora verificati ritiri di questa natura, specialmente da parte di creditori americani che rimpatriarono i loro depositi all'estero; ma il grosso dei trasferimenti nel 1935 fu di natura diversa. Di regola non si trattò di operazioni di credito, bensì di trasferimento di investimenti privati.

Va rilevato anche l'effetto che può avere un cambiamento d'abitudini circa i pagamenti per conto del commercio estero. In parecchi casi in cui sembrò verificarsi un efflusso di danaro da un mercato, fu riscontrato che tale pressione risultava in gran parte dal fatto che le ditte commerciali coprivano i loro impegni verso l'estero in anticipo, ovvero lasciavano temporaneamente all'estero i pagamenti ricevuti in divise estere. Delle considerazioni di carattere semi-speculativo possono presiedere a tali operazioni, ma è naturale che i commercianti obbediscano al legittimo interesse di premunirsi contro le perdite che subirebbero in caso di violenti modificazioni nei rapporti monetari.

La speculazione propriamente detta può ad un determinato momento, operando con denaro preso a prestito, intensificare un movimento, ma le sue operazioni saranno coronate da successo soltanto se riusciranno a creare un'atmosfera psicologica che favorisca l'entrata in azione di fattori più importanti. In seguito a una serie di discussioni avvenute nella primavera del 1935 fra i Governatori di banche centrali in occasione delle riunioni del Consiglio d'Amministrazione della Banca dei Regolamenti

Internazionali, le banche centrali dei principali mercati europei presero accordi con le rispettive banche private e altre aziende di credito allo scopo di frenare la concessione di crediti per scopi speculativi sull'oro o sulle valute. S'ebbe cura in particolare di limitare quanto più possibile la concessione di crediti per acquisti di cambi a termine alle sole operazioni commerciali e altre di carattere non speculativo. Le restrizioni concordate sono risultate in gran parte efficaci, riuscendo a limitare il volume della speculazione mediante fondi presi a prestiti.

Tale intervento delle banche centrali ha avuto importanza non soltanto in quanto ha frenato la speculazione di carattere non desiderabile, ma anche in quanto ha rappresentato un provvedimento di difesa contro i pericoli costituiti da bruschi trasferimenti di capitali da un mercato all'altro. Data l'importanza che presentano dal punto di vista monetario i movimenti dei capitali vaganti, può riuscire interessante rammentare sommariamente le misure atte a prevenire sviluppi pericolosi:

I. In primo luogo le banche centrali già sorvegliano più dappresso che non in passato la ricerca di fondi all'estero. Vengono raccolti dati statistici più completi e il materiale raccolto viene analizzato in base a una miglior conoscenza dei problemi che si presentano. E' tipica manifestazione dei criteri che cominciano a diffondersi l'asserzione del Dr. Kienböck, Presidente della Banca Nazionale Austriaca (citata nella precedente Relazione Annuale), secondo cui l'Austria non accoglierebbe dall'estero crediti a breve termine all'infuori quelli che si creano in modo naturale nel commercio di importazione. Se questa regola venisse dappertutto osservata, resterebbe esclusa la creazione d'una categoria di crediti che possono facilmente immobilizzare la situazione di un paese.

II. In secondo, luogo, anche le banche centrali dei paesi creditori cominciano a prestare maggiore attenzione a tale problema, si procurano più ampie informazioni e in generale sorvegliano la situazione. Gli accordi presi nel 1935 da parecchie banche centrali con le aziende di credito dei rispettivi mercati relativamente alla soppressione dei fidi per speculazioni in valute e in oro, costituiscono una prova del loro attivo interessamento in questa materia.

III. Per poter resistere alla tensione prodotta da un esodo di fondi dal mercato, le banche centrali debbono poter disporre di riserve monetarie adeguate. La rivalutazione delle riserve auree nei paesi a moneta deprezzata accrescerà automaticamente copertura d'oro sulla quale i mercati potranno contare in relazione ai loro impegni presenti o futuri verso l'estero. Inoltre, l'aumento della produzione dell'oro, che in peso supera di 50% quella del 1929, costituisce un maggiore approvvigionamento che permette alle banche centrali di rimpinguare le loro riserve. Alla Conferenza monetaria ed economica del 1933 a Londra fu emesso un voto in favore dell'accordare alle banche centrali maggior elasticità nelle norme legislative riguardanti la loro copertura legale col ridurre, per esempio, la percentuale minima di copertura a una

cifra non superiore a 25 %. Fu affermato in tale occasione che tale modificazione non dovrebbe servire di pretesto a costruire una vasta superstruttura di biglietti e crediti, bensì ad accrescere le riserve libere delle banche centrali, rafforzandone la situazione. Conformemente a tale voto, le leggi e gli statuti di parecchie banche centrali sono stati modificati in maniera da assicurare maggior efficienza delle riserve monetarie nel far fronte a pagamenti all'estero. In caso di necessità, le riserve di una banca centrale possono anche venir rafforzate mediante crediti concessi da altre banche centrali.

IV. Ogni influenza deprecabile che l'afflusso o l'efflusso di capitali vaganti può produrre sulla situazione del credito all'interno, risulterà per lo meno attenuata per effetto della politica creditizia che la banca centrale del mercato in pericolo riterrà opportuno di seguire. Nel determinare i criteri della loro politica, le banche centrali si trovano a dover distinguere fra i movimenti d'oro conseguenti a uno squilibrio della bilancia dei pagamenti correnti, ai quali dovrebbe esser consentito di portare effetto sul volume del credito, e gli altri movimenti che non rappresentano altro che un afflusso o efflusso temporaneo di capitali.

V. Infine si può osservare che la situazione pericolosa del 1931 dipese non soltanto dall'uso esagerato di crediti a breve termine per scopi che avrebbero più legittimamente richiesto finanziamenti a lungo termine, ma anche dal fatto che si usava conservare all'estero capitali a breve termine in quantità eccessive, e non sempre nei loro centri naturali. È ovvio, per esempio, che una vasta quantità di capitali conservati a Londra per conto di paesi dell'area della sterlina, malgrado i suoi vasti movimenti, è meno soggetta a onde brusche e violente che non uno stesso volume di capitali appartenenti ad altri paesi europei. La situazione del 1930 fu in gran parte il risultato d'una ipertrofia del regime di cambio aureo, quale non è probabile si ripeta in avvenire.

I vasti movimenti di capitali negli ultimi anni sono stati cagionati, in gran parte, da timori di bruschi deprezzamenti delle monete. Quando venisse ristabilito un regime monetario stabile e riprendesse la fiducia del pubblico, si potrebbe esser certi che i rapidi movimenti di capitali a breve termine sarebbero cagione d'assai minore ansietà. Tuttavia, anche se la fiducia nelle monete ritornasse quale era, per esempio, prima del 1914, l'andamento dell'indebitamento internazionale a breve termine dovrebbe continuare ad essere sorvegliato. Giacchè, anche all'infuori dei movimenti causati dal timore di svalutazioni, possono verificarsi altri importanti movimenti capaci di alterare le liquidità dei mercati monetari e premere sulle riserve delle banche centrali. In un'epoca di frequenti emissioni di prestiti internazionali, può rimanere un intervallo fra il momento dell'emissione di un prestito e quello in cui il ricavo viene utilizzato; durante questo intervallo, il volume dei capitali a breve termine sul mercato d'emissione del prestito può assumere proporzioni anormali. Inoltre, una depressione che si estenda su un gran numero di paesi può aver per effetto una prolungata pressione

sul centro monetario in cui tali paesi conservano le loro riserve monetarie; il grafico a pagina 45 mostra, ad esempio, la pressione esercitata su Londra negli anni precedenti il 1931 e i vasti movimenti di capitali affluenti agli Stati Uniti per impiego in prestiti alla giornata o in titoli sulla Borsa di Nuova York che si verificò nel 1929 fornisce un altro esempio di lunga pressione sul mercato dei cambi in un'epoca in cui non esisteva agitazione nel campo monetario. Pertanto è essenziale che le banche centrali continuino a raccogliere informazioni sulle attività e passività internazionali e che gli sviluppi della situazione vengano osservati attentamente su ciascun mercato nazionale e anche da un punto di vista internazionale.

## V. LA TENDENZA DEI TASSI DI INTERESSE A BREVE E LUNGO TERMINE.

La tendenza al ribasso che i tassi di interessi a breve e lungo termine cominciarono a manifestare nella primavera del 1932 appena passata la fase acuta della crisi di liquidità dell'estate e autunno precedenti, continuò a dominare i movimenti in questo campo nel 1935. Fuori di Europa la tendenza al miglior mercato del denaro a breve termine continuò quasi senza interruzione, e può forse dirsi lo stesso dell'Europa, in quanto parecchi fra i tassi più alti furono abbassati; diverse banche centrali praticarono i più bassi tassi che esse abbiano mai quotato nel dopoguerra o anche prima, alcuni dei quali, attualmente ancora in vigore, mostrano una resistenza senza precedenti. Però i tassi di sei banche centrali europee erano più alti alla fine che non al principio dell'anno, per effetto della necessità in cui esse si sono trovate di difendere le rispettive monete in momenti in cui si verificavano perdite d'oro. A mano a mano che l'influenza dei bassi tassi sul denaro a breve termine si faceva sentire sul mercato a lungo termine, divenne possibile di effettuare parecchie importanti conversioni di prestiti a lungo termine, specialmente di obbligazioni di Stato e di altri enti pubblici.

La tendenza del costo del denaro a breve termine in Europa può venire giudicata nella tabella seguente che si riferisce a ventisei banche centrali europee ripartite in tre classi.

| Saggi di sconto delle banche centrali | Alla fine del |      |      |            |
|---------------------------------------|---------------|------|------|------------|
|                                       | 1931          | 1934 | 1935 | Marzo 1936 |
| Oltre 6% . . . . .                    | 15            | 4    | 2    | 2*         |
| Da 4 a 6% . . . . .                   | 7             | 13   | 15   | 15         |
| 3½% e meno . . . . .                  | 4             | 9    | 9    | 9          |

\* Grecia e Albania 7 e 7½% rispettivamente.

Tredici fra i ventisei saggi di sconto in questione rimasero immutati nel 1935 e sette furono nuovamente ridotti; altri sei, precisamente quelli delle banche centrali di Danzica, della Danimarca, della Francia, dell'Italia, dell'Olanda e della Svizzera, furono aumentati. L'agitazione nel campo monetario e l'incertezza durante tutto l'anno, accusate dai vasti movimenti di capitali e d'oro, si riflette chiaramente nella frequenza con cui i saggi di sconto delle banche centrali furono cambiati nei paesi che maggiormente si trovarono in difficoltà. A partire dal 1925 si registrano in media quaranta cambiamenti all'anno in un complesso di ventisei banche centrali europee, cioè circa una volta e mezza all'anno per ciascuna. Nel 1931 vi sono stati non meno di sessantatré cambiamenti; meno frequenti furono in seguito, appena sedici nel 1934, anno relativamente tranquillo in cui nessuna banca centrale cambiò i suoi tassi più di due volte. Nel 1935 vi furono quaranta cambiamenti, dei quali venticinque presso due sole banche, la Banca di Francia (dieci volte) e la Banca Neerlandese (quindici volte): la

Banca d'Italia cambiò i tassi tre volte. All'infuori di queste banche, per le altre l'annata trascorse più quieta del 1934. Nei primi tre mesi del 1936 vi sono stati quattro cambiamenti, due in Francia e due in Olanda. La frequenza dei cambiamenti in Francia e in Olanda diventa ancora più significativa alla luce della storia monetaria di questi paesi. Nel precedente ventennio (1915—1934) vi erano stati diciannove cambiamenti in Francia e ventiquattro in Olanda, mentre nel ventennio precedente la guerra si erano verificati quindici cambiamenti in Francia e trentasei in Olanda. Il confronto con l'Inghilterra è istruttivo e rivela un contrasto impressionante fra i metodi di prima della guerra e gli attuali:

| Numero di variazioni del saggio ufficiale dello sconto nei seguenti paesi | Numero totale di variazioni nel ventennio prebellico (1894—1913) | Numero totale di variazioni nel ventennio 1915—1934 | Variazioni nei dodici mesi fino al 31 marzo 1936* |
|---|--|---|---|
| Francia . . . . .   | 15   | 19  | 14  |
| Olanda . . . . .  | 36   | 24  | 17  |
| Inghilterra . . . . .   | 90   | 38  | nil   |

\* Nessuna variazione nel primo trimestre del 1935.

Tanto la Banca di Francia quanto la Banca Neerlandese aumentarono i loro tassi mediante salti di 2% per volta; mai prima, nel corso d'un secolo, esse si erano trovate nella necessità di prendere dei provvedimenti così radicali, il che dà un'idea della strenua resistenza opposta da queste banche alle forze minaccianti il loro sistema monetario. Dopo la svalutazione nel Belgio, si verificò una forte uscita di capitali dall'Olanda e il saggio dello sconto fu ivi aumentato da 2½%, quale era al principio del 1935, a 5% il 1° giugno, dopo di che ritornò una certa calma in Olanda e il centro del ciclone si spostò su Parigi. Il saggio di sconto in Francia, che si era mantenuto a 2½% durante i primi quattro mesi e mezzo del 1935, fu portato a 4%, quindi con un salto a 6% il 29 maggio, rimanendo a questo livello per quasi un mese; dopo, divenne possibile ricondurlo gradualmente a 3% in agosto. Nel maggio 1935, l'uscita di capitali dalla Svizzera rese necessario di aumentare il saggio da 2 a 2½%, livello al quale si trova tuttora. Tornata la calma in Francia, ricominciò la pressione su Amsterdam, come ripercussione di una crisi politica interna. Il saggio di sconto fu portato da 3 a 5% il 25 luglio e a 6% il giorno appresso, restando a questo livello per una settimana; il 17 settembre fu di nuovo aumentato a 6%, rimanendovi questa volta per un mese, per poi ridiscendere gradatamente fino a 2½% in febbraio 1936. A questo momento il saggio della Banca di Francia si trovava a 3½%, ma fu riaumentato a 5% alla fine di marzo.

Le altre banche centrali che aumentarono nel 1935 i loro saggi di sconto in relazione alle pressioni sulla loro moneta nazionale furono le seguenti: la Banca di Danzica, che aumentò il suo saggio d'un sol tratto da 4 a 6% al principio di maggio

(riducendolo però a 5 verso la fine dell'anno) e la Nationalbank i Kjøbenhavn che aumentò il proprio da  $2\frac{1}{2}$  a  $3\frac{1}{2}$  ‰ il 22 agosto sotto la minaccia dello sciopero monetario degli agricoltori al quale si è accennato in un capitolo precedente; infine la Banca d'Italia aumentò il suo saggio da  $3\frac{1}{2}$  a  $4\frac{1}{2}$  ‰ in agosto e a 5 ‰ in settembre 1935.

Un importante avvenimento a Parigi nell'anno passato in rassegna fu l'iniziativa presa dalla Banca di Francia di creare nuove possibilità di credito per il mercato. Il 21 febbraio 1935, la Banca decise di accordare anticipazioni per un massimo di trenta giorni su titoli di Stato di scadenza non posteriore a due anni, a un tasso inferiore a quello praticato per le anticipazioni ordinarie. Il nuovo tasso fu dapprima fissato a  $2\frac{5}{8}$  ‰, cioè  $\frac{1}{8}$  ‰ al di sopra del saggio di sconto e  $1\frac{1}{8}$  ‰ al di sotto del tasso sulle anticipazioni ordinarie. Coll'aumento del saggio di sconto a 3 ‰ il 23 maggio 1935 il nuovo tasso fu aumentato anche esso a 3 ‰ e da allora in poi è rimasto eguale al saggio di sconto, seguendone le oscillazioni. Cominciato su piccola scala nel maggio 1935, l'uso di queste nuove possibilità andò costantemente sviluppandosi, specialmente alle epoche dei grandi ritiri di fondi in maggio e novembre 1935, quando il volume delle anticipazioni a trenta giorni si elevò a circa 1 miliardo di franchi. Durante l'anno 1935 il totale delle anticipazioni concesse a questo titolo fu di 16.5 miliardi in confronto dei 22 miliardi di anticipazioni ordinarie il che, con una cifra media di bilancio di circa 3 miliardi per anticipazioni ordinarie, significa un movimento assai più lento.

Le possibilità di sconto ordinario consentite dalla Banca di Francia furono anch'esse utilizzate in maggior grado nel corso dell'anno, specialmente in maggio e novembre: alla fine del 1935 il portafoglio ammontava a circa 10 miliardi di franchi francesi, in aumento di 6 miliardi rispetto all'anno precedente, mentre durante lo stesso periodo i saldi creditori delle banche e gli altri depositi privati alla Banca di Francia scesero di 6 miliardi, riducendosi a 9 miliardi. Il portafoglio della Banca di Francia continuò ad aumentare nel 1936, raggiungendo circa 13 miliardi alla fine del 1° trimestre, massimo livello raggiunto dalla stabilizzazione del franco in poi. La Banca di Francia indica nella sua Relazione annuale che l'importanza assunta dai titoli di Stato, specialmente buoni del Tesoro e buoni della Difesa Nazionale, come impiego di denaro a breve termine, creò per essa l'obbligo di ingenerare nei portatori la certezza di trovare sempre presso la Banca l'aiuto temporaneo del quale potessero aver bisogno. A tal fine, nei limiti dei singoli fidi concessi, la Banca ha accolto allo sconto indistintamente buoni del Tesoro ed effetti commerciali.

Il mercato di Berlino, che poco risente le influenze dall'estero, è rimasto molto liquido. Il saggio ufficiale dello sconto è rimasto invariato a 4 ‰ (fino dal 22 settembre 1932), ma quello del mercato scese da  $3\frac{1}{2}$  ‰ in dicembre 1934 a circa 3 ‰ nel secondo semestre 1935. Le disponibilità del mercato furono assorbite dall'emissione di circa 7 milioni di marchi di pagherò (Sola) a tre mesi della Golddiskontbank, effetti ammessi al risconto presso la Reichsbank.

In Inghilterra, dove il saggio ufficiale di sconto era rimasto invariato a 2% fino dal 30 giugno 1932, il tasso delle "Clearing Banks" di Londra per depositi a sette giorni rimase a 1/2%, con tassi più alti per depositi esteri e a lungo termine. Il tasso di mercato più importante, quello per le cambiali del Tesoro, si trovò al livello più basso nel gennaio 1935, meno di 0,2%, ma aumentò verso la fine dell'anno a poco più di 0,75%. La media annuale fu 0,55% contro 0,73% nel 1934. La tendenza relativamente ferma del costo del denaro fu causata principalmente da fattori tecnici relativi al meccanismo interno del mercato monetario stesso e specialmente dalla decisione delle "clearing banks" di non concorrere agli acquisti di cambiali del Tesoro a tassi inferiori a quelli da esse praticati per prestiti sul mercato. L'andamento del mercato monetario londinese non richiese un allargamento della base del credito e i saldi creditori delle banche alla Banca d'Inghilterra rimasero intorno a 100 milioni di sterline, livello al quale erano saliti nel 1932.

I sette paesi d'Europa nei quali il saggio di sconto fu ridotto durante il 1935 sono: l'Austria, il Belgio, la Bulgaria, l'Estonia, la Jugoslavia, la Spagna e l'Ungheria; in Cecoslovacchia vi fu una riduzione il 1° gennaio 1936. Le riduzioni furono per lo più piccole e cioè 1/2% in ciascun paese tranne la Jugoslavia (1 1/2%), l'Austria e la Bulgaria (1%); peraltro tali riduzioni costituiscono la continuazione di un movimento che è in corso da diversi anni e che ha portato i saggi attuali a un livello molto basso in confronto del passato. Tutti questi paesi, tranne il Belgio, hanno più o meno solato il loro mercato interno mediante restrizioni ai cambi e in parecchi di loro i fondi che erano stati accumulati per il servizio dei debiti esteri seguitano a non essere trasferiti e vengono impiegati sul mercato a breve termine. Tali fattori conferiscono un certo grado di artificiosità ai tassi del mercato nei paesi stessi, ma d'altra parte questi tassi aumentano di efficienza nella struttura interna del credito giungendo a farsi sentire sulle Casse di risparmio e sugli Istituti di credito fondiario.

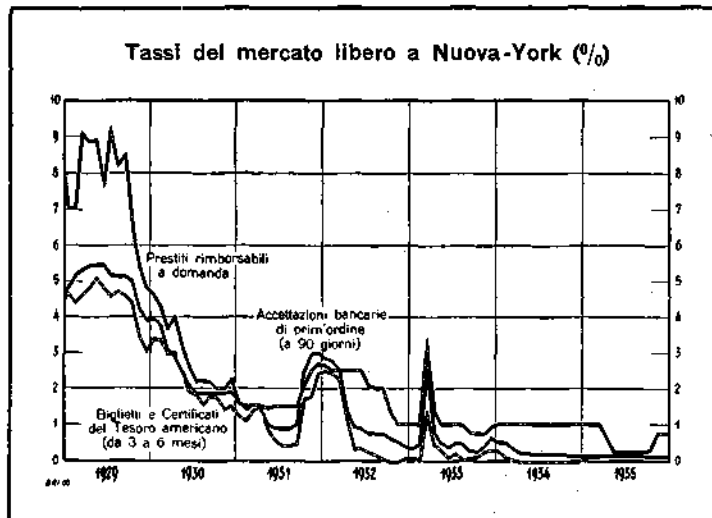
Fuori d'Europa, la sola banca centrale che ha aumentato il suo saggio di sconto nel corso dell'anno è la Banca di Giava, che lo ha portato da 1/3 a 4%. Negli Stati Uniti, non una fra le dodici banche di riserva pratica un saggio di sconto superiore a 2%.

| Saggio ufficiale dello sconto | Numero delle banche centrali che lo praticavano alla fine del |      |      |      |
|-------------------------------|---|------|------|------|
|                               | 1931  | 1933 | 1934 | 1935 |
| 0%                            |   |      |      |      |
| 4                             | 2   | .    | .    | .    |
| 3 1/2                         | 10  | 5    | .    | .    |
| 3                             | .   | 1    | 3    | .    |
| 2 1/2                         | .   | 5    | 5    | .    |
| 2                             | .   | 1    | 3    | 10   |
| 1 1/2                         | .   | .    | 1    | 2    |

Altrove, in una vasta area, prevalgono condizioni analoghe: il saggio di sconto è 2 1/2% nel Canada, 3% in India e Argentina, leggermente sopra 3 1/4% in Giappone,

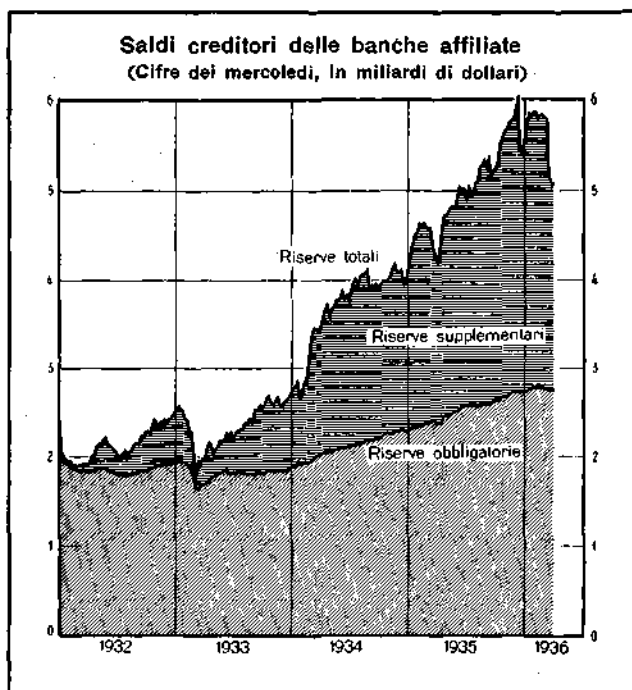


3 $\frac{1}{2}$ % nella Nuova Zelanda e nell'Africa del Sud; ma la liquidità dei sistemi bancari è così grande che, benchè così bassi, tali saggi di sconto restano senza effetto sui tassi del mercato libero e pertanto sono piuttosto nominali; le banche centrali dell'India, Nuova Zelanda, Canada e Argentina non hanno in portafoglio di sconto alcun effetto sull'interno; gli sconti sull'interno negli Stati Uniti e nell'Africa del Sud sono trascurabili. In tali circostanze i tassi ufficiali tendono a divenire inoperanti e frequentemente i loro movimenti sono rimasti in ritardo rispetto al mercato. Negli Stati Uniti, i tassi sono caduti così in basso che a certi momenti è stato quotato un rendimento negativo sui biglietti e i certificati del Tesoro a 3 mesi. Questi titoli a breve termine possono acquistarsi apparentemente in perdita a causa della facoltà di cambio, che fornisce la possibilità di convertirli alla pari in titoli a più lungo termine, acquistabili in altro modo soltanto pagando un premio. Il movimento dei tassi del mercato libero a Nuova York nell'ultimo settennio è illustrato dal seguente grafico:



La progressiva caduta dei tassi a breve termine degli Stati Uniti va attribuita all'afflusso d'oro, che portò le riserve supplementari a 3 miliardi di dollari, in aumento di 1 miliardo di dollari rispetto all'anno precedente; esse è dovuto anche ai metodi adottati dal Governo degli Stati Uniti per finanziare il disavanzo del bilancio e le spese per sussidi.

L'esistenza di così larghe riserve supplementari in cassa, che potrebbero costituire il punto di partenza per una considerevole espansione del credito delle banche affiliate, mosse il Federal Advisory Council (consistente di 12 membri nominati dalle 12 banche di riserva) a raccomandare nel novembre 1935 di eliminare, o fortemente ridurre, queste riserve supplementari, acquistando sul mercato libero titoli di Stato ovvero non rinnovandoli alla scadenza, al fine di riservare per ulteriori evenienze l'arma meno flessibile dell'aumento della percentuale delle riserve obbligatorie. Sebbene tali provvedimenti non siano stati presi e non abbia funzionato il freno naturale delle esportazioni d'oro, nondimeno le riserve supplementari si ridussero dal vertice di \$ 3310 milioni toccato l'11 dicembre 1935 a 2310 milioni di dollari il 1° aprile 1936. Questa riduzione di 1 miliardo di dollari fu la risultante di un insieme di fattori, il più importante dei quali fu l'accumulazione durante il detto periodo di disponibilità del Tesoro americano per 1060 milioni di dollari, nei suoi conti presso le banche di



riserva. È anche importante osservare che le riserve obbligatorie continuano a crescere a mano a mano che i depositi presso le banche affiliate aumentano di volume: nel dicembre 1935 i depositi complessivi presso le banche affiliate, creati l'obbligo di costituire riserve, salivano a  $32\frac{1}{2}$  miliardi di dollari contro  $28\frac{1}{2}$  miliardi di dollari l'anno precedente; aumento:  $14\%$ .

Le banche degli Stati Uniti sono sottoposte a norme rigorose relative agli interessi che hanno facoltà di corrispondere sui depositi. La legge bancaria del 1933 vieta a tutte le banche affiliate di corrispondere interessi sui depositi a

vista. Il Consiglio dei Governatori del Sistema di Riserva Federale ha facoltà di limitare i tassi d'interesse sui depositi a termine e la "norma Q", in vigore dal 1° gennaio 1936, fissa a  $2\frac{1}{2}\%$  il tasso massimo d'interesse sui depositi a sei mesi e a  $1\%$  quello sui depositi a novanta giorni. La Compagnia Federale d'Assicurazione dei Depositi ha fissato a partire dal 1° febbraio 1936 tassi analoghi per le banche non affiliate assicurate presso di essa.

Si è accennato nel capitolo VI all'esperimento fatto dalla Banca Nazionale Svizzera dell'esercizio della sua facoltà di rivedere taluni tassi d'interesse delle banche; ivi sono anche indicati i principali cambiamenti intervenuti nella legislazione sui tassi d'interesse in vari paesi. Ma anche in altri paesi, dove non sono stati conferiti poteri legali a tale effetto ad alcun istituto, la banca centrale ha modo d'esercitare influenza efficace per le vie ordinarie della politica del credito e mediante il contatto cogli istituti di credito sul mercato.

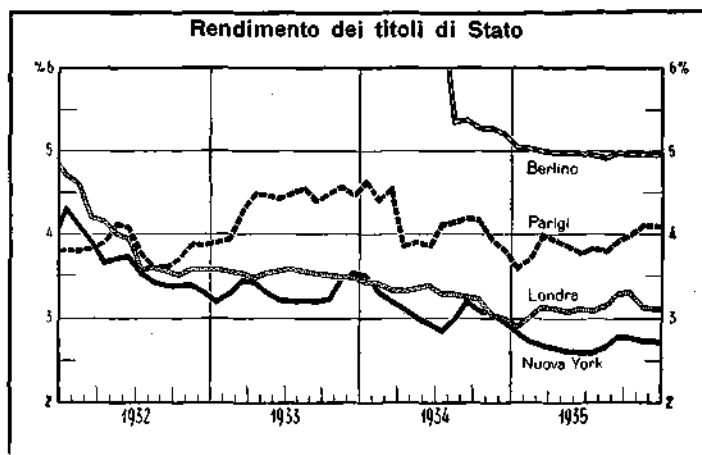
Se si istituisce un confronto fra i tassi nei differenti paesi, appare evidente che l'importanza dei tassi ufficiali della banca centrale varia considerevolmente da un paese all'altro. In particolare va tenuto conto delle consuetudini bancarie e della presenza o assenza di un mercato non ufficiale. In Francia il saggio ufficiale dello sconto è applicato uniformemente in tutto il paese; in Inghilterra invece, le operazioni effettuate al saggio ufficiale sono estremamente rare e il tasso sulle anticipazioni a sette giorni, che è la forma di credito abitualmente richiesta dal mercato, è generalmente di  $\frac{1}{2}\%$  al di sopra del saggio ufficiale. In Svezia, le banche ottengono risconti a  $\frac{1}{2}\%$  al di sotto del tasso ufficiale di  $2\frac{1}{2}\%$ . Inoltre, numerosi altri tassi oltre quello dello sconto ufficiale sono quotati dalle banche centrali: in Francia, tra l'altro, vi è

un tasso sulle anticipazioni a trenta giorni su titoli di Stato a non oltre due anni di scadenza; in Polonia, è praticato un tasso speciale sulle tratte all'esportazione; in Lituania, sono quotati tassi differenziali per le cambiali all'importazione e per l'esportazione e l'industria; in Lettonia, gli istituti di credito ottengono risconti a  $\frac{1}{2}\%$  al di sotto del tasso di sconto per ditte private. Inoltre, talune banche centrali usano quotare un tasso superiore del  $1\%$  a quello dello sconto sulle anticipazioni a tre mesi, considerandosi le anticipazioni come operazioni a più lungo termine che non gli sconti e non liquidabili nello stesso modo. In pratica l'efficienza dei tassi quotati dalla banca centrale dipenderà a ciascun momento dai fondi disponibili del sistema bancario e del mercato libero.

Pur tuttavia, se si tengono presenti tutte queste differenze, i confronti istituiti più sopra danno un quadro abbastanza rassomigliante della tendenza principale e delle oscillazioni dei tassi sul denaro a breve termine in tutti i paesi.

La tendenza al ribasso dei tassi d'interesse a breve termine si è mantenuta nell'attuale congiuntura economica e gli scostamenti da essa, che si sono verificati qua e là in Europa, hanno presentato un carattere accidentale che non modifica l'essenza del fenomeno. I bassi tassi sono il portato naturale di una lunga depressione durante la quale è scarsa la domanda di nuovi capitali; la politica della banca centrale e altri interventi hanno favorito in parecchi paesi l'abbassamento dei tassi. Il denaro a buon mercato è condizione preliminare della conversione dei titoli a lungo termine, la quale è augurabile non solo per lo sgravio che ne risulta sul bilancio, ma anche per ragioni più generali. Benchè scarseggino tuttora indizi di una ripresa nei tassi, va ricordato che spesso nel passato i cambiamenti nel costo del credito sono venuti a seguito d'un aumento della produzione dell'oro e delle spese statali (per esempio nel ventennio che precedette la guerra mondiale). Resta indispensabile che le banche centrali mantengano la libertà d'azione nel maneggio dell'arma dello sconto, al fine di preservare la stabilità della moneta e il sano sviluppo della situazione del credito.

La tendenza dei tassi d'interesse a lungo termine in quattro paesi principali è rispecchiata dal grafico qui accanto, che rappresenta il rendimento dei titoli di Stato tipici. I titoli presi in considerazione non sono interamente comparabili: la rendita perpetua francese  $3\frac{1}{2}\%$  non è redimibile; il prestito britannico di conversione  $3\frac{1}{2}\%$  è redimibile in 25 anni; i buoni del Tesoro americano (eccettuati quelli scadenti o



è rispecchiata dal grafico qui accanto, che rappresenta il rendimento dei titoli di Stato tipici. I titoli presi in considerazione non sono interamente comparabili: la rendita perpetua francese  $3\frac{1}{2}\%$  non è redimibile; il prestito britannico di conversione  $3\frac{1}{2}\%$  è redimibile in 25 anni; i buoni del Tesoro americano (eccettuati quelli scadenti o

riscattabili entro otto anni) dei quali si è calcolato il rendimento medio a Nuova-York, sono, in media, a più breve durata dei titoli francesi e britannici e fruiscono di importanti esenzioni fiscali. Per la Germania, si è calcolato il rendimento del prestito del Governo tedesco  $5\frac{1}{2}\%$  1927.

Nei quattro anni considerati vi è stata in generale una marcata tendenza al ribasso nel rendimento, sceso a Londra da circa 5 a circa  $3\%$ ; a Nuova-York da 4 a  $2\frac{1}{2}$  o  $3\%$ ; sceso infine a Berlino a meno di  $5\%$  nel 1935 contro oltre  $12\%$  al principio del 1932; il rendimento della rendita perpetua francese  $3\%$  si stabiliva a  $4\%$  alla fine del 1935 dopo essersi mantenuto a  $4\frac{1}{2}\%$  per un anno intero fino alla primavera del 1934; le migliorate condizioni nella primavera e nel tardo autunno del 1934, che poco mancarono di abbassare il rendimento a  $3\frac{1}{2}\%$ , furono disturbate dagli avvenimenti del 1935.

La conversione degli 8200 milioni di dollari di buoni della Libertà rimanenti ancora in circolazione negli Stati Uniti, fu terminata nel 1935 coi risultati seguenti:

| Conversione di Liberty Bonds           | \$ milioni   | %          |
|--|--------------|------------|
| in nuove obbligazioni . . . . .        | 5.060        | 62         |
| in biglietti a breve termine . . . . . | 1.890        | 23         |
| in contanti . . . . .                  | 1.250        | 15         |
| <b>Totale chiamato . . . . .</b>       | <b>8.200</b> | <b>100</b> |

Le nuove emissioni di buoni e i biglietti furono fatte a tassi progressivamente minori e l'ultima offerta di conversione, nell'ottobre del 1935, consistè in buoni a 10—12 anni a  $2\frac{3}{4}\%$  e biglietti a tre anni e mezzo a  $1\frac{1}{2}\%$ . Queste operazioni sono terminate e, a parte il debito a breve termine, non vi saranno più scadenze di obbligazioni dello Stato nei prossimi cinque anni; l'emissione che per prima si renderà riscattabile consiste di una piccola quantità di buoni 1940/1943 a  $3\frac{3}{8}\%$ . La maggior parte delle obbligazioni dello Stato in circolazione matureranno fra più di otto anni e una gran parte di esse non sarà redimibile prima di dieci anni.

Il rendimento dell'insieme dei buoni del Tesoro a più di otto anni di scadenza è sceso nel luglio del 1935 a meno di  $2,6\%$ ; non v'è esempio in passato di un livello così basso. Pertanto, sebbene nell'ultimo quinquennio il debito totale degli Stati Uniti sia pressochè raddoppiato, l'onere che il suo servizio importa è cresciuto di appena  $50\%$  e viene mantenuto in questi limiti mediante conversioni e mediante il bassissimo tasso d'interesse sui titoli a breve termine. La tabella seguente mostra l'evoluzione del debito federale diretto degli Stati Uniti, non compreso quello delle aziende di Stato e di credito:

| Debito del Governo Federali degli Stati Uniti                | Massimo raggiunto in agosto 1919 | Minimo dopo la guerra (dicembre) 1930 | Dicembre 1932 | Dicembre 1934 | Dicembre 1935 |
|--|----------------------------------|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
|  | miliardi di dollari              |                                       |               |               |               |
| Buoni scadenti oltre cinque anni . . . . .                   | 17,0                             | 12,1                                  | 14,2          | 13,0          | 14,7          |
| Debito a breve termine * . . . . .                           | 9,6                              | 3,9                                   | 6,6           | 15,5          | 15,8          |
| Debito lordo . . . . .                                       | 26,6                             | 16,0                                  | 20,8          | 28,5          | 30,5          |
| Disponibilità totale nel Tesoro nel fondo generale . . . . . | 1,1                              | 0,3                                   | 0,2           | 2,6           | 2,2           |
| Debito netto . . . . .                                       | 25,5                             | 15,7                                  | 20,6          | 25,9          | 28,3          |

\* Compresi i Buoni maturati e altri debiti pagabili a presentazione, nonché i Buoni ammessi al rimborso o alla conversione.

Al momento attuale, più di metà del debito lordo di circa 30 miliardi di dollari scade entro cinque anni. L'aumento di circa 14 miliardi di dollari dal 1930 in poi è dovuto per circa 12 miliardi di dollari all'emissione di titoli a scadenza inferiore a cinque anni. Sebbene nei prossimi cinque anni non siano possibili ulteriori conversioni di debito in forma di obbligazioni, seguiranno ad essere necessarie operazioni del Tesoro su larga scala per raccogliere i fondi occorrenti al rimborso periodico di biglietti e cambiali del Tesoro e per il finanziamento delle spese dello Stato in eccedenza agli introiti ordinari. Alla metà del marzo 1936, il Tesoro americano offrì 1250 milioni di dollari di nuovi titoli a  $2\frac{3}{4}\%$  e  $1\frac{1}{2}\%$ , per la maggior parte contro contanti. Fu questa la più vasta operazione finanziaria del dopo-quarra e fu richiesta come preparazione del pagamento del premio agli ex-militari. L'estrema liquidità del mercato è dimostrata dal fatto che le sole domande di sottoscrizione contro pagamento in contanti raggiunsero la cifra di 8460 milioni.

Una stima autorevole ha portato al risultato che del debito totale di 28,7 miliardi di dollari in circolazione alla fine dell'anno finanziario il 30 giugno 1935, 15 miliardi di dollari, cioè  $53\%$  si trovavano in possesso di banche degli Stati Uniti; di 1650 milioni di dollari di cui il debito venne accresciuto nell'esercizio finanziario 1934/35,  $90\%$  fu sottoscritto da banche. È probabile che  $60\%$  dei titoli di Stato posseduti dalle banche affiliate al sistema di riserva federale abbiano scadenza non superiore a cinque anni.

Durante l'anno 1935 vi sono state emissioni importanti da parte dello Stato in Germania, destinate al consolidamento dei buoni emessi per favorire il reimpiego di disoccupati e altri buoni a breve termine; il totale delle emissioni e degli annunci di emissione da parte dello Stato, si è elevato durante l'anno a circa 2350 milioni. Al principio dell'anno, 500 milioni di marchi di buoni a 28 anni  $4\frac{1}{2}\%$  furono acquistati

a  $28\frac{1}{4}$  dalle Casse di risparmio e "Girozentralen". Terminata, nella primavera, la conversione delle cartelle fondiari e dei prestiti, il mercato di capitali ritornò tranquillo e divennero possibili ulteriori consolidamenti. Sul finire dell'estate, una emissione di 500 milioni di marchi in certificati del Tesoro decennali a  $4\frac{1}{2}\%$  fu offerta al pubblico al prezzo di  $28\frac{3}{4}$ ; fu quello il primo prestito di Stato offerto in sottoscrizione pubblica dal 1929 in poi. Al fine di non disturbare il mercato monetario, i pagamenti furono ratizzati su un periodo di tre mesi. Fu annunciato in agosto che altri 500 milioni di marchi di obbligazioni dello Stato verrebbero sottoscritti dalle Casse di risparmio alle stesse condizioni della prima emissione, vista la facilità con la quale quest'ultima era stata assorbita. Inoltre, gli istituti privati di assicurazione investirono anche essi in prestiti statali parte dei loro introiti correnti, fino a una cifra prossima a 350 milioni di marchi, a condizioni che non sono state pubblicate. Infine, nel dicembre 1935 fu annunciato che la Società delle Ferrovie Tedesche stava per emettere 500 milioni di marchi in certificati del Tesoro a otto anni a  $4\frac{1}{2}\%$ , al prezzo di  $28\frac{1}{2}$ , destinati per 400 miliardi di marchi a consolidare debiti a breve termine, e per il resto a investimenti delle Ferrovie. L'ammontare totale consacrato al consolidamento dei buoni a breve termine trovantisi sul mercato, raggiunse 2250 milioni di marchi. La relazione annuale della Reichsbank riferisce che l'interesse sul mercato dei capitali a lungo termine è stato ridotto generalmente a  $4\frac{1}{2}\%$ , risultandone per i bilanci dello Stato e altri enti una economia di circa 500 milioni di marchi.

Le Casse di risparmio hanno avuto parte attiva nella sottoscrizione delle nuove emissioni; è interessante mostrare la ricostituzione dei risparmi nelle Casse di risparmio tedesche dopo la crisi finanziaria del 1931:

| Casse di risparmio tedesche (stатistiche mensili) | Aumenti o diminuzioni dei depositi | Interessi aggiunti | Totale dei depositi a risparmio in fine d'anno* | Tasso medio degli interessi corrisposti |
|---|------------------------------------|--------------------|---|---|
|   |                                    |                    |   |   |
| 1930  | + 893                              | + 444              | 10.400  | 4,8                                     |
| 1931  | -1.389                             | + 551              | 9.722   | 5,1                                     |
| 1932  | - 631                              | + 522              | 9.917   | 3,9                                     |
| 1933  | + 359                              | + 368              | 10.808  | 3,5                                     |
| 1934  | + 317                              | + 376              | 12.350  | 3,5                                     |
| 1935  | + 515                              | + 445              | 13.384  | 3,1                                     |

\* compresi gli utili per rivalutazione di vecchi depositi a risparmio.

La parte più importante delle attività delle Cassa di risparmio consiste in ipoteche e in assai minor grado di prestiti a enti locali. Del totale d'oltre 13 miliardi di marchi all'attivo, appena 1500 milioni di marchi sono rappresentati da titoli dello Stato.

In Inghilterra, il mercato dei capitali fu attivo nel 1935 e le emissioni totali ammontarono a 182 milioni di sterline contro 161 milioni nel 1934. Attualmente il totale delle emissioni rappresenta soltanto metà del massimo raggiunto in passato, cioè nel 1928, ma è doppio del minimo, che fu raggiunto nel 1931. Il tasso d'interesse a lungo termine scese al minimo nel gennaio 1935 quando il prestito irredimibile  $2\frac{1}{2}\%$  toccò la quota 94, massimo prezzo che si sia mai raggiunto per questo titolo, e qualche conpravendita di Prestito di Guerra  $3\frac{1}{2}\%$  1952 fu fatta a 110. L'avvenimento principale dell'anno fu il prestito emesso con successo dal Tesoro al principio di dicembre, consistente in 200 milioni di sterline di buoni a 20/25 anni  $2\frac{1}{2}\%$ , emessi a  $96\frac{1}{2}$ , e 100 milioni di dollari di buoni quinquennali  $1\%$ , emessi a 98; le sottoscrizioni ai due prestiti offerti furono superate nello spazio di poche ore. I tassi nominali d'interesse di queste due emissioni sono fra i più bassi che ricordi la storia finanziaria inglese. Il ricavo fu impiegato per circa 200 milioni di sterline al riscatto del debito a lungo termine venuto a scadenza; il saldo fu utilizzato per ritirare parte del debito flottante.

In Francia il mercato dei capitali si è trovato esposto a parecchi fattori avversi. A parte l'incertezza prodotta nella primavera del 1935 dalla svalutazione del belga, il mercato di Parigi ha sofferto, come nei due o tre anni precedenti, l'effetto del continuo finanziamento di disavanzi di bilancio e spese straordinarie, che hanno portato il debito pubblico totale a 340 miliardi di franchi francesi alla fine del 1935, in aumento di 64 miliardi dalla fine del 1930, mentre i disavanzi del Fondo Comune delle Ferrovie, coperti da obbligazioni emesse dalle Società, si accumularono durante lo stesso periodo per 19 miliardi di franchi francesi. Data l'esportazione e il tesoreggiamento dei capitali francesi, il Tesoro non poté contrarre che prestiti a breve termine; nella primavera del 1936 esso si avvantaggiò dei tassi più economici sul mercato di Londra per farsi prestare 40 milioni di sterline a 3 mesi o al massimo 9.

Fra le principali misure contenute nei decreti di economia del luglio 1935, il Governo Laval ridusse tutte le spese statali di  $10\%$  compreso l'interesse sulla rendita, sui buoni e sulle altre obbligazioni dello Stato. Inoltre, i decreti provvedono al pagamento in anticipo, dietro preavviso di quattro settimane, di qualsiasi debito civile o commerciale contratto prima del 17 luglio 1935 e rappresentato da titoli negoziabili. Fu scopo di tale provvedimento quello di rendere possibili conversioni di titoli non ancora giunti alla scadenza; il decreto non si applica però alla rendita e agli altri debiti dello Stato.

Anche in vari altri paesi hanno avuto luogo importanti conversioni di debito interno. Nel Belgio la prima conversione di debito pubblico dal 1895 in poi ebbe luogo nel corso del 1935. Un insieme di prestiti dello Stato, delle provincie, e dei municipi, per un totale di circa 40 miliardi di franchi belgi, furono convertiti ad un unico livello d'interesse di  $4\%$ ; al principio del gennaio 1936 sono stati presi altri provvedimenti riguardanti l'abbassamento del tasso d'interesse su 25 miliardi di

franchi belgi di crediti fondiari e per la creazione di un Istituto centrale di credito fondiario. Nel gennaio 1936, un'operazione di conversione del Governo polacco, portante su 60 milioni di zloti, trasformò tutti i prestiti interni emessi prima del 1933, tranne una o due eccezioni secondarie, in un prestito a 45 anni a  $4\frac{1}{2}\%$ . In Spagna e in Portogallo furono effettuate importanti conversioni interne di titoli di Stato, riducendo i tassi d'interesse dal livello di  $6-6\frac{1}{2}\%$  a quello di  $3\frac{1}{2}-4\frac{1}{2}\%$ . In Cecoslovacchia, a partire dal 1° gennaio 1936 è in vigore una riduzione del  $10\%$  sull'interesse dei prestiti governativi interni, i quali erano già soggetti a una tassa di  $15\%$  sulla cedola; questo provvedimento fa parte di un piano per l'unificazione del debito statale e la riduzione dei tassi d'interesse in generale.

Le emissioni di prestiti per conto estero presentano scarsi segni di sviluppo. Negli Stati Uniti tali emissioni aumentarono nel 1935 a circa 80 milioni di dollari, quasi tutti destinati al Canada, in confronto a 10 milioni di dollari nel 1934. Nel marzo e aprile 1936 furono emessi con successo a Nuova-York due prestiti del Governo norvegese a  $4\frac{1}{2}\%$ , a scopo di conversione, per un totale di circa 50 milioni di dollari. A Londra le emissioni per conto dell'estero raggiunsero appena 21 milioni di sterline, contro 42 milioni di sterline nel 1934; in ambo i casi, circa  $80\%$  delle emissioni furono a profitto di paesi dell'Impero britannico. Le emissioni per rimborsare o convertire prestiti di paesi d'oltremare ammontarono a 72 milioni di sterline, dei quali 62 milioni destinati all'Impero, principalmente all'India, alla Nuova Zelanda, all'Australia; nel caso dell'Australia l'emissione fatta nel gennaio 1936 rappresentò l'undicesima conversione dall'ottobre 1932 in poi; il totale convertito fu di circa 182 milioni di sterline, rappresentanti un'economia annua di  $2\frac{1}{2}$  milioni di sterline. Il divieto di emettere prestiti per conto dell'estero sul mercato di Londra, che data dal 1932, è stato temperato a favore dei paesi dell'area della sterlina e delle emissioni intese ad avvantaggiare direttamente l'industria britannica. Nell'aprile del 1936, il Cancelliere nominò una Commissione per informarlo sull'applicazione concreta e sulle direttive che regolano le restrizioni, pur confermando di non avere preso in considerazione alcuna proposta di modificazione radicale del divieto. Il mercato di Stoccolma ha continuato ad assorbire le emissioni governative nei paesi circostanti e in particolare nel gennaio 1936 oltrepassò nello spazio di un'ora la sottoscrizione di 20 milioni di corone di un prestito a 15 anni a  $3\frac{1}{2}\%$ , offerto a  $96\frac{1}{2}\%$  per conto del Governo norvegese.

Il riscatto e il rimpatrio su vasta scala di obbligazioni emesse all'estero, specialmente obbligazioni in dollari dei paesi d'Europa e altri, sono proseguiti durante l'anno 1935, specialmente per quanto riguarda i Buoni belgi e finlandesi, con un rallentamento però rispetto agli anni precedenti. Sembra che anche quantitativi abbastanza importanti di obbligazioni emesse negli Stati Uniti siano stati acquistati da risparmiatori di paesi diversi da quelli di emissione. È stato stimato\* che, per effetto dei rimpatri

\* Bulletin of Institute of International Finance of New-York, pubblicato al principio di aprile 1936.



e rivendite all'estero, dei 7500 milioni nominali di obbligazioni estere in dollari circolanti alla fine del 1935, soltanto 4500 milioni di dollari, cioè 60%, trovinsi tuttora negli Stati Uniti, ma le informazioni che si posseggono su questo punto sono molto incomplete. Per i paesi debitori i quali posseggono magre riserve monetarie e una difficile situazione dell'esportazione, questi rimpatri costituiscono un peso; in Ungheria, un decreto del gennaio 1936 vieta l'importazione di titoli ungheresi dall'estero senza l'approvazione della Banca Nazionale.

Se si eccettuano i paesi fra i quali esistono relazioni speciali, come quelli dell'Impero britannico, la politica del denaro a buon mercato ha fruttato solo in pochi casi conversioni di prestiti esteri a tassi di interessi più bassi. È vero che in presenza delle difficoltà di trasferimento furono presi accordi speciali per la riduzione dei pagamenti effettivi d'interesse o la loro sostituzione mediante nuove obbligazioni. Ma questi accordi costituiscono soltanto espedienti provvisori. Nei riguardi della conclusione di accordi più durevoli, importa ricordare che il volume dell'indebitamento internazionale a lungo termine è stato grandemente ridotto negli ultimi anni grazie a rimborsi e riscatti; la posizione dei debiti internazionali comincia pertanto a rientrare in limiti più facilmente trattabili e il residuo debito totale è molto inferiore all'alta cifra che aveva raggiunta quando la crisi di liquidità del 1931 arrestò praticamente tutti i nuovi finanziamenti internazionali. In questo campo non vi è ancora segno di ripresa, anzi negli affari internazionali si inclina a basarsi sempre più sul pagamento in contanti. Si incontrano difficoltà nel valutare la posizione creditizia di coloro che chiedono prestiti all'estero e nel sormontare gli ostacoli frapposti dai molti accordi di compensazione al funzionamento ordinario del meccanismo creditizio; anche le incertezze monetarie scoraggiano le iniziative in materia di credito. La stabilizzazione di fatto dei cambi, se grandemente avvantaggia il commercio, non sembra fornire una base sufficiente per la ripresa di operazioni creditizie, specialmente di quelle a lungo termine.

## VI. L'EVOLUZIONE RECENTE NEL CAMPO DELLE BANCHE CENTRALI E COMMERCIALI.

In ogni paese l'ordinamento bancario ha dovuto subire forti tensioni quali non poteva mancare di produrre un periodo di sette anni di crisi, durante i quali si sono visti i prezzi delle merci precipitare come mai accadde in passato, con gravi ripercussioni sul valore delle attività rappresentate da merci, e vasti movimenti di capitali in cerca di liquidità e sicurtà. Solo in un numero relativamente ristretto di paesi l'organizzazione bancaria era già così saldamente costituita e conservava un tale grado di liquidità da poter attraversare la crisi, se non rimanendo immune, almeno senza ricorrere ad aiuti. L'esperienza dimostra che non v'è paese in cui il Governo abbia potuto esimersi dall'intervenire se l'ordinamento bancario del paese si trovava in serie difficoltà. Di fronte alla minaccia di un tracollo, spesso occorre improvvisare misure immediate di assistenza e l'aiuto dello Stato rivestì in particolare la forma di estensione delle possibilità di credito. Ma la necessità di guarire il male alla radice fu causa occasionale di riforme intese a consolidare l'ordinamento bancario permanente e impedire per quanto possibile la ripetizione degli errori rivelati dagli avvenimenti recenti.

Alcuni dei provvedimenti presi ebbero carattere straordinario e temporaneo; altri furono introdotti, talvolta con qualche modificazione, nella legislazione permanente. I provvedimenti amministrativi e legislativi variano naturalmente tra paese e paese; è possibile tuttavia classificarli all'ingrosso in tre categorie:

- (1) In un primo gruppo di paesi, i provvedimenti sono stati presi quasi esclusivamente nei riguardi dei poteri e dell'ordinamento della banca centrale. Sono state prese misure per conferire maggior elasticità alle norme di legge che regolano la copertura, per metter la banca centrale in grado di meglio utilizzare le sue riserve. Una serie di modificazioni di questo genere furono commentate nell'ultima relazione annuale. Una modificazione apportata agli statuti della Banca di Danzica il 1° maggio 1935 ridusse da 40 a 30% la minima copertura legale in oro e divise estere contro i biglietti e gli altri impegni a vista. Un decreto del 13 gennaio 1936 ha introdotto modificazioni negli statuti della Banca Nazionale di Bulgaria: la copertura legale minima dell'emissione di biglietti e degli altri debiti a vista è ridotta da 33 $\frac{1}{3}$  a 25%; analogamente a quanto già fu fatto per la Reichsbank nel 1931, sono aboliti la tassa progressiva e i rialzi automatici del saggio dello

sconto già previsti negli statuti per il caso che la copertura scenda al disotto della percentuale prescritta. All'assemblea generale della Bank Polski, tenuta il 20 febbraio 1936, sono state approvate varie modificazioni agli statuti, tra l'altro, la riduzione del capitale della Banca da 150 a 100 milioni di zloti. I 50 milioni di zloti rappresentano la partecipazione di 150 % dello Stato all'epoca dell'emissione del Prestito di Stabilizzazione, che la Banca riscatterà allo stesso prezzo di 75 milioni di zloti mediante equivalente riduzione del debito dello Stato verso la Banca.

- (2) In altri paesi, il riordinamento bancario ha avuto di mira quasi esclusivamente la banche commerciali lasciando immutate le attribuzioni ordinarie della banca centrale. Questo fu il caso della Romania, della Svizzera e del Belgio e presso a poco può dirsi lo stesso della riforma in Germania. La nuova legislazione belga fu emanata nell'estate del 1935; le nuove leggi bancarie della Germania e della Svizzera furono promulgate l'anno precedente; l'esperienza della loro applicazione ha già fruttato qualche risultato.
- (3) In altri paesi, tra cui gli Stati Uniti, l'Argentina e l'Italia, i cambiamenti hanno avuto per obiettivo una completa revisione dell'intera organizzazione del credito, interessante tanto la banca centrale, quanto le banche private. In Argentina fu provveduto all'istituzione di una nuova banca centrale; negli Stati Uniti la nuova legge bancaria del 1935 costituisce la revisione più fondamentale della legge di Riserva Federale che sia stata compiuta da quando nel 1913 fu promulgata; in Italia, la Banca d'Italia fu trasformata in una banca delle banche.

Sarebbe però voler restringere troppo l'orizzonte il considerare la recente legislazione bancaria soltanto come un prodotto d'una situazione eccezionale. Sotto parecchi riguardi questa legislazione è il risultato di anni di esperienza e se ne rintracciano spesso le origini nell'evoluzione dei metodi pratici per il finanziamento degli affari all'interno e all'estero; in alcuni casi, essa concreta idee sorte e sviluppatesi naturalmente. Tipico esempio di questa evoluzione è la creazione di banche centrali in paesi dei quali non si può dire che abbiano sofferto gravi difficoltà creditizie durante la crisi. Oltre la Banca centrale in Argentina, nuove banche centrali sono state istituite nella Nuova Zelanda, nel Canada e nelle Indie inglesi e in parecchi paesi si sta gradualmente o legalmente trasformando in banca centrale un istituto di credito già esistente, togliendogli gli affari colla clientela privata e concentrando la sua attività intorno alla funzione di regolatore del volume del credito e della circolazione. Notizie relative a questa evoluzione sono già state fornite nelle precedenti relazioni annuali.

Per l'anno 1935 va notata l'inaugurazione il 1° aprile della nuova Banca di Riserva dell'India, la quale rilevò subito la gestione del Dipartimento d'emissione del

Governo e dalla Banca Imperiale l'amministrazione del Debito pubblico e dei conti dello Stato; il 4 luglio fu annunziato il primo saggio ufficiale di sconto della Banca ( $3\frac{1}{2}\%$ , ridotto a  $3\%$  in novembre) e il 5 luglio la Banca ricevette i depositi prescritti dalle banche che sono in obbligo di farli. Come in Argentina l'istituzione di una banca centrale rese possibile di sopprimere il rigido meccanismo della Cassa di Conversione, analogamente in India la banca centrale rilevò, al vecchio prezzo e senza rivalutazione, l'oro e le attività in sterline delle "Riserve in Oro e Carta Moneta" che precedentemente garantivano la convertibilità all'estero e all'interno dei biglietti in circolazione;  $7\frac{1}{2}$  milioni di sterline furono tuttavia trattenute per costituire il nuovo Fondo di Riscatto dell'Argento. Il bilancio della banca alla fine del 1935 presenta, nel Dipartimento di emissione, una copertura di 44 lakhs in oro e 66 lakhs in sterline, a fronte di una circolazione di biglietti per 172 lakhs, cioè un rapporto di copertura di  $57\%$ ; inoltre, una somma di 17 lakhs in sterline figurava come proprietà del Dipartimento bancario.

Le Borse di commercio e indigene dell'India non hanno formato l'oggetto di nuove leggi, tranne in quanto disposto dalla legge sulla Banca di Riserva; l'articolo 42 della detta legge dispone che le banche figuranti in un elenco debbano conservare presso la Banca di Riserva depositi ammontanti a non meno di  $5\%$  degli impegni a vista e  $2\%$  degli impegni a termine per entro l'India; le banche elencate debbono fornire rendiconti dai quali risultino gli impegni a vista e a termine e le varie attività possedute per entro l'India; la Banca di Riserva compila sulla base di tali rendiconti una situazione complessiva che pubblica settimanalmente.

Va riferito, in tema di banche centrali, l'inizio di provvedimenti legislativi (in parte già promulgati) miranti al trasferimento allo Stato della proprietà della Nationalbank i Kjøbenhavn (che si chiama ora Banca Nazionale di Danimarca), della Banca di Riserva di Nuova Zelanda e della Banca del Canada. Nonostante le precauzioni prese per garantire una certa autonomia a tali banche centrali, questi provvedimenti sono contrari ai principii accolti dalla Conferenza Economica e Monetaria di Londra del 1933, miranti a rafforzare l'indipendenza delle banche centrali. L'esperienza ha mostrato quanto sia importante di lasciare le autorità monetarie libere da soggezioni politiche, libertà che non s'opponesse alla loro collaborazione colle amministrazioni statali; anzi, il fatto che la banca centrale è anche la banca che serve lo Stato, implica tale collaborazione come parte integrante delle sue funzioni.

Dal punto in vista della importanza dei provvedimenti d'eccezione e della vastità del riordinamento permanente, l'evoluzione più importante è avvenuta negli Stati Uniti. È troppo presto però per distinguere le innovazioni permanenti da quelle temporanee.

Talune misure d'eccezione hanno veramente raggiunto il loro scopo, per esempio quelle relative all'apertura delle banche, dopo la crisi bancaria nella primavera del 1933 e le restrizioni che furono allora imposte sulle operazioni in cambi esteri. Altri

provvedimenti che sembrarono avere un carattere provvisorio non sono ancora stati abrogati: la Reconstruction Finance Corporation, costituita sotto il Presidente Hoover nel gennaio del 1932, benchè abbia ridotto nel 1935 i crediti concessi in base al decreto di costituzione (Titolo 5°) da 1296 milioni a 970 milioni di dollari, ha ricevuto nuove attribuzioni e il totale dei suoi prestiti, acquisti e sussidi (compresi i crediti suddetti) è salito da 4362 milioni a 4926 milioni di dollari nel corso dell'anno. Inoltre, il Presidente Roosevelt ha dichiarato nel gennaio 1936 che le circostanze eccezionali che avevano imposta la svalutazione del dollaro di 40,94% non avevano cessato di esistere e che egli intendeva conservare per un anno la facoltà di proseguire la svalutazione fino al 50%. A mano a mano, però, che la ripresa prosegue, le misure provvisorie diminuiscono d'importanza, mentre crescono d'importanza le riforme fondate sull'esperienza della crisi attuale e del passato. La nuova legge bancaria del 1935 precisa e concentra la responsabilità per la politica creditizia nazionale; le restrizioni riscontrate inopportune durante la crisi sono soppresse in via definitiva e sono rese permanenti talune misure prese in origine per parare alle necessità del momento.

Il Consiglio di Riserva Federale è ricostituito sotto il nome di "Consiglio dei Governatori del Sistema di Riserva Federale". A partire dal 1° febbraio 1936, il Segretario del Tesoro e il Controllore della Circolazione hanno cessato di essere d'ufficio membri del Consiglio e quest'ultimo comprende sette membri nominati dal Presidente. I requisiti e le modalità per la nomina dei membri del Consiglio restano immutati; ma la durata della loro permanenza in carica è estesa da dodici a quattordici anni, senza rieleggibilità. Il Presidente e il vicepresidente sono designati dal Presidente degli Stati Uniti per un periodo di 4 anni ciò che assicura loro una notevole stabilità.

Le operazioni sul mercato libero (Open Market Operations) sono sorvegliate da un Comitato comprendente i sette membri del Consiglio di Governatori, più alcuni rappresentanti delle Banche di Riserva Federale, ciò che assicura al Consiglio e alle Banche regionali un'ingerenza diretta nell'elaborazione della politica sul mercato libero e assegna ad un unico organo statutario una responsabilità precisa e insopprimibile nei riguardi della detta politica. Una volta impartite le direttive del Comitato del mercato libero, le singole Banche di Riserva non hanno facoltà di rifiutare il loro concorso; tali direttive costituiscono la politica del Sistema. Altri acquisti e vendite di obbligazioni del Governo degli Stati Uniti possono eseguirsi soltanto sul mercato libero, ciò che del resto corrisponde alla pratica sinora seguita. Il Consiglio ha obbligo di registrare tutte le operazioni del "Comitato per il mercato Libero" e le deliberazioni del Consiglio su tutte le questioni di principio, nonchè il rendiconto dell'azione svolta, le votazioni e i motivi delle decisioni prese, sono pubblicati nella Relazione annuale del Consiglio.

A parte le operazioni sul mercato libero, spetta al Consiglio di Governatori la soprintendenza sui principali strumenti per il controllo del credito, cioè la facoltà di

fissare i saggi di sconto, regolare le riserve delle banche affiliate e prescrivere i margini per le anticipazioni su titoli. È salvaguardata l'autonomia delle Banche di Riserva nei confronti delle loro operazioni e relazioni con le banche affiliate dei rispettivi distretti, ma la reponsabilità ultima della politica creditizia del paese spetta al Consiglio di Governatori a Washington. Le Banche di Riserva regionali sono tenute a proporre al Consiglio i tassi che desiderano fissare nei rispettivi distretti, tassi che non possono ricevere applicazione senza il previo consenso del Consiglio, il quale, sentite le Banche di Riserva Federale rivede i tassi almeno ogni due settimane. Inoltre, la legge modifica e precisa la facoltà del Consiglio di Governatori di apportare variazioni alle norme di riserva delle banche affiliate. In base alla legge Thomas, modificante la legge di Soccorso all'Agricoltura (votata nel 1933), le norme per la riserva non potevano subire modificazioni se non quando fosse dichiarato uno "stato di eccezione" dovuto ad espansione del credito, ed anche allora a condizione che fosse ottenuto il consenso del Presidente degli Stati Uniti: attualmente, basta una decisione presa col voto favorevole di quattro membri del Consiglio "nell'intendimento di prevenire una dannosa espansione o contrazione del credito", a condizione che le percentuali di riserva non siano ridotte al disotto di quelle attualmente in vigore, nè aumentate a più del doppio. Il provvedimento straordinario contenuto nella legge Glass-Steagall del febbraio 1932, in base al quale una Banca di Riserva è autorizzata a concedere anticipazioni alle sue banche affiliate dietro qualsiasi garanzia accetta alla banca stessa anche se non ammissibile in base alla vecchia legge, assume più vasta portata ed è reso permanente. Tali anticipazioni cessano d'essere considerate come straordinarie, vengono concesse ad un interesse superiore di almeno  $\frac{1}{2}\%$  al massimo tasso di sconto praticato della Banca di Riserva in questione e la durata dell'anticipazione non può eccedere quattro mesi. L'aver reso permanenti queste tre facoltà, costituisce un riconoscimento del fatto che in un momento di crisi le rigide disposizioni tecniche relative alla natura della garanzia ammissibile ostacoleranno il sistema di riserva senza riuscire a salvare dal tracollo il sistema bancario; che il campo d'azione delle banche affiliate è cambiato e che è diminuita l'importanza relativa, nel complesso delle attività delle banche, del portafoglio ammissibile come garanzia collaterale in base alle definizioni della vecchia legge.

All'infuori del riordinamento del Consiglio, i cambiamenti amministrativi nei confronti delle Banche di Riserva comprendono la subordinazione all'approvazione del Consiglio di Governatori a Washington della nomina ai posti di presidente e vice-presidenti e di quella dei direttori generali, da nominarsi per una durata di 5 anni dal Consiglio d'Amministrazione regionale; il Consiglio di Governatori a Washington ha così la possibilità di dare il gradimento ai direttori generali delle Banche di Riserva, senza intaccare l'indispensabile autonomia regionale delle banche. La vecchia legge non prevedeva l'esistenza di direttori generali delle banche, quantunque in pratica i Consigli d'amministrazione usassero nominarne col titolo di governatori.

Vari provvedimenti temporanei sono pertanto divenuti definitivi, ma altri, benchè importanti non figurano nella nuova legge. Per esempio, la legge Glass-Steagall promulgata nel 1932, al momento in cui l'organismo bancario era esposto ai ritiri di fondi, a forti perdite d'oro e al diffuso tesoreggiamento di biglietti, dava facoltà alle Banche di Riserva di includere obbligazioni del Governo degli Stati Uniti nella copertura supplementare dei biglietti in circolazione, aumentando quindi grandemente l'oro "disponibile" del sistema. Tale facoltà, prevista nel progetto della nuova legge, fu eliminata dal testo definitivo, dimodochè l'emissione di biglietti della Riserva Federale rimane regolata dalla legge di Riserva Federale del 1913 e dalla legge Glass-Steagall che, secondo un proclama presidenziale, resta in vigore fino al marzo 1937.

La nuova legge rende permanente la Compagnia Federale d'Assicurazione dei Depositi, istituita dalla legge bancaria del 1933. Il titolo I della nuova legge determina le condizioni per l'assicurazione di singoli depositi fino a \$ 5000, fissando il premio di un dodicesimo all'anno su tutti i depositi. Questo provvedimento costituisce un passo verso l'unificazione del sistema di Riserva Federale in quanto impone a tutte le banche che accolgono depositi in misura non inferiore a un milione di dollari, di affiliarsi al sistema entro il 1942, onde profittare del provvedimento assicurativo. Al giugno 1935, 90% delle banche erano assicurate, il complesso dei rischi della Compagnia copriva 18 miliardi di dollari su 41 miliardi complessivamente depositati presso le banche assicurate.

La legge bancaria del 1935 comprende anche una serie d'altre disposizioni concernenti le banche. La facoltà di esercitare il credito fondiario è resa più liberale, essendo consentito alle banche, che lo praticano, di portare da 50 a 60% del valore dei fondi le concessioni di credito e le scadenze da 5 a 10 anni: i mutui su fondi possono essere accordati fino a un ammontare complessivo di 100% del patrimonio non impiegato della Banca (prima era 25%), oppure 60% dei depositi a termine o a risparmio (prima 50%). Le restrizioni di competenza territoriale già esistenti sono abolite. Il Federal Reserve Bulletin così commenta queste disposizioni: "L'aver reso più liberali le disposizioni in materia di credito fondiario renderà più facile alle banche affiliate di partecipare al finanziamento dell'attività edilizia, la ripresa della quale è un fattore essenziale della prosperità. . . . Il pericolo per le banche non sta nell'esercitare il credito fondiario in sè stesso, ma nell'accordare cattivi crediti di qualsiasi natura. L'esercizio del credito fondiario fornisce importanti possibilità di buon investimento dei capitali della Banca". È fatto obbligo ad ogni "Banca Nazionale" di costituire gradualmente delle riserve fino a raggiungere l'ammontare del suo capitale in azioni ordinarie.

La nuova legge contiene disposizioni concernenti il calcolo delle riserve obbligatorie: tra l'altro le banche affiliate hanno ora l'obbligo di mantenere le stesse riserve a fronte dei depositi del Governo degli Stati Uniti come a fronte di altri depositi,

mentre nel passato esse non mantenevano tali riserve. Altre disposizioni riguardano il pagamento dei depositi e dell'interesse, i conti di risparmio postali e il cumulo di funzioni dei Consiglieri d'Amministrazione.

La nuova Banca Centrale dell'Argentina, aperta nel maggio 1935, fu istituita come elemento di un vasto piano di riordinamento del sistema monetario e bancario del paese: furono assorbiti dalla Banca centrale o terminarono le loro funzioni tre enti autonomi, cioè la Cassa di Conversione, il Comitato di Risconto e il Consiglio per l'Ammortamento, nonché due Fondi, il Fondo Divise Estere e il Fondo Utili di Cambio; la riserva aurea rilevata dalla Cassa di Conversione fu rivalutata e gli utili contabili distribuiti; fu costituito un nuovo Istituto di Liquidazione allo scopo di rilevare le attività immobilizzate delle banche e fu promulgata una nuova legge bancaria.

Sotto l'antica legge del 1899, il sistema monetario era rigidissimo e i movimenti dell'oro determinavano un effetto immediato sul volume della circolazione di biglietti; un sistema che — nonostante numerosi ripieghi per mitigarne gli effetti — si rivelò dannoso a un paese come l'Argentina, soggetto a profonde variazioni della bilancia dei pagamenti. La nuova Banca Centrale, istituita dalla legge del 28 marzo 1935, ha come primo oggetto quello di "concentrare riserve sufficienti per moderare le conseguenze di oscillazioni delle esportazioni e degli investimenti di capitali esteri sulla moneta, sul credito e sulla attività commerciale al fine di mantenere il valore della moneta"; le nuove norme sono intese a conferire all'organismo l'elasticità necessaria per assolvere tale suo compito.

Tra il 1929 e il 1935 il peso argentino scese a circa 46% della sua antica parità e quando la Banca Centrale rilevò dalla Cassa di Conversione le sue riserve d'oro e le sue passività per biglietti in circolazione, l'oro fu rivalutato alla nuova parità, benchè le norme di legge relative al cambio di biglietti in oro o valute estere rimanessero espressamente sospese fino a nuovo decreto. L'oro di proprietà, indicato nel bilancio d'apertura della nuova Banca, ammontava a 1224 milioni di pesos; la rivalutazione fruttò un utile contabile di 163 milioni che portati con l'aggiunta di altri utili a 700 milioni fu impiegato dal Governo: per 10 milioni, nella partecipazione al capitale sottoscritto della Banca Centrale, per 10 milioni per costituire il capitale dell'Istituto di Liquidazione; per 380 milioni a fornire all'Istituto i fondi per rilevare attività immobilizzate delle banche, le quali così possono ricostituire il loro capitale liquido e ottemperare alle prescrizioni circa le riserve minime di cassa. Il saldo di 300 milioni fu devoluto: per 150 milioni, all'ammortamento del debito diretto del Governo verso il Banco della Nazione, per 140 milioni, al rimborso di cambiali del Tesoro in circolazione; il saldo fu depositato alla Banca Centrale. Il debito fluttuante dello Stato, che ammontava a 1200 milioni di pesos al principio del 1932, è stato ridotto, mediante consolidamenti, rimborsi e avocazione di parte dell'utile sulla rivalutazione dell'oro, a 110 milioni alla fine del 1935.



La legge bancaria dispone che le banche private mantengano riserve di cassa rappresentanti almeno 16% dei depositi a vista e 8% dei depositi a termine; dispone altresì che due terzi di queste riserve siano depositati alla Banca Centrale, la quale, tuttavia, in circostanze speciali, può esentare temporaneamente una banca da quest'obbligo, per un breve periodo. L'interesse corrisposto dalle banche private sui depositi a vista deve essere almeno di 3 punti inferiore al saggio minimo del risconto della Banca Centrale e sui depositi a risparmio almeno un punto al disotto. Talune operazioni suscettibili d'intaccare la liquidità delle banche sono proibite. Tutte le banche sono tenute a depositare ogni mese riservatamente alla Banca Centrale la loro situazione; la Banca Centrale pubblica una situazione complessiva senza svelare le situazioni delle singole aziende e ha facoltà di chiedere qualsiasi ulteriore informazione o spiegazione dei dati ricevuti. Le banche sono anche sottoposte all'ispezione periodica di funzionari inviati dalla Banca Centrale.

Gli statuti della Banca Centrale della Repubblica Argentina conferiscono alla Banca il monopolio dell'emissione di biglietti nel paese e prescrivono il mantenimento di una riserva in oro e valute estere a copertura d'almeno 25% dei biglietti e dei debiti a vista, facendo divieto di ripartire dividendi se il rapporto di copertura è inferiore a 33%; le valute estere non debbono superare un quinto della riserva totale nè concorrere per oltre 10% a formare il rapporto di copertura. Metà del capitale sottoscritto di 10 milioni di pesos fu fornito dalle banche del paese a capitale non inferiore a 1 milione di pesos e metà (senza diritti di voto) dal Governo, mediante utili provenienti dalla rivalutazione. Le banche mantengono saldi in cassa presso la Banca Centrale come disposto dalla legge bancaria e gli affari più importanti con lo Stato sono stati tolti al Banco della Nazione. La Banca Centrale è governata da un Presidente e un Vicepresidente scelti dal Capo del Governo, di concerto col Senato, fra candidati proposti dall'Assemblea delle banche partecipanti, e da dodici Consiglieri d'Amministrazione in rappresentanza degli interessi bancari ma comprendenti anche un agricoltore, un allevatore, un uomo d'affari, un industriale e un rappresentante dello Stato. Il Consiglio non deve comprendere più di tre stranieri. L'istituzione è essenzialmente una banca per le banche e per lo Stato senza diretta relazione col pubblico. Essa può praticare risconti e prestiti soltanto a favore delle banche affiliate e accordare anticipazioni temporaneamente allo Stato fino a 10% del reddito liquido dell'ultimo triennio.

Nel bilancio d'apertura della Banca figurano, oltre l'oro rilevato dalla Cassa di Conversione, 123 milioni di pesos di cambi e oro all'estero ricevuti dal Fondo per i Cambi e consistenti principalmente in oro a Londra. L'impiego degli utili della rivalutazione a rimborso del debito pubblico e per restituire liquidità alle banche ha naturalmente accresciuto la liquidità del mercato e finora la Banca Centrale non ha riscontato portafogli; i fondi in cassa delle banche commerciali salivano infatti a 827 milioni di pesos alla fine del 1935, contro 485 milioni un anno prima. Le sole

attività fruttifere della Banca Centrale sul mercato nazionale consistevano in 400 milioni di pesos di buoni consolidati del Tesoro 3%, valori che la Banca ha facoltà di vendere sul mercato per assorbire eccedenze di disponibilità. In pratica, nei primi due mesi d'attività la banca vendette 250 milioni di pesos di buoni del Tesoro, ma ne riacquistò 70 milioni alla fine del 1935. Il primo bilancio fece apparire che la riserva d'oro e di cambi rappresentava 140% della circolazione di biglietti e 72% del totale degli impegni a vista, rapporti che non hanno subito gran cambiamento in seguito. È rimasto immutato il cambio ufficiale, cioè il prezzo pagato per le tratte d'esportazione, il quale fu collegato alla sterlina nel gennaio 1934, nel rapporto di 15 pesos per una sterlina, mentre il cambio libero oscilla tra 17 e 18.

In Europa, le innovazioni più radicali sono state fatte in Italia. Il movimento sfavorevole del commercio estero italiano, specialmente la diminuzione delle esportazioni, aveva già nel 1934 reso necessario d'imporre restrizioni alle importazioni e le operazioni di cambi esteri erano state limitate alle occorrenze reali dell'industria e del commercio o di persone recantisi all'estero. Nel primo semestre del 1935 furono imposte ulteriori restrizioni all'importazione e fu nominato un soprintendente ai cambi coll'estero posto alla diretta dipendenza del Capo del Governo col compito di regolare le assegnazioni di cambi in base alle norme vigenti e di coordinare i servizi di controllo delle esportazioni e delle importazioni. Nel luglio fu sospeso temporaneamente l'obbligo fatto alla Banca d'Italia di mantenere una copertura di 40% in oro e valute estere, consentendosi l'impiego d'oro della riserva per la liquidazione dei debiti commerciali all'estero, rimasti in sospenso per circa 500 milioni di lire, cifra inferiore tuttavia a quella dei crediti italiani immobilizzati all'estero. Nell'agosto del 1935 fu deciso di rendere obbligatoria la cessione all'Istituto Nazionale per i Cambi con l'Estero, agente per conto del Tesoro, di tutti i crediti all'estero, contro pagamento in contanti del loro valore al cambio del giorno del decreto. L'Istituto ebbe anche facoltà di acquistare contro buoni novennali del Tesoro 5% tutti i titoli esteri o titoli italiani emessi all'estero in possesso di cittadini nel Regno e nelle Colonie, ai quali il decreto dell'8 dicembre 1934 aveva fatto obbligo di dichiararne il possesso. La situazione speciale creatasi a partire dall'ottobre 1935 affrettò il processo di accentramento e a partire da quel mese fu sospesa la pubblicazione di dati statistici. Pertanto è cessata la pubblicazione regolare delle situazioni periodiche della Banca d'Italia, ma il bilancio al 31 dicembre 1935 è stato presentato all'Assemblea generale degli azionisti della Banca d'Italia. Con decreto del 14 novembre 1935 è stato conferito all'Istituto Nazionale per i Cambi coll'estero, agente per il Tesoro, il monopolio dell'acquisto dell'oro all'estero e la facoltà di acquistare oro nel Regno al prezzo medio dell'oro sui mercati internazionali. Operando per conto del Tesoro e per il tramite della Banca d'Italia, l'Istituto ha acquistato oro dal pubblico al prezzo di lire 15.50 per grammo in confronto al prezzo di lire 12.62, corrispondente alla parità legale della moneta: l'oro viene anche ricevuto in deposito a 5% d'interesse.

Il Regio decreto legge del 12 marzo 1936 contiene «disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia» mediante la costituzione di un Ispettorato alla diretta dipendenza di un Comitato di Ministri presieduto dal Capo del Governo e composto dei Ministri delle Finanze dell'Agricoltura Foreste e delle Corporazioni. L'Ispettorato, di cui il Governatore della Banca d'Italia è Capo, ha vasti poteri di controllo sulle aziende di credito d'ogni sorta nel Regno. In particolare, l'Ispettorato ha facoltà di ordinare ispezioni periodiche o straordinarie; autorizzare le emissioni di azioni e obbligazioni quando avvengano per il tramite di aziende di credito sottoposte al suo controllo; autorizzare l'ammissione nelle Borse del Regno di obbligazioni e azioni e dettare norme obbligatorie per le aziende di credito relative ai limiti per i tassi d'interesse sui depositi e sulle anticipazioni, alla proporzione fra le diverse categorie di investimenti considerate in rapporto, sia alla liquidità, sia alle diverse branche di attività economiche; al rapporto fra il patrimonio netto e le passività e le possibili forme di impiego dei depositi raccolti in eccedenza all'ammontare determinato dal rapporto stesso; alle percentuali minime degli utili da destinarsi alle riserve, ecc.

La Banca d'Italia viene dichiarata istituto di diritto pubblico e le sue operazioni di sconto vengono limitate alle aziende di credito, cessando le sue relazioni dirette col pubblico. Tuttavia le anticipazioni sui titoli continueranno ad essere praticate anche direttamente al pubblico. Il 31 marzo 1936, il Governatore Azzolini ha presieduto l'ultima Assemblea generale degli azionisti. Il capitale di lire 500 milioni, versate lire 300 milioni, in azioni del valore nominale di 1000 lire, versate lire 600, sarà rimborsato a 1300 lire per azione, rappresentanti il capitale versato e la quota delle riserve afferenti a ciascuna azione. Il nuovo capitale di 300 milioni di lire interamente versato, sarà sottoscritto unicamente da casse di risparmio, istituti di credito e banche di diritto pubblico, istituti di previdenza e di assicurazione.

Come già accadde al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia, anche i tre maggiori Istituti di credito: Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano e Banco di Roma, sono stati dichiarati banche di diritto pubblico, con la conseguenza che le loro azioni debbono essere nominative e possono appartenere soltanto a persone e enti di cittadinanza italiana. Queste banche sono sottoposte come le altre aziende di credito al controllo dell'Ispettorato. Per il controllo del credito a breve e lungo termine vengono accentrate nel Comitato dei Ministri e all'Ispettorato che da esso dipende, tutte le funzioni relative a Istituti di credito, che prima erano ripartite fra diversi Ministeri. È stato inoltre disposto che l'Istituto Mobiliare Italiano, che sarà presieduto dal Governatore della Banca d'Italia, riprenda le funzioni del Consorzio per Sovvenzioni su valori industriali e della Sezione "A" dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale.

Le nuove leggi bancarie degli Stati Uniti, dell'Argentina e dell'Italia contemplano il riordinamento della Banca Centrale e delle banche ordinarie; nel Belgio invece le

nuove disposizioni riguardano quasi esclusivamente le banche ordinarie. La situazione straordinaria che si produsse nel Belgio nel primo trimestre del 1935 e portò alla svalutazione della moneta il 1° aprile 1935, fu caratterizzata da una fuga di capitali che privò le banche della parte più liquida delle loro risorse e rese necessario di avvisare, altresì al riordinamento generale bancario, ai rimedi per restituire liquidità al mercato. Il Regio decreto del 13 giugno 1935, creò l'Istituto di Risconto e Garanzie ma non fu promulgato che dopo la svalutazione e in un momento in cui il ritorno dei capitali aveva già allentata la pressione sulle banche. L'Istituto è creato per una durata di 5 anni prorogabile di 5 in 5 anni, con un capitale di 200 milioni di franchi belgi liberato del 20% sottoscritto dalle banche; tutte le sue operazioni fino ad un ammontare complessivo di 2 miliardi di franchi belga sono garantite dallo Stato. L'Istituto ha facoltà di rilevare da banche e altri Enti attività di buona qualità, non necessariamente tutte mobilizzabili, ad un tasso d'interesse non superiore a 1% al di sopra del massimo saggio di sconto o anticipazioni su titoli praticato dalla Banca Nazionale. Altri effetti nunti della firma dall'Istituto sono scontabili alla Banca Nazionale alle condizioni normali praticate per gli effetti ammissibili allo sconto. L'Istituto è amministrato da un Comitato composto di un Presidente e cinque Consiglieri di nomina regia. In tal modo si consente alle banche commerciali di mobilizzare attività che la Banca Centrale non potrebbe prendere, mentre d'altra parte gli effetti emessi dall'Istituto rappresentano un investimento conveniente per fondi di banca a breve termine, dimodochè le risorse disponibili del mercato verranno di regola utilizzate in pieno prima che occorra rivolgersi alla Banca Nazionale. Nel contempo non si rende necessario per la Banca Nazionale di discostarsi dalle sue consuetudini e norme statutarie.

Al di fuori dei provvedimenti rammentati, che costituiscono misure per il ritorno alla liquidità, la situazione bancaria è stata oggetto di un riordinamento più vasto promosso dalla nuova legge del 9 luglio 1935 che regola l'attività delle banche commerciali. Essa dà una definizione del termine "banca" e tutte le aziende che lo usano nel proprio nome debbono essere iscritte presso una Commissione Bancaria di nuova istituzione. Ogni banca deve avere un capitale di almeno 10 milioni di franchi belgi interamente versati, tranne le case bancarie private per le quali il minimo è 2 milioni di franchi; le riserve debbono essere investite in titoli dello Stato e affini. La legge riconferma le disposizioni della legge dell'agosto del 1934 che vietano alle banche di possedere partecipazioni (azioni, obbligazioni, ecc) in enti commerciali o industriali che non siano banche. È ammessa eccezione nel caso in cui la banca proceda a un'emissione di titoli, nel qual caso potrà conservare partecipazione per un periodo non superiore a 6 mesi.

L'innovazione di più vasta portata nella nuova legge consiste nella creazione di una Commissione bancaria autonoma, le cui spese sono a carico della Banca Nazionale, la quale provvede anche al Segretariato. La Commissione consiste di un Presidente e sei membri di nomina regia dei quali due sono nominati direttamente dal Re, due

scelti da una lista proposta dalle banche e dalla Banca Nazionale e due su una lista proposta dall'Istituto di Risconto e Garanzia. La Commissione ha per compito di applicare la nuova legge e dispone di vasti poteri. È creato un corpo di Ispettori, il quale riferisce alla Commissione circa le illegalità o irregolarità riscontrate e la Commissione può anche incaricare la Banca Nazionale di eseguire inchieste speciali. Inoltre la Commissione, dietro autorizzazione dei Ministri delle Finanze e dell'Economia, può fissare per le banche il rapporto da mantenersi: 1°) fra i fondi in cassa e altre attività rapidamente mobilitate da un lato e le passività a vista o a breve termine dall'altro; 2°) fra il patrimonio della Banca e il totale dei depositi, ovvero il totale degli impegni a vista o a breve termine. La Commissione ha anche facoltà di determinare, con votazione a maggioranza di due terzi e sentita la Banca Nazionale e l'Office de Redressement Économique e con l'approvazione dei Ministri delle Finanze e dell'Economia, il massimo tasso d'interesse applicabile a specificate categorie di operazioni di credito. Le banche iscritte presso la Commissione debbono presentare situazioni mensili nella forma prescritta dalla Banca Nazionale, la quale pubblica una situazione riassuntiva delle banche ogni tre mesi.

La Commissione bancaria ha ricevuto anche ampi poteri e compiti di sorveglianza sul mercato delle emissioni. La Commissione deve essere informata con preavviso di due settimane circa ogni emissione al pubblico e deve venirle fornita una esposizione in forma prescritta, contenente tutte le notizie essenziali circa lo scopo dell'emissione ecc. (queste prescrizioni si estendono anche ai titoli garantiti dallo Stato, dall'Amministrazione del Congo Belga, dalle provincie e dai comuni, nonché alle emissioni all'estero per conto di aziende belga). Qualora la Commissione bancaria ritenga una emissione all'interno dannosa al mercato, può raccomandare che l'ammontare ne venga ridotto ovvero ripartito su un certo periodo di tempo. In mancanza d'accordo, la Commissione bancaria può vietare l'emissione per un periodo non oltrepassante tre mesi, pubblicando la sua decisione. Se la Commissione bancaria ritiene le condizioni d'emissione tali da indurre i sottoscrittori in errore circa il carattere dell'impresa o i diritti dei possessori dei titoli, essa può, in caso di non osservanza delle sue raccomandazioni da parte della casa emittente, vietare l'emissione per tre mesi, pubblicando tale sua decisione. Se, ciò nonostante l'emissione ha luogo, il Ministro delle Finanze, a richiesta della Commissione bancaria, può vietare l'ammissione dei titoli alle Borse. La Commissione bancaria ha facoltà di chiedere a qualsiasi momento informazioni circa i risultati delle emissioni che hanno avuto luogo negli ultimi sei mesi e le ditte specializzate in emissioni debbono fornire annualmente un rendiconto delle emissioni eseguite.

Si noterà che, nonostante la vastità dei poteri conferiti alla Commissione bancaria, tutte le sue funzioni hanno carattere facoltativo e sono affidate al giudizio collettivo dei suoi membri. Si è avuto cura principale di non intaccare il principio che spetta in primo luogo alle banche la responsabilità verso i loro depositanti e azionisti e pertanto non si è preso alcun provvedimento del genere dell'assicurazione dei depositi

In Germania, la nuova legge del 5 dicembre del 1934 concernente il sistema creditizio è entrata in vigore; sono state introdotte talune modifiche suggerite dall'esperienza dell'anno. All'infuori del campo bancario puramente privato due avvenimenti vanno menzionati. Alla fine del 1935 entrarono in vigore disposizioni relative all'accentramento dell'emissione dei biglietti in corrispondenza alla scadenza del privilegio delle quattro banche d'emissione private. La loro circolazione ammontante a quella data a 158 milioni di marchi, viene ritirata e le loro riserve auree ammontanti a 75 milioni di marchi sono state rilevate provvisoriamente dalla Golddiskontbank restando in sospeso la loro destinazione finale. Una legge dell'ottobre 1935 dispone un ulteriore concentramento del sistema bancario tedesco ponendo sotto il diretto controllo del Ministro dell'Economia Nazionale del Reich, attualmente anche Presidente della Reichsbank, le dieci banche di Stato, tra le quali la Banca di Stato Prussiana (Seehandlung) è di gran lunga la più importante. Queste banche erano state fondate negli Stati autonomi della Germania e fruivano di speciali privilegi; il Ministro dell'Economia Nazionale è autorizzato a controllare tali banche e a modificarne gli Statuti.

Il 1935, primo anno di applicazione della nuova legge bancaria alle banche svizzere, è stato un periodo di grandi difficoltà. Ne sei anni fino al 1930 le grandi banche che trattano affari internazionali avevano ricevuto un'espansione senza esempio, raddoppiando quasi le loro cifre totali di bilancio. A partire dal 1930 questo movimento fu bruscamente invertito e nel quinquennio che termina col 1934, le sette banche principali subirono ritiri di fondi i quali, insieme con altre compressioni di passività, ridussero il bilancio complessivo alla metà. Ciò rappresentò un'enorme pressione sulle banche, dato il periodo di prezzi calanti e dato che una parte delle attività, variabile grandemente da banca a banca, rimaneva immobilizzata all'estero. La nuova legge entrata in vigore il 1° marzo 1935 contiene disposizioni speciali in virtù delle quali una moratoria parziale (proroga delle scadenze) può venir concessa dal Consiglio Federale se è accertato che tutti i creditori siano effettivamente garantiti al 100% dalle attività esistenti e che il servizio degli interesse può essere regolarmente effettuato durante tutto il periodo di moratoria. Due fra le banche maggiori hanno ricorso a queste concessioni: alla Banca Commerciale di Basilea fu concessa una moratoria parziale per due anni a partire dall'11 giugno e alla Banca Leu & Co. per tre mesi a partire dal 30 dicembre 1935, periodo prorogato dipoi per altri sei mesi. Anche altre banche minori si sono trovate in difficoltà nel corso dell'anno, ma ad una sola è stata accordata la concessione in questione.

Nell'aprile corrente il Consiglio Federale ha emanato norme complementari alla legge bancaria, intese a facilitare la riorganizzazione delle banche di una certa importanza per evitare la procedura fallimentare. La validità di tali norme scade col termine del 1937.

La Commissione bancaria istituita dalla nuova legge, alla quale è affidato il compito di sorvegliare l'esecuzione della legge ed a cui spetta di assicurarsi che la

contabilità delle banche sia debitamente verificata, è entrata in funzione. In base alla nuova legge la Banca Nazionale ha facoltà di discutere colle banche gli aumenti dei tassi d'interesse sui buoni di cassa, ma non è autorizzata a determinare quali tassi debbono essere applicati. La Relazione Annuale della Banca segnala che nel corso dell'anno i ritiri di fondi dal mercato esercitarono un'influenza sul tasso dell'interesse e che, allo scopo di prevenire aumenti ingiustificati, la Banca Nazionale ai termini dell'articolo 10 della legge, convocò un'Assemblea di banche il 13 giugno allo scopo di discutere la questione dei tassi d'interesse; la maggioranza delle banche riconobbe d'accordo colla Banca Nazionale, che i tassi stabiliti nell'ottobre 1933 non dovessero venire oltrepassati senza necessità. Ma l'accresciuto rendimento dei titoli di prim'ordine rese impossibile a parecchie banche di continuare a praticare i vecchi tassi. Alla fine dell'anno la Banca Nazionale aveva ricevuto comunicazione di 91 aumenti di tassi d'interesse per la più parte però di minore importanza. La Banca Nazionale ne trae la conclusione, che l'esperienza ha provato una volta di più essere le leggi economiche più potenti di qualsiasi misura artificiosa.

Per riassumere l'evoluzione nel campo bancario commerciale durante l'anno, può concludersi che, sebbene non siano cessate le difficoltà in alcuni paesi, in altri vi sono indizi che i guai degli ultimi anni sono finiti. Sintomi di miglioramento sono i rimborsi delle banche americane alla Reconstruction Finance Corporation, l'aumento di liquidità delle banche belghe, il rapido rimborso del credito straordinario accordato alla Skandinaviska Kredit-Aktiebolaget in Svezia all'epoca della crisi Kreuger e la ripresa dei dividendi, per la prima volta dopo il 1931, da parte delle grandi banche tedesche. In alcuni paesi, si riscontra anche un aumento delle concessioni di crediti all'industria e al commercio che riflette la ripresa degli affari e il più frequente ricorso al credito bancario, non soltanto per l'acquisto di titoli di Stato, ma anche per il finanziamento di un maggior volume di commercio e produzione.

Le nuove leggi promulgate in parecchi paesi mirano in generale a due scopi: in primo luogo a proteggere la sicurezza dei depositi col prescrivere norme per il mantenimento della liquidità e solvibilità delle banche; in secondo luogo, per ragioni generali di politica creditizia, si è colta l'occasione della nuova legislazione bancaria per allargare i poteri della banca centrale o di altri enti ad essa strettamente collegati nel controllo della funzione creditizia. Va notato che anche in molti paesi nei quali non si è modificata la legislazione bancaria, si è verificata tuttavia un'evoluzione nei metodi effettivi degli istituti di credito; la Banca Centrale ha visto in pratica accrescersi la sua autorità sul mercato e le banche commerciali meglio amministrate hanno osservato nella loro politica di investimenti, senza bisogno di norme obbligatorie, i principi stessi che altrove hanno trovato espressione nella nuova legislazione. Dappertutto viene prestata maggiore attenzione a questi problemi, avendo l'esperienza degli ultimi anni dimostrata l'importanza fondamentale di possedere un sistema creditizio ben regolato.

## VII. LE FUNZIONI DELLA BANCA COME FIDUCIARIO E AGENTE.

L'evoluzione delle relazioni internazionali politiche e economiche ha avuto grande ripercussione sulle funzioni che in origine furono assegnate alla Banca in qualità di fiduciario o agente e che, in gran parte, sono divenute di pura forma. Le disposizioni dell'Accordo di Losanna del 9 luglio 1932 hanno per effetto di riservare l'esecuzione dei pagamenti annuali che avrebbero dovuto essere eseguiti dalla Germania, dall'Ungheria, dalla Bulgaria e dalla Cecoslovacchia ai termini degli Accordi dell'Aja del 1930; la Banca è Fiduciario per tali pagamenti annuali. Poco dopo la sua inaugurazione, la Banca fu nominata Agente finanziario dei Fiduciari per il Prestito Esterno del Governo Tedesco 1924 e Fiduciario per il Prestito Internazionale del Governo Tedesco 5 $\frac{1}{2}$  % 1930. Ma fino dal luglio 1934 il Governo tedesco ha sospeso il pagamento ai Fiduciari delle divise estere occorrenti per il servizio di questi prestiti. La Banca fu anche nominata Fiduciario per il Prestito Internazionale del Governo Austriaco 1930; il servizio di questo prestito è stato effettuato nel modo prescritto dall'obbligazione generale che garantisce il prestito; inoltre, la Banca ha potuto rendere, in altri modi, nel corso dell'esercizio qui contemplato, utili servizi quale fiduciario o agente, per esempio: in relazione alla liquidazione delle pendenze finanziarie risultanti dal trasferimento del Territorio della Saar alla Germania; una distribuzione di somme ai termini di un Accordo per la liquidazione dei cosiddetti "live claims" dei creditori esteri della Oesterreichische Kreditanstalt; una prima ripartizione a valere sui crediti riconosciuti dai Tribunali arbitrali misti a carico del Fondo Agrario (Fondo A). Qui appresso si danno notizie relative a queste varie funzioni di fiduciario e di agente.

### (a) I PAGAMENTI ANNUALI DELLA GERMANIA, DELL'UNGHERIA, DELLA BULGARIA E DELLA CECOSLOVACCHIA.

L'accordo di Losanna, firmato il 9 luglio 1932 (che modifica gli obblighi della Germania enunciati nel Nuovo Piano approvato alla conferenza dell'Aja del gennaio 1930) non è stato ratificato da alcuna parte. Nel periodo interinale fra la data della firma e quella della ratifica dell'accordo di Losanna, valgono le "Disposizioni transitorie", in base alle quali l'esecuzione degli obblighi della Germania in virtù del Nuovo Piano è riservata, a condizione che il servizio dei prestiti emessi sul mercato non subisca modificazioni. Peraltro, come verrà spiegato più oltre nei paragrafi relativi al Prestito Esterno della Germania 1924 e al Prestito Internazionale del Governo Tedesco 5 $\frac{1}{2}$  % 1930 (che sono i due prestiti in questione), il Governo tedesco sospese a partire dal 1° luglio 1934 il servizio di tali prestiti quale prescritto dalle rispettive obbligazioni generali.



L'esecuzione dei pagamenti annuali dovuti dall'Ungheria, Bulgaria e Cecoslovacchia fu riservata fino al 15 dicembre 1932 in relazione alla parte III dell'accordo di Losanna del luglio 1932. Le parti contraenti raccomandarono l'istituzione di un comitato per l'esame delle questioni relative alle cosiddette riparazioni orientali ed affini, allo scopo di inserirle nel quadro di un regolamento generale. Il Comitato non è stato costituito ed i Governi interessati hanno concordato di prorogare la riserva d'esecuzione dei pagamenti annuali dell'Ungheria, Bulgaria e Cecoslovacchia fino al 15 dicembre 1934. Sono in corso negoziati fra i detti Governi allo scopo di rinnovare la proroga fino al 15 giugno 1936.

Pertanto, durante l'esercizio finanziario passato in rassegna, la Banca non ha ricevuto nulla a valere sui pagamenti annuali della Germania, dell'Ungheria, della Bulgaria e della Cecoslovacchia.

Continuano pagamenti o rimborsi d'importanza relativamente piccola, in relazione alla liquidazione di vecchi contratti per consegne in natura e questi figurano nel Conto Fiduciario Entrate e Uscite per Annualità, più oltre menzionato.

Inoltre, proseguono attraverso la Banca taluni pagamenti importanti in relazione a contratti per lavori pubblici in Francia. Questi ultimi sono finanziati dai Governi francese e tedesco secondo intese stipulate all'epoca dell'accordo di Losanna; per tali pagamenti la Banca funge puramente come banchiere e non come fiduciario dei Governi creditori; le cifre relative non sono pertanto comprese nel Conto Fiduciario Entrate e Uscite per Annualità.

Il Conto Entrate e Uscite della Banca, che rappresenta le operazioni da essa effettuate in qualità di Fiduciario per le annualità tedesche nel periodo dal 1° aprile 1935 al 31 marzo 1936, è riprodotto nell'allegato VIII quale figura nei libri della Banca, certificato dai sindaci a norma dell'articolo XVII del Contratto Fiduciario per la Germania.

#### (b) PRESTITO ESTERNO DELLA GERMANIA 1924.\*

La Banca ha operato in qualità di Agente finanziario dei Fiduciari del Prestito Esterno della Germania 1924 fin dalla sua inaugurazione nel maggio 1930; dal giorno dell'emissione del prestito fino al 1° luglio 1934 le somme occorrenti per il suo servizio furono pagate regolarmente ai Fiduciari o al loro Agente nelle valute delle rispettive emissioni.

A partire dal 1° luglio 1934, il Governo tedesco non ha più fornito per il servizio del prestito, nè ai Fiduciari nè al loro Agente fiduciario, alcuna somma nelle

\* Trovansi alle pagine 42 e 43 della quarta Relazione Annuale della Banca notizie sulle circostanze in cui fu emesso questo prestito, sulle valute delle sue varie emissioni, sulle garanzie speciali e privilegi di cui il prestito gode e sull'applicazione della clausola "moneta d'oro" contenuta nell'obbligazione definitiva dell'emissione americana. Alle pagine 68 e 69 della quinta Relazione annuale della Banca è descritto l'operato dei Fiduciari al momento in cui, nel luglio 1934, il Governo tedesco sospese il servizio del prestito quale prescritto dall'obbligazione generale.

valute delle rispettive emissioni, ma, per effetto di accordi di trasferimento stipulati fra il Governo tedesco e vari altri Governi, talune categorie di obbligazionisti, specificate nei detti accordi, hanno ottenuto il pagamento, nella valuta del paese ove hanno domicilio, dell'equivalente del 50 % dell'importo nominale della cedola maturata il 15 ottobre 1934 (50 % essendo già stati pagati con fondi disponibili nelle mani dei Fiduciari) e l'equivalente dell'intero importo nominale delle cedole maturate posteriormente (in alcuni casi soltanto di una parte di tale importo nominale). Inoltre, agli obbligazionisti che non avevano diritto a ricevere l'intero importo nominale delle loro cedole in virtù di alcuno degli accordi suaccennati, il Governo tedesco offrì di liquidare i saldi rimanenti mediante un pagamento in marchi, computato al cambio ufficiale della Reichsbank, l'impiego di tali marchi rimanendo soggetto alle norme che regolano l'uso dei marchi registrati. I Fiduciari del prestito non sono parte in alcuno dei detti accordi di trasferimento, non hanno avuto ingerenza nell'esecuzione degli stessi e li hanno ritenuti incompatibili coll'Obbligazione Generale e con gli accordi internazionali che ad essa si riferiscono.

Il 2 luglio 1934, i proventi dei redditi vincolati che fino a tale data erano sempre stati versati in un conto alla Reichsbank intitolato ai Fiduciari, ai termini dell'allegato XI dell'Accordo dell'Aja del gennaio 1930, furono bloccati nel conto, nella misura di marchi 4.300.000,— rappresentanti approssimativamente l'equivalente delle divise estere occorrenti per la rata dovuta il 16 luglio 1934 a titolo di servizio del prestito. Questa somma rimane bloccata nel conto dei Fiduciari alla Reichsbank e non è stato possibile di ottenere dalle autorità tedesche il consenso necessario per convertirla in divise estere. A partire dal 16 luglio 1934 nulla è più stato versato nel conto dei Fiduciari a titolo di provento dei redditi vincolati.

I fondi in conto ammortamento ricevuti dai Fiduciari furono totalmente spesi nell'ammortamento delle obbligazioni mediante acquisti sul mercato per quanto possibile, oppure mediante sorteggi, tranne il caso dell'emissione americana nel quale gli acquisti sul mercato a scopo di ammortamento furono sospesi al momento in cui il Governo tedesco rese nota la sua intenzione di interrompere il servizio del prestito a partire dal 1° luglio 1934; una somma di \$ 208.246,87, rappresentante il saldo dei fondi d'ammortamento in esistenza a quell'epoca, continua ad esser tenuta in sospenso.

A partire dal 1° luglio 1934, i Fiduciari non hanno più ricevuta alcuna delle somme occorrenti per il servizio del prestito nelle valute delle rispettive emissioni e nel corso dell'ultimo esercizio finanziario del prestito, terminato il 15 ottobre 1935, essi hanno ricevuto soltanto piccole somme a titolo di interesse su saldi presso banche; tali saldi sono andati diminuendo gradualmente, i Fiduciari avendoli utilizzati per il pagamento parziale o, secondo il caso, completo, a presentazione delle cedole scadute il 15 ottobre 1934 o anteriormente, nonchè per il rimborso delle spese. In tali circostanze non si è ritenuto necessario al momento attuale di redigere e presentare ai sindaci un rendiconto delle entrate e delle uscite per l'esercizio finanziario

del prestito terminato il 15 ottobre 1935. L'equivalente in franchi svizzeri, alla data del 31 marzo 1936, delle consistenze in divise riferibili a questo prestito e depositate a nome dei Fiduciari, figura all'allegato VII.

(c) PRESTITO INTERNAZIONALE DEL GOVERNO TEDESCO 5 $\frac{1}{2}$  % 1930.\*)

La Banca fu nominata fiduciario per il Prestito Internazionale del Governo Tedesco 5 $\frac{1}{2}$  % 1930 al momento dell'emissione del prestito; da quella data fino al 1° luglio 1933 le rate a titolo di servizio furono versate al Fiduciario nelle valute delle rispettive emissioni del prestito. A partire dal 1° luglio 1933, il Governo tedesco cessò di versare le rate d'ammortamento nelle valute delle rispettive emissioni, ma continuò a versare le rate a titolo d'interesse fino al 1° luglio 1934; a partire da quest'ultima data non fu più versata al Fiduciario, nelle monete delle rispettive emissioni, alcun'altra rata, nè per interessi nè per ammortamento. Inoltre, le rate relative alla cedola maturata il 1° giugno 1933 e alle cedole successive, nonchè le rate a titolo d'ammortamento a partire dal maggio 1933, furono calcolate senza riguardo alla clausola valore oro contenuta nell'articolo VI dell'Obbligazione Generale.

Tuttavia, per effetto di accordi di trasferimento stipulati tra il Governo tedesco e vari altri Governi, talune categorie di obbligazionisti specificate nei detti accordi hanno ottenuto il pagamento, nella valuta del paese ove sono domiciliati, dell'equivalente di cinque sestimi dell'importo nominale della cedola maturata il 1° luglio 1934 (un sesto essendo già stato pagato mediante i fondi disponibili nelle mani del Fiduciario) nonchè dell'equivalente dell'intero importo nominale delle cedole maturate posteriormente (in taluni casi soltanto una parte di tale importo nominale). Inoltre, agli obbligazionisti che non hanno diritto a ricevere l'intero importo nominale delle loro cedole in virtù di alcuno degli accordi surriferiti, il Governo tedesco offrì di liquidare i saldi rimanenti mediante un pagamento in marchi, calcolato al cambio ufficiale della Reichsbank, l'impiego di tali marchi restando soggetto alle norme che regolano l'uso dei marchi registrati. Il Fiduciario del prestito non è parte ad alcuno dei suddetti accordi di trasferimento, non ha avuta alcuna ingerenza nella loro esecuzione e ha notificato ai principali Governi interessati che tali accordi sono incompatibili con l'Obbligazione Generale e coi trattati internazionali che vi si riferiscono.

Fu menzionato in precedenti relazioni che la Banca, in qualità di Fiduciario, è stata citata in un Tribunale svizzero da un portatore d'obbligazioni di una tra le emissioni del prestito, chiedente indennizzo per i danni arrecatigli da una pretesa

\*) Trovansi alle pagine 45 e 46 della quarta Relazione annuale della Banca notizie sulle circostanze in cui fu emesso questo prestito, sulla maniera in cui fu garantito, sulle valute delle varie emissioni e sulla misura in cui fu osservata la clausola "valore oro" contenuta nell'articolo VI dell'obbligazione generale. L'operato del Fiduciario al momento in cui, nel luglio 1934, il Governo tedesco sospese il servizio del prestito nella maniera prescritta dall'obbligazione generale, fu descritto alla pagina 70 della quinta Relazione annuale della Banca.

errata distribuzione dei fondi forniti dal Governo tedesco per il servizio del prestito. Si ricorderà che durante il quarto esercizio finanziario della Banca, il Governo tedesco mancò di fornire, nelle valute delle rispettive emissioni del prestito, fondi sufficienti a rendere effettiva la clausola valore oro contenuta nell'articolo VI dell'Obbligazione Generale e che gli agenti finanziari per una tra le emissioni del prestito espressero la loro disapprovazione del metodo seguito dal Fiduciario nel ripartire fra gli obbligazionisti i fondi effettivamente disponibili. I suddetti agenti finanziari sostennero che, invece di pagare le cedole di tutte le emissioni del prestito sulla base dei rispettivi importi nominali, il Fiduciario avrebbe dovuto confondere insieme le somme disponibili e ripartirle proporzionalmente fra gli obbligazionisti sulla base del valore oro delle cedole. Il Tribunale civile di prima istanza di Basilea emise sentenza favorevole al Fiduciario, condannando l'attore alle spese. Quest'ultimo inoltrò ricorso alla Corte d'appello di Basilea, che ne pronunciò il rigetto colle spese; l'obbligazionista ha presentato ricorso alla Corte d'appello Federale, che si ritiene fisserà l'udienza per la fine del maggio 1936.

A partire dal 1° luglio 1934, il Fiduciario non ha più ricevuto, nelle valute delle rispettive emissioni del prestito, alcuna delle somme richieste per il servizio del medesimo. La rata a titolo di servizio ricevuta il 15 giugno 1934 costituiva la prima rata mensile dell'esercizio finanziario del prestito terminato il 1° giugno 1935 e un rendiconto delle entrate e delle uscite per il detto esercizio, certificato dai sindaci, figura agli allegati IVa e IVb.

Inoltre, l'equivalente in franchi svizzeri al 31 marzo 1936 delle varie divise riferibili al prestito e depositate a nome del Fiduciario, figura all'allegato VII.

#### (d) PRESTITO INTERNAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930.\*)

Durante l'esercizio finanziario dal 1° aprile 1935 al 31 Marzo 1936, la Banca, Fiduciario del Prestito Internazionale del Governo Austriaco 1930 fino dalla sua emissione, ha regolarmente e puntualmente ricevute e distribuite le rate mensili occorrenti per il servizio del prestito ai termini della obbligazione generale. Per quanto riguarda la rata di ammortamento compresa in tali versamenti, è abitudine del Governo austriaco di assolvere il suo obbligo nella misura possibile mediante cessione al Fiduciario di obbligazioni dal prestito da annullarsi. Il saldo dei pagamenti mensili viene fornito in contanti e il Fiduciario lo utilizza per ammortizzare obbligazioni mediante acquisti sul mercato o sorteggi. Durante l'esercizio sono state riscattate mediante il fondo di ammortamento obbligazioni per un importo nominale totale equivalente a circa 5.162.000 franchi svizzeri.

---

\* Alle pagine 50 e 51 della quarta Relazione annuale della Banca trovansi notizie sulle varie valute dell'emissione del prestito e sull'applicazione ricevuta dalla clausola oro inserita nelle obbligazioni definitive delle emissioni americana ed austriaca.

Il Prestito Internazionale del Governo Austriaco 1930 è garantito da un privilegio sul reddito vincolato delle dogane e del monopolio di tabacco del Governo austriaco. Al momento dell'emissione del prestito, questo privilegio veniva secondo dopo il privilegio gravato sullo stesso reddito in favore del Prestito Garantito del Governo Austriaco 1923—1943 e del Prestito Cecoslovacco di Conversione. Il Prestito Garantito 1923—1943 è stato riscattato dal Governo austriaco, di modo che il prestito del 1930 fruisce attualmente di un privilegio di primo rango sul redditi vincolati, sotto riserva soltanto del privilegio al favore del Presito Cecoslovacco di Conversione. Durante l'esercizio dal 1° aprile 1935 al 31 marzo 1936, i redditi vincolati hanno prodotto un gettito di 436.245.000 scellini austriaci, mentre la somma occorrente per il servizio per il Prestito Internazionale del Governo Austriaco 1930 rappresentava l'equivalente di 33.357.000 scellini austriaci.

Figura agli allegati Va e Vb un rendiconto degli incassi e pagamenti, certificato dai sindaci e relativo all'ultimo esercizio completo del prestito, terminato il 30 giugno 1935. Allo scopo di mostrare la situazione alla ultima scadenza di cedola, si fornisce nell'allegato VI un rendiconto provvisorio degli incassi e pagamenti durante il semestre terminato il 31 dicembre 1935. Inoltre, l'equivalente in franchi francesi dei fondi relativi a questo prestito che si trovavano depositati a nome del Fiduciario alla data del 31 marzo 1936, è indicato all'allegato VII.

#### (e) ALTRE FUNZIONI DI AGENTE.

La Banca ha continuato ad assolvere il suo compito nella liquidazione delle pendenze finanziarie derivanti dal trasferimento del Territorio della Saar alla Germania. Il Governo tedesco accettò di riscattare le miniere, le ferrovie nel Territorio della Saar dalla Francia contro un pagamento globale di 900 milioni di franchi francesi, nell'intesa che questi pagamenti verrebbero eseguiti: (a) mediante consegna alla Banca di Francia, per conto del Governo francese, di 95 % dei franchi francesi e altre valute estere ritirate dal Territorio in cambio di marchi; (b) mediante consegne libere di carbone e (c) mediante il pagamento della parte del Governo tedesco agli interessati e per il conto del Governo francese delle somme dovute da quest'ultimo nel Territorio della Saar per varie ragioni, per esempio indennizzi per danni alla superficie, risarcimenti, tasse, ecc.

Le divise ritirate dal Territorio della Saar in cambio di marchi raggiunsero l'importo di 288,8 milioni di franchi francesi e questo importo fu accreditato in un conto aperto al nome della Banca dei Regolamenti Internazionali presso la Banca di Francia. Ai termini degli accordi surriferiti, 95 % di questo totale, cioè 274,4 milioni di franchi francesi, furono messi a disposizione del Governo francese e su questa somma il Governo accettò di lasciare 10 milioni di franchi francesi in deposito alla Banca per un periodo fisso di 5 anni. Questo deposito è remunerato con un interesse al tasso massimo che la Banca corrisponde su conti in franchi francesi e partecipa alla ripartizione degli

utili della Banca in base all'articolo 53 (e) degli Statuti. Il margine di 5 %, cioè la somma di 14,4 milioni di franchi francesi, è stata versata in un conto aperto in nome della Reichsbank nei libri della Banca dei Regolamenti Internazionali per essere utilizzata d'accordo con un arbitro nominato dalla Società delle Nazioni per il servizio di taluni prestiti esteri autorizzati dalla già esistente Commissione di Governo della Saar. Alla data del 31 marzo 1936, erano state ritirate somme equivalenti a 10,3 milioni di franchi francesi per il servizio di tali prestiti e il saldo si trovava depositato presso la Banca dei Regolamenti Internazionali.

Le somme dovute da importatori francesi di carbone dalla Saar sono rimosse dalla Banca di Francia per conto della Banca dei Regolamenti Internazionali, la quale le versa al Governo francese e tiene un conto della liquidazione del debito di 900 milioni di franchi francesi contratto dal Governo tedesco per il riscatto delle miniere della Saar, ferrovie ecc. Alla data del 31 marzo 1936 erano stati accreditati in questo conto 274,4 milioni di franchi francesi provenienti del ritiro di franchi francesi ed altre valute estere dal Territorio della Saar in cambio di marchi e 93.0 milioni di franchi francesi per consegne libere di carbone, indennizzi per danni alla superficie, tasse, ecc., cioè in totale 367,4 milioni di franchi francesi.

L'accordo franco-tedesco disponeva pure che le eccedenze di cauzioni e riserve delle compagnie private francesi di assicurazione agenti nel Territorio della Saar, fossero trasferite e tenute alla Banca dei Regolamenti Internazionali per un periodo massimo di un anno, terminante il 1 marzo 1936. Titoli per un importo nominale complessivo di 2.220.000 franchi francesi e fondi in contanti per 170.000 franchi francesi furono affidati alla Banca e da questa retrocessi alle compagnie di assicurazione interessate, ai termini dell'accordo.

Inoltre, i Governi francese e tedesco accettarono di provvedere alla capitalizzazione delle pensioni ai funzionari della Saar di nazionalità francese e a questo scopo è stato eseguito un deposito di 14,5 milioni di franchi francesi presso la Banca dei Regolamenti Internazionali, deposito che non era stato ritirato alla data del 30 marzo 1936.

Il Governo austriaco, insieme con la Banca Nazionale Austriaca, si sono serviti della Banca dei Regolamenti Internazionali nel gennaio-febbraio 1936, quale intermediario per il pagamento delle somme distribuite ai termini di un accordo relativo alla liquidazione dei cosiddetti "live claims" della Oesterreichische Kreditanstalt. In questa occasione la Banca eseguì importanti operazioni di cambio, trasferendo a oltre 100 istituti di credito creditori della Kreditanstalt, somme in valute varie, equivalenti in totale a circa 55 milioni di scellini austriaci.

La Commissione Amministrativa del Fondo Agrario (Fondo A) decise di effettuare una prima ripartizione di circa 3 milioni di corone oro a valere sui crediti riconosciuti dai Tribunali Arbitrali Misti a carico del Fondo. La somma erogata alla data del 31 marzo 1936 in varie valute aeree rappresentava l'equivalente di circa 2.758.000 corone oro e la Banca procurò le necessarie divise per conto del Fondo.

VIII. DEPOSITI E INVESTIMENTI.  
UTILE NETTO, RISERVE, DIVIDENDI E ALTRE DISTRIBUZIONI.  
CAMBIAMENTI NEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE E NELLA DIREZIONE.

DEPOSITI E INVESTIMENTI.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1936, verificato e certificato dai sindaci della Banca, è riportato all'allegato II della presente relazione. La cifra totale di 660,8 milioni di franchi svizzeri è leggermente superiore a quella del 31 marzo 1935, che fu di 659,8 milioni. Tuttavia tali cifre di fine d'anno non possono considerarsi come rispecchianti lo sviluppo reale delle operazioni della Banca durante gli esercizi rispettivi. Sta di fatto che nell'ultimo esercizio tutti i servizi della Banca hanno sviluppato una attività superiore a quella dell'esercizio precedente.

In ciascuna delle situazioni mensili pubblicate nel corso dell'esercizio, il totale dell'attivo fu quasi sempre superiore a 660 milioni; ad un certo momento oltrepassò la cifra di 700 milioni di franchi svizzeri, mai raggiunta nell'esercizio precedente.

Fra le varie categorie di depositi, quelli delle banche centrali in conto proprio si ritrovano con 139 milioni di franchi svizzeri a 7 milioni di franchi svizzeri al di sopra del livello dell'anno scorso. I depositi bancari in peso d'oro, 19 milioni, accusano parimenti un aumento di 8 milioni. I depositi propri delle banche centrali hanno quasi costantemente sorpassato la cifra dell'inizio d'esercizio, giungendo perfino a 160 milioni. Il totale dei conti di deposito in oro a vista è andato anch'esso aumentando quasi costantemente, mantenendosi nella maggior parte dell'esercizio a oltre 20 milioni e raggiungendo, a un certo momento, i 24 milioni di franchi svizzeri.

Va riferito a questo riguardo che i depositi di questa categoria, il numero dei quali è quasi raddoppiato, presentano movimenti abbastanza considerevoli. Apparirebbe anzi che taluni titolari di tali conti, dopo un periodo di osservazione, siano giunti a riguardarli come vere disponibilità utilizzabili per procurarsi al momento opportuno le divise occorrenti. Questa tendenza si è appalesata, tanto in occasione di distribuzioni di fondi espressi in divise oro, quanto in occasione di pagamenti per il servizio di prestiti emessi in valute varie.

L'aumento complessivo di circa 15 milioni nelle due categorie di depositi suddette è stato quasi compensato dalle riduzioni di 11 milioni nei depositi delle banche centrali in conto terzi e di 3 milioni nei conti d'altri depositanti. Al momento della consegna alla Banca dei Regolamenti Internazionali dei fondi destinati al rimborso dei "live claims" della Oesterreichische Kredit-Anstalt, menzionati nel Capitolo VII, tale ultima categoria di depositi raggiunse il livello eccezionale di 33 milioni di franchi svizzeri.

D'altra parte, il regresso dei depositi delle banche centrali in conto terzi riporta il volume di questi ultimi a un livello che è ancora superiore al livello medio dell'anno precedente; esso si verificò del resto già fino dal secondo mese dell'esercizio corrente e fu dovuto alla parziale liquidazione delle pendenze lasciate dagli accordi per la Saar, alle quali si è accennato nel capitolo VII.

All'attivo la principale variazione è rappresentata dal sensibile aumento dell'oro in barre. Passata da 11 a 23 milioni di franchi svizzeri, questa posizione mostra attualmente un supero di circa 5 milioni di franchi svizzeri sulla posizione passiva corrispondente. La creazione di questa disponibilità d'oro in conto proprio della Banca fu resa necessaria dallo sviluppo relativamente considerevole preso nel corso dell'esercizio dalle operazioni sul metallo giallo, al quale si accenna più oltre. Grazie a questo fondo d'esercizio la Banca ha acquistato una certa libertà di manovra, indispensabile in tale ramo di attività. Coll'acquistare e rivendere per proprio conto oro prelevato su questa scorta, la Banca si è trovata in grado di esercitare in certa misura un'azione di regolatrice dei movimenti d'oro fra banche centrali e rendere qualche servizio ai membri della nostra organizzazione in quest'ordine di operazioni.

La voce effetti e investimenti diversi si trova anch'essa in aumento di circa 6 milioni di franchi svizzeri; questo progresso, come quello dell'oro in barre, trova compenso in una diminuzione di 19 milioni nell'insieme delle altre attività rapidamente realizzabili.

Per quanto riguarda la liquidità, si può notare che l'insieme dei depositi a breve termine e a vista in valute varie e dei depositi a vista in oro, costituiva al 31 marzo 1936 26,2% del totale del bilancio. Da sé sole le attività a vista, compreso l'oro in barre, rappresentano 58,3% di questo totale. Il rapporto di liquidità risulta pertanto quasi identico a quello che accusavano le cifre relative al 31 marzo 1935.

D'altra parte, la Banca si è attenuta in massima alla sua politica nettamente stabilita di non effettuare le sue operazioni di investimento che presso le banche centrali dei mercati sui quali essa esercita la sua attività, ovvero per loro tramite ovvero dietro loro raccomandazione. Questo metodo consente praticamente di evitare in larga misura il rischio di credito per la maggior parte degli investimenti. Parimenti, si è continuato a evitare di lasciare accumularsi in singole valute delle posizioni di cambio che non siano quelle che risultano normalmente dal meccanismo dei pagamenti internazionali e che del resto non presentano mai se non una importanza e una durata limitate. Per giungere a questo risultato, che elimina in misura apprezzabile qualsiasi rischio di perdita di cambio, la Banca opera in modo da mantenere quanto più possibile eguali il volume delle attività e quello delle passività in ciascuna valuta, proteggendo, d'altra parte, mediante clausole oro, una frazione importante dei suoi investimenti. Le riserve che fruivano di questa garanzia speciale rappresentavano al 31 marzo 1936 circa 251 milioni di franchi svizzeri.

\* \* \*



L'oro a custodia (earmarked) per conto delle banche centrali non figura nel bilancio. Il suo valore al 31 marzo 1936 rappresentava 268 milioni di franchi svizzeri contro 272 al 31 marzo 1935. Anche in questo caso però, il confronto fra queste due cifre non rispecchia l'importanza delle operazioni effettuate nel corso dell'esercizio. La quantità media d'oro custodito come detto ha superato in media di 30% nel corso dell'esercizio quella dell'esercizio precedente e a un certo momento la cifra dell'oro a custodia ha oltrepassato 300 milioni di franchi svizzeri, massimo livello registrato finora. Questi depositi, al pari dell'oro di proprietà della Banca, si trovano distribuiti su cinque o sei piazze diverse e accade frequentemente che questa ripartizione consenta di evitare il trasporto effettivo del metallo allorchè le banche depositanti desiderano far passare il loro depositi d'oro da una piazza all'altra. Ciò è possibile, infatti, quando la Banca abbia ricevuto contemporaneamente da un'altra banca centrale un ordine di trasporto in senso inverso. In mancanza di quest'ordine, o se la Banca non riesce a provocarlo immediatamente, il trasporto del metallo può egualmente evitarsi, in tutto o in parte, coll'utilizzare le riserve metalliche proprie della Banca, la quale in tal caso effettua per suo proprio conto la compensazione.

A questo proposito può dirsi che lo sviluppo delle operazioni in oro presenta in un certo senso un carattere di necessità logica. Infatti, l'eliminazione progressiva del regime di cambio aureo e la riduzione parallela delle riserve di divise delle banche centrali, ha reso necessario per queste ultime di effettuare sotto forma di acquisti, vendite e trasferimenti d'oro su diversi mercati gli interventi volontari o automatici che esse debbono praticare per difendere il cambio o regolare il mercato monetario. La Banca dei Regolamenti Internazionali accentrò in passato un certo volume di riserve in divise e per suo tramite si effettuarono gli interventi operati mediante queste ultime dalle banche centrali; è naturale dunque che essa abbia in seguito cominciato a praticare in oro le operazioni che in passato le banche la incaricavano di effettuare in divise.

Il gran numero d'operazioni sul metallo giallo affidate alla Banca ha messo quest'ultima in grado di trovare più facilmente le contropartite cercate dai suoi corrispondenti. I vantaggi importanti che fu allora possibile di offrire alle depositanti hanno invogliato queste ultime a servirsi più frequentemente della Banca come intermediaria, e consentito alla Banca di accordare tali vantaggi più spesso e più liberamente.

\* \* \*

Al capitolo VII della presente relazione sono passate in rassegna le diverse operazioni che la Banca dei Regolamenti Internazionali ha dovuto eseguire, tanto in funzione di Fiduciario e di agente finanziario per prestiti internazionali di Governi, quanto in occasione d'altri regolamenti speciali ("live claims" della Oesterreichische Kredit-Anstalt, incasso ed erogazione di fondi a titolo di esecuzione degli accordi per la Saar, operazioni di distribuzione diverse ecc.). Nel corso del suo sesto esercizio la Banca

ha parimenti effettuato un certo numero d'altre operazioni al di fuori della pura gestione delle sue attività e passività.

Nel campo delle operazioni postali, la Banca continua a effettuare con regolarità i pagamenti per conto d'un certo numero di amministrazioni postali. Tali operazioni sono eseguite in base ai principii esposti nella precedente relazione, cioè mediante trasferimenti fra conti aperti nei nostri libri al nome delle banche centrali per conto delle amministrazioni postali.

Le trattative con diverse istituzioni internazionali, a cui si alluse nella precedente relazione, dirette ad ottenere per la Banca dei Regolamenti Internazionali la gestione del servizio di cassa delle istituzioni stesse o altro genere di servizi bancarii specialmente ai fini della custodia delle loro riserve, hanno tutto avuto esito felice. Anche in questo campo si può registrare un aumento sensibile del numero dei clienti. La Banca ha esteso la sua attività anche a parecchie banche centrali d'oltre Atlantico e confida di poter ottenere che anche altre banche si valgano dei suoi servizi.

Da segnalarsi infine che il volume delle operazioni di cambio eseguite per conto di terzi in seguito a operazioni in oro o altre, è anch'esso aumentato considerevolmente.

#### UTILE NETTO; RISERVE; DIVIDENDO; ALTRE RIPARTIZIONI.

Spetta all'Assemblea Generale di esaminare se vi sia luogo a ripartire un dividendo e di determinare le assegnazioni alle riserve. L'utile netto dell'esercizio, tenuto conto di eventuali sopravvenienze, è di 9.193.671,— franchi svizzeri, computandosi il franco svizzero alla pari. A confronto della cifra di 13.046.008,66 franchi svizzeri per il quinto esercizio finanziario, la riduzione dell'utile nel sesto esercizio finanziario è dovuta al fatto che il Consiglio d'amministrazione, tenendo conto delle circostanze attuali, ha aumentato l'accantonamento per eventuali sopravvenienze. Nel bilancio chiuso al 31 marzo 1936 ogni valuta è computata ad un corso eguale o inferiore al corso meno favorevole quotato a tale data e tutte le attività sono valutate ai corsi del mercato, o al di sotto, oppure ai prezzi di acquisto o al di sotto. Nel corso del sesto esercizio finanziario non si sono verificati utili o perdite di cambio straordinari, nè in relazione a deprezzamenti monetari, nè per altri motivi.

Dopo provveduto all'assegnazione alla riserva legale, come è prescritto dall'articolo 53 degli statuti, di 5 % dell'utile netto, cioè di 459.683,55 franchi svizzeri (1935: 652.300,43 franchi svizzeri), si propone che l'Assemblea Generale ripartisca un dividendo di 6 % all'anno per il sesto esercizio finanziario. Il pagamento di tale dividendo richiederà una somma di 7.500.000 franchi svizzeri (1935: 7.500.000 franchi svizzeri). La rimanenza dell'utile netto, dopo ripartito il dividendo, ammonterà a 1.233.987,45 franchi svizzeri, da destinarsi secondo il disposto dell'articolo 53 degli statuti.

Facendo uso della facoltà conferitagli dal capoverso (c) dell'articolo 53 degli statuti, il Consiglio d'Amministrazione ha deliberato di assegnare al Fondo Speciale

di Riserva per Dividendi, destinato a mantenere il dividendo cumulativo di 6% previsto degli statuti oppure a provvedere ad ulteriori distribuzioni agli azionisti, la somma di 246.797,49 franchi svizzeri, massimo prelevamento consentito dagli statuti per tale assegnazione sull'utile netto dell'esercizio finanziario testè chiuso (1935: 978.741,65 franchi svizzeri).

Fatte le assegnazioni sopra indicate, l'Assemblea Generale è invitata a prelevare sulla rimanenza, a favore del Fondo Generale di Riserva, la quota prescritta dal capoverso (d) dell'articolo 53, cioè 493.594,98 franchi svizzeri (1935: 1.957.483,29 franchi svizzeri). In tale modo, l'insieme delle Riserve Legale, Dividendi e Generale ammonterà alla fine dell'esercizio a 22.059.148,36 franchi svizzeri.

Il citato articolo degli statuti stabilisce la maniera secondo cui deve essere ripartito il saldo dell'utile netto, cioè 493.594,98 franchi svizzeri, fra quei Governi o quelle banche centrali della Germania e dei paesi aventi diritto a parte delle annualità pagabili in virtù del Nuovo Piano definito nell'accordo dell'Aja del gennaio 1930, i quali o le quali avranno mantenuto alla Banca depositi a termine non ritirabili prima di cinque anni. Nessuna banca centrale ha presentemente depositi di questo genere, ma i seguenti Governi ne hanno e, soddisfacendo essi alla detta condizione circa la durata minima dei loro depositi, hanno diritto a partecipare alla distribuzione del saldo di 493.594,98 franchi svizzeri (1935: 1.957.483,29 franchi svizzeri) nel modo seguente:

|   | Franchi svizzeri alla pari |                     |
|---|----------------------------|---------------------|
|   | <u>1935/36</u>             | <u>1934/35</u>      |
| Depositi in Conto Fiduciario Annualità, secondo l'articolo IV (e) del Contratto Fiduciario:     |                            |                     |
| Francia . . . . .   | 140.409,56                 | 559.890,11          |
| Gran Bretagna . . . . .   | 54.868,85                  | 218.792,26          |
| Italia . . . . .  | 28.659,75                  | 114.282,18          |
| Belgio . . . . .  | 15.503,61                  | 61.821,41           |
| Romania . . . . .   | 2.708,62                   | 10.800,75           |
| Jugoslavia . . . . .  | 11.273,01                  | 44.951,68           |
| Grecia . . . . .  | 928,67                     | 3.703,11            |
| Portogallo . . . . .  | 1.779,95                   | 7.097,63            |
| Giappone . . . . .  | 1.779,95                   | 7.097,63            |
| Polonia . . . . .   | 51,59                      | 205,73              |
|   | <u>257.963,56</u>          | <u>1.028.642,49</u> |
| Deposito infruttifero del Governo, tedesco secondo l'articolo IX del Contratto Fiduciario . . . | 128.981,78                 | 514.321,24          |
| Deposito dal Governo francese (Saar) . . . . .  | 3.385,71                   | 1.090,22            |
| Fondo di Garanzia del Governo francese, secondo l'articolo XIII del Contratto Fiduciario . . .  | 103.263,93                 | 413.429,34          |
|   | <u>493.594,98</u>          | <u>1.957.483,29</u> |

La contabilità della Banca e il sesto bilancio annuale sono stati debitamente verificati dai sigg. Price, Waterhouse & Co., ragionieri patentati in Parigi. Il bilancio figura all'allegato II, accompagnato dalla dichiarazione dei sindaci certificante che essi hanno ricevuto tutte le informazioni ed i chiarimenti desiderati e che, a loro avviso, il bilancio, corredato dalle note, è compilato in modo da rispecchiare la vera ed esatta situazione degli affari della Banca quale loro risulta in base alla loro migliore conoscenza ed alle spiegazioni loro fornite, e quale è dimostrata dai libri della Banca. Il conto perdite e profitti e la ripartizione dell'utile sono riprodotti nell'allegato III.

#### CAMBIAMENTI NEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE E NELLA DIREZIONE.

Durante l'esercizio finanziario il Consiglio d'amministrazione ha avuto il grande rincrescimento di perdere i suoi due membri americani, i signori Gates W. McGarrah e Leon Fraser, ritornati al loro paese dopo parecchi anni di lavoro in Europa. Essi avevano contribuito grandemente allo sviluppo dell'organizzazione della Banca nei suoi primi anni; furono entrambi presidenti, il signor McGarrah per tre anni, durante i quali il signor Fraser fu suo sostituto, dopo di che tenne egli stesso la presidenza per un periodo di due anni. La Banca deve loro gratitudine per i grandi servizi resi e i loro amici, apprezzando le loro eminenti qualità personali sono lieti di mantenere con loro il più stretto contatto che le distanze consentano.

Tra i consiglieri supplenti, il signor Paul van Zeeland, chiamato all'alta carica di Presidente del Consiglio dei Ministri nel suo paese, si dimise nel maggio 1935, venendo sostituito dal signor Albert Goffin. Nel gennaio 1936, il signor H. A. Siepmann, avendo assunto nuove responsabilità nella Banca d'Inghilterra, si dimise, venendo sostituito dal signor Cameron Cobbold. Tanto il signor van Zeeland quanto il signor Siepmann furono strettamente associati alla Banca fino dal principio, avendo partecipato ai lavori preparatorii a Baden-Baden. Nell'occasione di parecchie riunioni di Consiglio il signor E. Hülse tenne il posto del Dr. Schacht; la Banca fu lieta di dare nuovamente il benvenuto a Basilea al suo ex-Vicedirettore generale. È prossimo un mutamento nella direzione della Banca, avendo il signor R. H. Porters dato le dimissioni per passare ad altra occupazione. La Banca ha il rincrescimento di perdere i suoi servizi particolarmente utili, data la sua esperienza bancaria in parecchi paesi.

La Banca registra anche la perdita di un suo ex-consigliere, il signor Emile Francqui, Ministro di Stato, deceduto. Il signor Francqui fu non soltanto un grande servitore del suo paese, ma anche una personalità spiccata nel campo della cooperazione internazionale. Egli fu uno dei primi sostenitori dell'iniziativa per la fondazione di una Banca Internazionale e fino dal principio mise la sua vasta esperienza a disposizione di questa istituzione, dedicandole per anni la sua attività quale consigliere, con grande perizia. La sua memoria sarà sempre tenuta nella più alta considerazione alla Banca dei Regolamenti Internazionali.

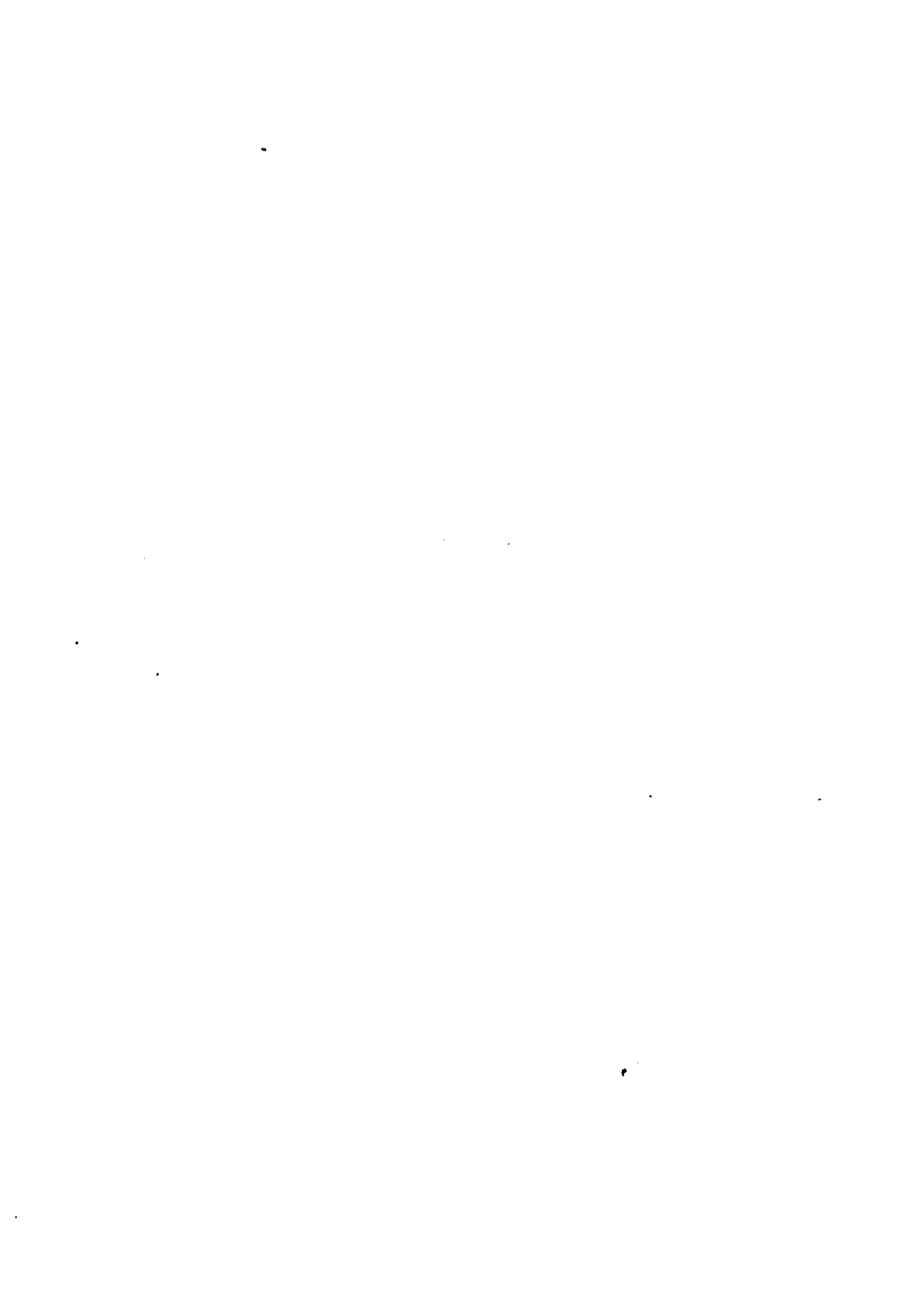
## IX. CONCLUSIONE.

L'anno ultimo scorso è stato un periodo di grandi difficoltà e numerose delusioni, ma non privo di aspetti incoraggianti. La stabilità dei cambi è stata meglio conservata che in nessun altro anno precedente a partire dal 1931. Il commercio internazionale ha manifestato segni di ripresa e i prezzi dei prodotti di primaria importanza, già caduti così in basso come mai nel passato, hanno ripreso ad aumentare sotto l'impulso di una rinnovata domanda. La depressione, verso la quale si sono appuntati i nostri sforzi negli ultimi sette anni, ha creato problemi difficili, specialmente quelli che provengono dalla disoccupazione; ma ha anche contribuito a eliminare dei problemi che fino a pochi anni fa erano causa di grave preoccupazione. L'indebitamento internazionale a breve e a lungo termine è fortemente diminuito; i tassi d'interesse, tranne eccezioni temporanee, sono più bassi di quel che siano mai stati dopo la guerra; la produzione dell'oro è aumentata in una misura che dissipa ogni timore di futura scarsità, anzi rende probabile una tale abbondanza, da richiedere attenta vigilanza in vista della sua importanza e delle ripercussioni possibili.

Tecnicamente, la situazione fa sperare in tempi migliori. Ci si può domandare se tale speranza si realizzerà. Tutti sappiamo che, da sole, le considerazioni puramente economiche e finanziarie non sono decisive e che l'andamento degli affari sarà fortemente influenzato dagli avvenimenti politici. In quasi ogni paese cresce la marea delle spese pubbliche, determinando l'aumento delle tasse nei paesi dove il carico viene subito sopportato, ovvero l'aumento del debito pubblico nei paesi dove alle spese si fa fronte mediante prestiti, i quali ipotecano l'avvenire e possono avere una influenza sfavorevole sui mercati del denaro e dei capitali. L'aumento delle spese è richiesto principalmente dal riarmo ed è dovuto alla situazione tesa che impressiona fortemente lo spirito pubblico. Il disaccordo nel campo internazionale minaccia di ritardare quel ritorno a migliori condizioni economiche che sarebbe lecito aspettarsi; parecchi problemi economici e finanziari attuali, per spinosi che siano, sarebbero solubili se regnasse miglior comprensione fra le nazioni. Occorre convincersi che il meccanismo tecnico di cui la Banca dei Regolamenti Internazionali è parte, non può rendere il suo pieno servizio, fintantochè la tensione politica mantenga un'atmosfera che impedisce nel mondo il progresso reale verso migliori condizioni monetarie ed economiche.

Il Presidente  
L. J. A. TRIP.





## **ALLEGATI**



## ELENCO DELLE BANCHE CENTRALI OD ALTRI ISTITUTI BANCARI CUI FURONO ASSEGNATE AZIONI DELLA BANCA

“La proprietà d'azioni della Banca non comporta diritti di voto nè di rappresentanza all'Assemblea Generale. I diritti di rappresentanza e di voto, proporzionalmente al numero d'azioni sottoscritte in ciascun paese, possono essere esercitati dalla banca centrale del detto paese o dal suo delegato. Qualora la banca centrale di un paese non desiderasse di esercitare i detti diritti, essi potranno venire esercitati da un istituto finanziario di larga reputazione e della stessa nazionalità a ciò designato dal Consiglio, purchè la banca centrale del detto paese non sollevi obiezioni a tale designazione. Nel caso in cui non esista una banca centrale, i detti diritti potranno essere esercitati, qualora il Consiglio lo ritenga opportuno, da un istituto finanziario del detto paese prescelto a tale fine dal Consiglio.” (Articolo 15 degli Statuti della Banca.)

| Istituti  | Numero dei voti | Decorrenza dei diritti di rappresentanza e voto |      |
|---|-----------------|---|------|
| Bank of England, Londra . . . . .                         | 16.000          | 20 maggio                                       | 1930 |
| id. id. . . . .   | 3.772 (a)       | 31 maggio                                       | 1932 |
| Banque Nationale de Belgique, Bruxelles . . . . .         | 16.000          | 20 maggio                                       | 1930 |
| id. id. . . . .   | 3.772 (a)       | 31 maggio                                       | 1932 |
| Banque de France, Parigi . . . . .                        | 16.000          | 20 maggio                                       | 1930 |
| id. id. . . . .   | 3.772 (a)       | 31 maggio                                       | 1932 |
| Banca d'Italia, Roma . . . . .                            | 16.000          | 20 maggio                                       | 1930 |
| id. id. . . . .   | 3.772 (a)       | 31 maggio                                       | 1932 |
| Reichsbank, Berlino . . . . .                             | 16.000          | 20 maggio                                       | 1930 |
| id. id. . . . .   | 3.772 (a)       | 31 maggio                                       | 1932 |
| Banca Industriale del Giappone, Tokio . . . . .           | 16.000          | 20 maggio                                       | 1930 |
| id. id. . . . .   | 3.770 (a)       | 31 maggio                                       | 1932 |
| The First National Bank of New-York, Nuova York . . . . . | 16.000          | 20 maggio                                       | 1930 |
| id. id. . . . .   | 3.770 (a)       | 31 maggio                                       | 1932 |
| De Nederlandsche Bank N.V., Amsterdam . . . . .           | 4.000           | 20 maggio                                       | 1930 |
| Schweizerische Nationalbank, Zurigo . . . . .             | 4.000           | 20 maggio                                       | 1930 |
| Sveriges Riksbank, Stoccolma . . . . .                    | 4.000           | 20 maggio                                       | 1930 |
| Bank von Danzig, Danzica . . . . .                        | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Finlands Bank, Helsingfors . . . . .                      | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Banca di Grecia, Atene . . . . .                          | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Oesterreichische Nationalbank, Vienna . . . . .           | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Banca Nazionale di Bulgaria, Sofia . . . . .              | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Nationalbanken i Kjøbenhavn, Copenaghen . . . . .         | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Banca Nazionale di Romania, Bucarest . . . . .            | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Bank Polski, Varsavia . . . . .                           | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Magyar Nemzeti Bank, Budapest . . . . .                   | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Narodní Banka Československá, Praga . . . . .             | 4.000           | 25 giugno                                       | 1930 |
| Eesti Pank, Tallinn . . . . .                             | 100             | 31 ottobre                                      | 1930 |
| Latvijas Banka, Riga . . . . .                            | 500             | 30 dicembre                                     | 1930 |
| Lietuvos Bankas, Kaunas . . . . .                         | 500             | 31 marzo  | 1931 |
| Banca Nazionale d'Albania, Roma . . . . .                 | 500             | 30 aprile                                       | 1931 |
| Norges Bank, Oslo . . . . .                               | 4.000           | 30 maggio                                       | 1931 |
| Banca Nazionale del Regno di Jugoslavia . . . . .         | 4.000           | 28 giugno                                       | 1931 |
|   | 200.000 (b)     |   |      |

(a) Rappresentano azioni riservate per possibili ulteriori retrocessioni a banche centrali d'altri paesi.

(b) “Il capitale autorizzato della Banca . . . . è diviso in 200.000 azioni di eguale valore oro nominale” (Articolo 15 degli Statuti della Banca).

# BILANCIO AL

(IN FRANCHI)

| ATTIVO   |                 |                 |       |
|--|-----------------|-----------------|-------|
| I. ORO IN BARRE . . . . .  |                 | 24.197.930, 37  | 3,7   |
| II. CASSA  |                 |                 |       |
| In contanti e in conto corrente presso banche  |                 | 9.601.338, 86   | 1,4   |
| III. FONDI A VISTA fruttiferi . . . . .  |                 | 12.960.221, 65  | 2,0   |
| IV. PORTAFOGLIO RISCONTABILE   |                 |                 |       |
| 1. Effetti commerciali e accettazioni di banche  | 150.250.355, 81 |                 | 22,7  |
| 2. Buoni del Tesoro . . . . .  | 188.278.604, 66 |                 | 28,5  |
|  |                 | 338.528.960, 47 |       |
| V. FONDI VINCOLATI fruttiferi  |                 |                 |       |
| A 3 mesi al massimo . . . . .  |                 | 36.032.633, 33  | 5,5   |
| VI. EFFETTI E INVESTIMENTI DIVERSI   |                 |                 |       |
| 1. Buoni del Tesoro . . . . .  | 100.005.765, 24 |                 | 15,1  |
| 2. Obbligazioni ferroviarie e postali e<br>investimenti diversi . . . . .  | 126.837.819, 84 |                 | 19,2  |
|  |                 | 226.843.585, 08 |       |
| VII. ALTRE ATTIVITÀ  |                 |                 |       |
| 1. Garanzie di banche centrali su effetti ceduti   | 6.235.386, 67   |                 | 0,9   |
| 2. Diverse . . . . .   | 6.383.198, 83   |                 | 1,0   |
|  |                 | 12.618.585, 50  |       |
| NOTA — I depositi in divise a breve termine e a vista (capitolo IV del passivo) sono, nel loro insieme, più che coperti da attività immediatamente disponibili, o nelle valute dei depositi stessi, o in valute non soggette a restrizioni di cambio; tra gli impegni a lungo termine il deposito del Governo francese (Saar) (capitolo III - 3) è coperto analogamente, mentre il Fondo di Garanzia del Governo francese (capitolo III - 4) è rappresentato da attività disponibili, a norma dell'articolo XIII del Contratto Fiduciario, in divise libere e a regime aureo o di cambio aureo. I rimanenti impegni a lungo termine (capitoli III - 1 et 2) che sono allibrati in una valuta soggetta a restrizioni (sebbene sia possibile che il rimborso della voce III-1 venga chiesto su altra base) sono coperti da attività nella medesima valuta, le quali, per una parte sostanziale, hanno il valore oro protetto da speciali garanzie. |                 |                 |       |
| Il capitale, le riserve e i profitti sono rappresentati in parte da attività in valute libere, ma principalmente da attività in paesi dove vigono restrizioni dei cambi che non consentono la libera conversione delle rispettive valute in oro o altre valute; tuttavia una parte importante di queste attività è protetta da contratti speciali che ne garantiscono il valore oro e, in un caso, ne permettono specificamente il trasferimento. Inoltre, nell'articolo X dell'Accordo dell'Aja del gennaio 1930, le parti contraenti proclamarono l'immunità della Banca da qualsiasi «proibizione o restrizione all'esportazione dell'oro o divise e da qualsiasi analoga ingerenza, restrizione o proibizione».  |                 | 660.783.255, 26 | 100,0 |

AL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE ED AGLI AZIONISTI  
DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA.

In conformità all'articolo 52 degli Statuti della Banca, abbiamo esaminato i libri ed i conti della tutte le informazioni e spiegazioni richieste e che, a nostro avviso, questo Bilancio, corredato dalla convertendo in franchi svizzeri alla pari le varie valute estere, quale essa ci risulta in base alla

BASILEA, 30 aprile 1936.

31 MARZO 1936

SVIZZERI ALLA PARI)

| PASSIVO  |                 |                 |       |
|--|-----------------|-----------------|-------|
|  |                 |                 | %     |
| <b>I. CAPITALE</b>   |                 |                 |       |
| Capitale autorizzato ed emesso:                                    |                 |                 |       |
| 200.000 azioni di 2.500 franchi svizzeri oro<br>ciascuna . . . . . | 500.000.000, —  |                 |       |
| Liberate per il 25 % . . . . .                                     |                 | 125.000.000, —  | 18,9  |
| <b>II. RISERVE</b>   |                 |                 |       |
| 1. Fondo di riserva legale . . . . .                               | 3.324.345, 55   |                 |       |
| 2. Fondo di riserva speciale per i dividendi                       | 5.844.908, 94   |                 |       |
| 3. Fondo di riserva generale . . . . .                             | 11.689.817, 85  |                 |       |
|  |                 | 20.859.072, 34  | 3,2   |
| <b>III. DEPOSITI A LUNGA SCADENZA</b>                              |                 |                 |       |
| 1. Conto fiduciario delle annualità . . . . .                      | 154.340.000, —  |                 | 23,4  |
| 2. Deposito del Governo tedesco . . . . .                          | 77.170.000, —   |                 | 11,7  |
| 3. Deposito del Governo francese (Saar) . .                        | 2.030.500, —    |                 | 0,3   |
| 4. Fondo di garanzia del Governo francese .                        | 61.930.084, 72  |                 | 9,4   |
|  |                 | 295.470.584, 72 |       |
| <b>IV. DEPOSITI A BREVE SCADENZA E A VISTA<br/>(in divise)</b>     |                 |                 |       |
| 1. Banche centrali in conto proprio:                               |                 |                 |       |
| a) A 3 mesi al massimo . . . . .                                   | 113.277.046, 41 |                 | 17,1  |
| b) A vista . . . . .   | 26.019.716, 10  |                 | 3,9   |
| 2. Banche centrali in conto di terzi:                              |                 | 139.296.762, 51 |       |
| a) A 3 mesi al massimo . . . . .                                   | 2.984.831, 20   |                 | 0,5   |
| b) A vista . . . . .   | 11.334.223, 40  |                 | 1,7   |
| 3. Altri depositanti:  |                 | 14.319.054, 60  |       |
| a) A 3 mesi al massimo . . . . .                                   | 83.355, —       |                 | 0,0   |
| b) A vista . . . . .   | 812.526, 73     |                 | 0,1   |
|  |                 | 895.881, 73     |       |
| <b>V. DEPOSITI A VISTA (in oro) . . . . .</b>                      |                 | 19.087.670, 06  | 2,9   |
| <b>VI. ALTRE PASSIVITA</b>   |                 |                 |       |
| 1. Garanzie per effetti commerciali ceduti .                       | 6.278.346, 51   |                 | 0,9   |
| 2. Diverse . . . . .   | 30.382.211, 79  |                 | 4,6   |
|  |                 | 36.660.558, 30  |       |
| <b>VII. PROFITTI</b>   |                 |                 |       |
| Utile per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1936 . .      |                 | 9.193.671, —    | 1,4   |
|  |                 | 660.783.255, 26 | 100,0 |

Banca per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1936 e dichiariamo che abbiamo ottenuto nota, è compilato in modo da rispecchiare la vera ed esatta situazione degli affari della Banca, rilevata nostra migliore conoscenza ed alle spiegazioni forniteci, e quale è dimostrata dai libri della Banca.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

# CONTO PROFITTI E PERDITE

## per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1936

|  | <u>Franchi svizzeri<br/>alla pari</u> |
|--|---------------------------------------|
| Utile netto derivante dall'impiego del capitale della Banca e dei depositi affidatili,<br>tenuto conto di eventuali sopravvenienze . . . . . | 11.877.733,88                         |
| Commissioni percepite:   |                                       |
| Come Fiduciario (o Agente fiscale dei Fiduciarî) per prestiti internazionali . . . . .   | 274.225,91                            |
| In relazione a crediti speciali . . . . .  | 30.457,50                             |
| Diritti su trasferimenti d'azioni . . . . .  | <u>645,40</u>                         |
|  | 12.183.062,69                         |
| Spese d'amministrazione:   |                                       |
| Consiglio d'Amministrazione — remunerazioni e spese<br>di viaggio . . . . .  | 305.696,56                            |
| Direzione e personale — stipendi e spese di viaggio . . . . .  | 2.164.931,67                          |
| Affitto, assicurazioni, riscaldamento, luce e acqua . . . . .  | 184.940,39                            |
| Cancelleria, libri, pubblicazioni . . . . .  | 85.228,38                             |
| Spese postali, telegrafiche e telefoniche . . . . .  | 67.702,12                             |
| Remunerazioni ad esperti (Sindaci, interpreti etc.) . . . . .  | 31.822,88                             |
| Tassa cantonale . . . . .  | 50.214,50                             |
| Tassa sull'emissione francese delle azioni della B. R. I. . . . .  | 50.000,04                             |
| Spese diverse . . . . .  | <u>48.855,15</u>                      |
|  | <u>2.989.391,69</u>                   |
| <b>UTILE NETTO</b>   | <u><u>9.193.671,—</u></u>             |

**RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO**

|  | <u>Franchi svizzeri<br/>alla pari</u> |
|--|---------------------------------------|
| UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1936 . . . . .    | 9.193.671,—                           |
| Ripartito secondo l'articolo 53 (a) (b) (c) e (d) degli Statuti, come segue: |                                       |
| Al fondo di riserva legale — 5 % di 9.193.671,— . . . . .                    | 459.683,55                            |
|  | <u>8.733.987,45</u>                   |
| Dividendo del 6 % all'anno sul capitale versato . . . . .                    | 7.500.000,—                           |
|  | <u>1.233.987,45</u>                   |
| Al fondo di riserva speciale per dividendi — 20 % di 1.233.987,45 . . . . .  | 246.797,49                            |
|  | <u>987.189,96</u>                     |
| Al fondo di riserva generale — 50 % di 987.189,96 . . . . .                  | 493.594,98                            |
|  | <u>493.594,98</u>                     |
| <b>Saldo</b>   | <b>493.594,98</b>                     |

Ripartito secondo l'articolo 53 (e) (1) degli Statuti, come segue:

|   | <u>Franchi svizzeri<br/>alla pari</u> |
|---|---------------------------------------|
| Depositi nel Conto Fiduciario delle Annualità secondo l'articolo IV (e)<br>del contratto fiduciario (Trust):  |                                       |
| Francia . . . . .   | 140.409,56                            |
| Gran Bretagna . . . . .   | 54.868,85                             |
| Italia . . . . .  | 28.659,75                             |
| Belgio . . . . .  | 15.503,61                             |
| Romania . . . . .   | 2.708,62                              |
| Jugoslavia . . . . .  | 11.273,01                             |
| Grecia . . . . .  | 928,67                                |
| Portogallo . . . . .  | 1.779,95                              |
| Giappone . . . . .  | 1.779,95                              |
| Polonia . . . . .   | 51,59                                 |
|   | <u>257.963,56</u>                     |
| Deposito infruttifero del Governo tedesco secondo l'articolo IX del<br>contratto fiduciario (Trust) . . . . . | 128.981,78                            |
| Deposito del Governo francese (Saar) . . . . .  | 3.385,71                              |
| Fondo di garanzia del Governo francese secondo l'articolo XIII del<br>contratto fiduciario (Trust) . . . . .  | 103.263,93                            |
|   | <u>493.594,98</u>                     |

# FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTERNAZIONALE

## Rendiconto delle entrate e delle uscite per il quinto anno del

### Entrate

|  | Emissione tedesca<br>Marchi germanici | Emissione americana<br>\$ |
|--|---------------------------------------|---------------------------|
| 1. FONDI DISPONIBILI al 2 giugno 1934 . . . . .  | 717.708,94                            | 1.200.487,24              |
| 2. RICEVUTO DAL GOVERNO TEDESCO:   |                                       |                           |
| per pagamento di cedole . . . . .  | 156.310,90                            | 418.484,—                 |
| per conguagli effettuati tra gli Agenti Finanziari per il pagamento di cedole in valute diverse da quelle di emissione                           | 188.625,78                            | — 39.549,07               |
| per ammortamento di obbligazioni . . . . .   | —                                     | —                         |
| per spese . . . . .  | 910,58                                | 1.089,20                  |
| 3. INTERESSI RICEVUTI sui fondi impiegati in attesa di utilizzarli per il servizio del prestito . . . . .  | 872,42                                | 504,62                    |
| 4. CONVERSIONI (NETTE) DI DIVISE — per conguagli tra pagamenti di cedole in valute diverse da quelle di emissione e per spese generali . . . . . | 320.356,35                            | — 102.287,91              |
|  | 1.384.784,97                          | 1.478.728,08              |

### Uscite

|  |              |              |
|--|--------------|--------------|
| 1. INTERESSI   |              |              |
| Cedole scadute e pagate . . . . .  | 835.125,74   | 1.529.461,48 |
| Conguagli tra gli Agenti Finanziari per cedole pagate in valute diverse da quelle di emissione . . . . . | 509.602,50   | — 125.784,98 |
| 2. SPESE   |              |              |
| Commissione e spese degli Agenti Finanziari . . . . .  | 3.359,92     | 8.701,05     |
| Commissione del Fiduciario . . . . .   | —            | —            |
| 3. FONDI DISPONIBILI al 1° giugno 1935 da utilizzarsi come indicato all'allegato IVb . . . . .           | 36.696,81    | 66.350,53    |
|  | 1.384.784,97 | 1.478.728,08 |

NOTA. — Il Governo tedesco non ha fornito al Fiduciario, nelle valute corrispondenti alle varie emissioni, nè alcuna del quinto anno del prestito, il Fiduciario ha ricevuto, nelle valute corrispondenti alle emissioni, soltanto una rata conto della clausola «valore oro» della Obbligazione Generale (Art. VI) nei suoi versamenti al Fiduciario.

Circa i versamenti posteriori al 1° luglio 1933, per l'ammortamento, e al 1° luglio 1934, per l'interesse, non effettuata la clausola «valore oro», è stato versato in conti speciali alla Reichsbank.

Il ricorso alla garanzia collaterale, a discarico degli impegni contratti dal Governo tedesco nell'Obbligazione Generale,

Tenendo conto di tutte le clausole dell'Obbligazione Generale e dei vari buoni definitivi, nonché delle relative emissioni, pagabili il 1° giugno 1933, il 1° dicembre 1933 ed il 1° giugno 1934; la cedola pagabile il 1° dicembre

Relativamente alla cedola pagabile il 1° dicembre 1934, furono conclusi, al di fuori del Fiduciario, taluni accordi con gli Stati Uniti, mercè i quali accordi il pagamento dell'intero valore nominale della cedola suddetta fu assicurato assicurando il pagamento della cedola pagabile il 1° giugno 1935 a coloro che posseggono i requisiti previsti. Agli esteri del valor nominale della cedola scaduta il 1° dicembre 1934 e l'intero valor nominale della cedola scaduta ritirato dai conti speciali in marchi, di cui al secondo capoverso qui sopra, il controvalore dei pagamenti effettuati

Taluni obbligazionisti pretesero che i fondi disponibili per le cedole maturate il 1° dicembre 1933 e posteriormente, il Tribunale Civile di Basilea ha rigettato il loro ricorso; avverso tale sentenza è in corso l'appello.

### CERTIFICATO

Abbiamo verificato i libri ed i conti del Fiduciario per il Prestito Internazionale del Governo tedesco rendiconto delle entrate e delle uscite è steso correttamente e, con la nota di cui è corredato, disponibili al 1° giugno 1935 a mezzo

BASILEA, 15 ottobre 1935.

## DEL GOVERNO TEDESCO 5 1/2% 1930

Prestito (dal 2 giugno 1934 al 1° giugno 1935)

| Emissione belga<br>Belga | Emissione francese<br>Fr. francesi | Emissione britannica<br>£ | Emissione olandese<br>Fiorini | Emissione italiana<br>Lire | Emissione svedese<br>Cor. sved. | Emissione svizzera<br>Fr. svizzera |
|--------------------------|------------------------------------|---------------------------|-------------------------------|----------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| 915.961,91               | 66.930.542,23                      | 306,065. 1. 9             | 1.086.695,12                  | 2.902.807,67               | 3.787.994,84                    | 2.423.865,13                       |
| 149.583,50               | 10.857.774,60                      | 51,215.10.10              | 309.913,10                    | 476.222,10                 | 469.727,50                      | 393.369,20                         |
| — 14.249,08              | — 631.139,70                       | — 4.349. 7. 4             | 3.071,46                      | — 10.587,50                | — 126.472,50                    | 194.372,25                         |
| —                        | —                                  | —                         | —                             | —                          | —                               | —                                  |
| 388,26                   | 42.363,10                          | 134. 7. 3                 | 889,16                        | 1.917,05                   | 1.015,52                        | 14.600,34                          |
| 1,98                     | 87.592,90                          | 160.12.11                 | 3.273,20                      | 1.179,35                   | 25,71                           | 2.368,90                           |
| — 9.648,56               | — 363.033,37                       | 1,706.12. 5               | — 207.122,48                  | 8.979,60                   | — 134.172,64                    | 509.005,73                         |
| 1.042.038,01             | 76.924.099,76                      | 354.932.17.10             | 1.196.719,56                  | 3.380.518,27               | 3.998.118,43                    | 3.537.581,55                       |

|              |               |               |              |              |              |              |
|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1.045.813,92 | 76.009.917,—  | 352,232. 6. 2 | 1.392.897,35 | 3.326.841,32 | 2.177.233,38 | 2.766.916,09 |
| — 18,235,57  | — 620.007,56  | — 807.17. 3   | — 242.238,24 | 10.525,43    | — 196.077,25 | 570.363,94   |
| 2.906,88     | 291.514,28    | 884.19. 1     | 4.975,29     | 14.716,63    | 6.560,03     | 9.554,08     |
| —            | —             | —             | —            | —            | —            | 153.661,44   |
| 11.552,78    | 1.242.676,04  | 2,623. 9.10   | 41.085,16    | 28.434,89    | 2.010.402,27 | 37.086,—     |
| 1.042.038,01 | 76.924.099,76 | 354.932.17.10 | 1.196.719,56 | 3.380.518,27 | 3.998.118,43 | 3.537.581,55 |

rata d'ammortamento dopo il 1° luglio 1933, nè alcuna rata d'interesse dopo il 1° luglio 1934; pertanto, nel corso d'interesse. Inoltre, mantenendo il criterio adottato nel maggio 1933, il Governo tedesco ha continuato a non tener

tuati dal Governo tedesco nelle valute corrispondenti alle emissioni, il loro controvalore in marchi, trascurando la

si è addimstrato inutile, in quanto tale garanzia è costituita in marchi e copre soltanto due terzi del servizio del Prestito. cedole, il Fiduciario ha impiegato i fondi disponibili nel pagamento dell'ammontare nominale delle cedole di tutte le 1934 non potè venire pagata che nella misura di un sesto del valore nominale.

di trasferimento e di compensazione fra il Governo tedesco ed i Governi dei paesi d'emissione del prestito esclusi ai portatori d'obbligazioni aventi i requisiti previsti negli accordi stessi. Accordi analoghi sono stati stipulati per obbligazionisti che non possedevano i requisiti voluti, il Governo tedesco ha offerto di liquidare i rimanenti cinque il 1° giugno 1935, mediante marchi registrati, calcolati al cambio ufficiale della Reichsbank. Il Governo tedesco ha in base a tale offerta.

avrebbero dovuto essere ripartiti fra tutti gli obbligazionisti proporzionalmente al valore oro delle varie cedole, ma

## DEI SINDACI

5 1/2% 1930 per il quinto anno del prestito, terminato il 1° giugno 1935. Certificiamo che il presente riassume esattamente le operazioni per il detto periodo. Abbiamo pure verificato i fondi di certificati ottenuti dai depositari.

PRICE, WATERHOUSE & CO.  
Chartered Accountants.

# FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTERNAZIONALE

## Situazione dei fondi presso i

|   | Emissione tedesca<br>Marchi germanici | Emissione americana<br>\$ |
|---|---------------------------------------|---------------------------|
| Destinazione dei saldi disponibili esistenti al 1° giugno 1935 :  |                                       |                           |
| 1. Per il pagamento di cedole maturate e non ancora presentate .  | 20.501,76                             | 52.796,17                 |
| 2. Per il rimborso non ancora chiesto al 1° giugno 1935, di spese sostenute fino a quella data . . . . .                          | 53,28                                 | 1.246,98                  |
| 3. Per i conguagli da effettuarsi tra gli Agenti Finanziari per il pagamento di cedole in valute diverse da quelle di emissione . | — 608,58                              | 66,10                     |
| Fondi disponibili per liquidare le passività pendenti . . .   | 19.946,46                             | 54.109,25                 |
| 4. Conto d'ammortamento . . . . .   | 77,62                                 | 25,75                     |
| 5. Altri fondi disponibili . . . . .  | 16.672,73                             | 12.215,53                 |
| Totale dei saldi disponibili come dal rendiconto delle entrate e uscite (Allegato IVa) . . . . .                                  | 36.696,81                             | 66.350,53                 |

## Obbligazioni in circolazione

|  |            |            |
|--|------------|------------|
| Valore nominale delle obbligazioni emesse . . . . .                  | 36.000.000 | 98.250.000 |
| Meno: Valore nominale delle obbligazioni ammortizzate:               |            |            |
| 1. durante i primi quattro anni del prestito . . . . .               | 1.895.800  | 6.944.400  |
| 2. durante il quinto anno del prestito . . . . .                     | —          | —          |
| Valore nominale delle obbligazioni in circolazione al 1° giugno 1935 | 34.104.200 | 91.305.600 |



## DEL GOVERNO TEDESCO 5½% 1930

depositari al 1° giugno 1935

| Emissione belga<br>Belga | Emissione francese<br>Fr. francesi | Emissione britannica<br>£ | Emissione olandese<br>Fiorini | Emissione italiana<br>Lire | Emissione svedese<br>Corone svedesi | Emissione svizzera<br>Fr. svizzeri |
|--------------------------|------------------------------------|---------------------------|-------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| 7.956,66                 | 542.768,52                         | 753.10.—                  | 20.509,62                     | 18.253,82                  | 1.995.350,53                        | 17.291,99                          |
| 19,94                    | 2.602,70                           | 5. 5. 9                   | 53,21                         | 69,07                      | 4.988,52                            | 43,23                              |
| 42,28                    | — 12.240,75                        | 134. 6.10                 | 109,58                        | —                          | —                                   | 762,26                             |
| 8.018,88                 | 533.130,47                         | 893. 2. 7                 | 20.672,41                     | 18.332,89                  | 2.000.339,05                        | 18.097,48                          |
| 37,95                    | 245,40                             | 28.15. 5                  | 4,78                          | 26,62                      | 81,61                               | 1,—                                |
| 3.495,95                 | 709.300,17                         | 1.701.11.10               | 20.407,97                     | 10.085,38                  | 9.981,61                            | 18.987,52                          |
| 11.552,78                | 1.242.676,04                       | 2.623. 9.10               | 41.085,16                     | 28.434,89                  | 2.010.402,27                        | 37.086,—                           |

al 1° giugno 1935

|            |               |            |            |             |             |            |
|------------|---------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|
| 35.000.000 | 2.515.000.000 | 12.000.000 | 73.000.000 | 110.000.000 | 110.000.000 | 92.000.000 |
| 2.363.600  | 146.031.000   | 825.700    | 5.382.600  | 6.097.000   | 7.514.000   | 6.174.000  |
| —          | —             | —          | —          | —           | —           | —          |
| 32.636.400 | 2.368.969.000 | 11.174.300 | 67.617.400 | 103.903.000 | 102.486.000 | 85.826.000 |

# FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER-

## Rendiconto delle entrate e delle uscite per il quinto

### Entrate

|   | Emissione<br>americana<br>Dollari | Emissioni<br>britannica<br>e olandese<br>Sterline |
|---|-----------------------------------|---|
| 1. SALDI PRESSO BANCHE al 1° luglio 1934 . . . . .  | 837.904,05                        | 115,675.14. 2                                     |
| 2. RICEVUTO DAL GOVERNO AUSTRIACO:  |                                   |   |
| Per interessi:  |                                   |   |
| In contanti . . . . .   | 1.543.923,64                      | 217,874. 2. 1                                     |
| In cedole d'obbligazioni rimesse per l'annullamento<br>(v. infra) . . . . .   | 9.191,15                          | 1,184. 5. 3                                       |
| Per ammortamento:   |                                   |   |
| In contanti . . . . .   | 1,734,14                          | 472.19. 1   |
| In obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra) .   | 542.773,86                        | 75,113.—.11                                       |
| Per spese . . . . .   | 3.852,—                           | 1,003. 8. 4                                       |
| 3. INTERESSI RICEVUTI su fondi ricevuti, investiti in attesa<br>di utilizzarli per il servizio del prestito . . . . . | 1.135,25                          | 307. 7. 2   |
|   | 2.940.514,09                      | 411,630.17.—                                      |

### Uscite

|  |              |               |
|--|--------------|---------------|
| 1. INTERESSI   |              |               |
| Cedole pagate e interessi maturati su obbligazioni acquistate<br>per l'ammortamento . . . . .          | 1.572.109,12 | 221,823.14. 8 |
| Interessi maturati sulle obbligazioni rimesse dal Governo<br>austriaco (v. sopra) . . . . .            | 9.191,15     | 1,184. 5. 3   |
| 2. AMMORTAMENTO  |              |               |
| Obbligazioni sorteggiate e rimborsate . . . . .  | —            | —             |
| Obbligazioni acquistate per il riscatto . . . . .  | 1.844,50     | 490. 7.10     |
| Obbligazioni rimesse dal Governo austriaco (v. sopra) . .  | 542.773,86   | 75,113.—.11   |
| 3. SPESE   |              |               |
| Commissione e spese degli Agenti Finanziari e remunerazioni<br>e spese del Fiduciario . . . . .        | 4.496,85     | 1,213.17. 1   |
| 4. FONDI PRESSO BANCHE al 30 giugno 1935, da uti-<br>lizzarsi come indicato all'allegato V b . . . . . | 810.098,61   | 111,805.11. 3 |
|  | 2.940.514,09 | 411,630.17.—  |

NOTA — L'obbligazione definitiva dell'emissione americana del prestito contiene una clausola „moneta d'oro“, ma il

### CERTIFICATO DEI

Abbiamo verificato i libri ed i conti del Fiduciario per il Prestito Internazionale del Governo Austriaco rendiconto delle entrate e delle uscite è steso correttamente e, con la nota di cui è corredato, fondi presso banche al 30 giugno 1935 a mezzo

BASILEA, 14 ottobre 1935.

## NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

anno del prestito (dal 1° luglio 1934 al 30 giugno 1935)

| Emissione<br>Italiana<br>Lire | Emissione<br>svedese<br>Cor. svedesi | Emissione<br>svizzera<br>Franchi svizzeri | Emissione<br>austriaca<br>Scellini | Spese generali |                  |
|-------------------------------|--------------------------------------|---|------------------------------------|----------------|------------------|
|                               |                                      |   |                                    | Sterline       | Franchi svizzeri |
| 3.323.204,64                  | 516.869,33                           | 842.759,96                                | 2.173.597,02                       | —              | —                |
| 6.296.856,09                  | 658.351,26                           | 1.572.208,29                              | 4.023.272,13                       | —              | —                |
| 38.740,35                     | —                                    | 8.570,91                                  | —                                  | —              | —                |
| 54.282,36                     | 190.400,—                            | 14.106,36                                 | 1.346.201,62                       | —              | —                |
| 2.035.187,64                  | —                                    | 515.993,64                                | —                                  | —              | —                |
| 31.018,—                      | 2.953,75                             | 7.738,—                                   | 18.569,04                          | 300.—,—        | 26.007,04        |
| 9.385,61                      | 3.816,66                             | 2.331,78                                  | 10.848,72                          | —              | —                |
| 11.788.674,69                 | 1.372.391,—                          | 2.963.708,94                              | 7.572.488,53                       | 300.—,—        | 26.007,04        |

|               |             |              |              |         |           |
|---------------|-------------|--------------|--------------|---------|-----------|
| 6.376.608,—   | 667.660,—   | 1.593.510,50 | 4.106.325,56 | —       | —         |
| 38.740,35     | —           | 8.570,91     | —            | —       | —         |
| —             | 179.220,—   | —            | —            | —       | —         |
| 53.698,—      | —           | 13.400,—     | 1.346.175,—  | —       | —         |
| 2.035.187,64  | —           | 515.993,64   | —            | —       | —         |
| 34.339,15     | 3.555,80    | 8.108,73     | 23.755,68    | 300.—,— | 26.007,04 |
| 3.250.101,55  | 521.955,20  | 824.125,16   | 2.096.232,29 | —       | —         |
| 11.788.674,69 | 1.372.391,— | 2.963.708,94 | 7.572.488,53 | 300.—,— | 26.007,04 |

Governo austriaco, continuando nel criterio adottato nel luglio 1933, non ha fornito i fondi occorrenti per renderla effettiva.

## SINDACI

1930 per il quinto anno del prestito terminato il 30 giugno 1935, e certifichiamo che il presente riassume esattamente le operazioni compiute durante il detto periodo. Abbiamo pure verificato i di certificati ottenuti dai depositari.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

## FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER-

### Situazione dei fondi presso i

Destinazione dei saldi esistenti presso banche al 30 giugno 1935:

1. a) Per cedole maturate e non presentate . . . . .
- b) Per cedole scadenti il 1° luglio 1935 . . . . .
2. Per spese sostenute fino al 30 giugno 1935 e non ancora liquidate a quella data . . . . .
- Fondi disponibili per liquidare le passività pendenti . . . . .
3. Conto d'ammortamento . . . . .
4. Altri fondi di cassa (compresi Fr. sv. 7.012,25 depositati presso una banca, già agente finanziario, che ha chiuso gli sportelli) . . . . .
- Totale dei saldi disponibili come dall'allegato V a . . . . .

### Obbligazioni in circolazione

- Valore nominale delle obbligazioni emesse . . . . .
- Meno: Valore nominale delle obbligazioni estinte:
1. durante i primi quattro anni del prestito . . . . .
  2. durante il quinto anno del prestito . . . . .
- Valore nominale delle obbligazioni in circolazione al 30 giugno 1935 (vedi nota) . . . . .

NOTA: Le obbligazioni estratte

## NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

depositari al 30 giugno 1935

| Emissione americana<br>Dollari | Emissioni britannica<br>e olandese<br>Sterline | Emissione italiana<br>Lire | Emissione svedese<br>Cor. svedesi | Emissione svizzera<br>Franchi svizzeri | Emissione austriaca<br>Scellini |
|--------------------------------|--|----------------------------|-----------------------------------|--|---------------------------------|
| 19.036,50                      | 898. 5. 5                                      | 29.405,25                  | —                                 | 14.630,—                               | 43.662,50                       |
| 769.786,50                     | 108.356.10.—                                   | 3.122.770,—                | 327.740,—                         | 778.400,—                              | 2.002.331,52                    |
| 2.021,15                       | — . 1. 4                                       | 15.835,18                  | 1.870,08                          | 3.967,12                               | 10.011,71                       |
| 790.844,15                     | 109.254.16. 9                                  | 3.168.010,43               | 329.610,08                        | 796.997,12                             | 2.056.005,73                    |
| 121,06                         | 55.15.11                                       | 837,26                     | 190.660,—                         | 813,42                                 | 80,68                           |
| 19.133,40                      | 2.494.18. 7                                    | 81.253,86                  | 1.685,12                          | 26.314,62                              | 40.145,88                       |
| 810.098,61                     | 111.805.11. 3                                  | 3.250.101,55               | 521.955,20                        | 824.125,16                             | 2.096.232,29                    |

al 30 giugno 1935

|              |             |               |              |              |              |
|--------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 25.000.000,— | 3.500.000,— | 100.000.000,— | 10.000.000,— | 25.000.000,— | 50.000.000,— |
| 2.364.400,—  | 321.800,—   | 8.144.000,—   | 462.000,—    | 2.146.000,—  | 4.171.000,—  |
| 641.700,—    | 82.300,—    | 2.634.000,—   | 174.000,—    | 614.000,—    | 1.134.100,—  |
| 21.993.900,— | 3.095.900,— | 89.222.000,—  | 9.364.000,—  | 22.240.000,— | 44.694.900,— |

sono rimborsabili al 103 %.

# FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER-

## Rendiconto provvisorio delle entrate e delle

|   | Dollari      |
|---|--------------|
| Valore nominale delle obbligazioni emesse . . . . .   | 25.000.000,— |
| Valore nominale delle obbligazioni in circolazione al 31 dicembre 1935 . . .  | 21.696.300,— |
| <b>Entrate</b>  |              |
| 1. SALDI PRESSO BANCHE al 1° luglio 1935 . . . . .  | 810.098,61   |
| 2. RICEVUTO DAL GOVERNO AUSTRIACO:  |              |
| per interessi:  |              |
| in contanti . . . . .   | 746.995,72   |
| in cedole di obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra) . . .   | 4.418,18     |
| per l'ammortamento:   |              |
| in contanti . . . . .   | 413,81       |
| in obbligazioni del prestito rimesse per l'annullamento (v. infra)  | 294.299,69   |
| per spese . . . . .   | 1.521,60     |
| 3. INTERESSI RICEVUTI sui fondi investiti in attesa di utilizzarli per il servizio del prestito . . . . .                             | 555,78       |
|   | 1.858.303,39 |
| <b>Uscite</b>   |              |
| 1. INTERESSI  |              |
| Cedole scadute ed interessi maturati su obbligazioni acquistate per l'ammortamento . . . . .  | 771.433,64   |
| Interessi maturati su obbligazioni rimesse dal Governo austriaco (v. sopra)   | 4.418,18     |
| 2. AMMORTAMENTO   |              |
| Obbligazioni acquistate per l'ammortamento . . . . .  | 455,—        |
| Obbligazioni cedute dal Governo austriaco (v. sopra) . . . . .  | 294.299,69   |
| 3. SPESE  |              |
| Commissione e spese degli agenti finanziari e remunerazioni e spese del Fiduciario . . . . .  | 1.936,54     |
| 4. SALDI PRESSO BANCHE al 31 dicembre 1935:   |              |
| per le cedole pagabili al 1° gennaio 1936 . . . . .   | 759.370,50   |
| per le obbligazioni sorteggiate pagabili al 1° gennaio 1936 . . . . .   | —            |
| per cedole scadute e non ancora presentate . . . . .  | 17.395,—     |
| per l'ammortamento delle obbligazioni . . . . .   | 79,87        |
| per partite diverse (compresi Fr. sv. 5.609,80 depositati presso una banca, già Agente Finanziario, la quale ha chiuso gli sportelli) | 8.914,97     |
|   | 1.858.303,39 |

## NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

uscite per il semestre terminato il 31 dicembre 1935

| Sterline      | Lire          | Corone svedesi | Franchi svizzeri | Scellini     |
|---------------|---------------|----------------|------------------|--------------|
| 3,500,000.—.— | 100.000.000,— | 10.000.000,—   | 25.000.000,—     | 50.000.000,— |
| 3,055,700.—.— | 87.868.000,—  | 9.364.000,—    | 21.931.000,—     | 44.145.000,— |
| 111,805.11. 3 | 3.250.101,55  | 521.955,20     | 824.125,16       | 2.096.232,29 |
| 105,362. 4. 1 | 3.024.186,04  | 326.347,88     | 755.356,54       | 1.963.546,44 |
| 597.17.10     | 20.392,35     | —              | 4.505,67         | —            |
| 119. 7. 6     | 2.194,60      | 98.245,—       | 3.474,16         | 723.908,48   |
| 40,554. 2. 6  | 1.134.730,40  | —              | 283.065,84       | —            |
| 642.12. 6     | 15.311,25     | 1.465,—        | 19.457,70        | 9.090,15     |
| 149.13.—      | 4.626,03      | 2.185,57       | 1.147,04         | —            |
| 259,231. 8. 8 | 7.451.542,22  | 950.198,65     | 1.891.132,11     | 4.792.777,36 |
| 108,329.18.—  | 3.100.860,—   | 327.740,—      | 776.123,25       | 2.012.415,32 |
| 597.17.10     | 20.392,35     | —              | 4.505,67         | —            |
| 90.17.—       | —             | —              | 4.165,—          | 723.935,95   |
| 40,554. 2. 6  | 1.134.730,40  | —              | 283.065,84       | —            |
| 744.10. 8     | 16.731,67     | 1.638,70       | 19.600,74        | 11.781,52    |
| 106,949.10.—  | 3.075.380,—   | 327.740,—      | 767.585,—        | 1.977.696,—  |
| —             | —             | 190.550,—      | —                | —            |
| 926. 5. 5     | 51.315,25     | —              | 17.010,—         | 43.955,16    |
| 84. 6. 5      | 3.031,86      | 98.355,—       | 122,58           | 53,21        |
| 954.—.10      | 49.100,69     | 4.174,95       | 18.954,03        | 22.940,20    |
| 259,231. 8. 8 | 7.451.542,22  | 950.198,65     | 1.891.132,11     | 4.792.777,36 |

## PRESTITI INTERNAZIONALI

per i quali la Banca è Fiduciaria o Agente fiscale dei Fiduciari

Fondi disponibili al 31 marzo 1936

|  | Prestito Esterno<br>della Germania<br>1924 | Prestito<br>Internazionale<br>del Governo<br>Tedesco 5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> %<br>1930 | Prestito<br>Internazionale<br>del Governo<br>Austriaco 1930 | Totali       |
|--|--|--|---|--------------|
|  | Franchi svizzeri alla pari                 |  |   |              |
| <b>FONDI CONSERVATI PER:</b>                                   |  |  |   |              |
| Ammortamento . . . . .   | 645.693,93                                 | 764,88   | 120.771,98  | 767.230,79   |
| Interessi dovuti sulla cedola<br>di prossima scadenza . . . .  | —  | —  | 3.471.230,93  | 3.471.230,93 |
| Obbligazioni estratte, ma non<br>ancora presentate al rimborso | 4.172,68                                   | —  | —   | 4.172,68     |
| Cedole scadute, ma non an-<br>cora presentate . . . . .        | 172.525,71                                 | 280.933,35   | 221.488,52  | 674.947,58   |
| Partite diverse . . . . .                                      | 475.964,83                                 | 174.298,29   | 23.482,71   | 673.745,83   |
| <b>TOTALI</b>  | 1.298.357,15                               | 455.996,52   | 3.836.974,14  | 5.591.327,81 |



# FIDUCIARIO DEI GOVERNI CREDITORI PER LE ANNUALITÀ TEDESCHE

**Rendiconto delle somme ricevute ed erogate dal 1° aprile 1935  
al 31 marzo 1936**

(IN MARCHI GERMANICI)

## Entrate

|  | Marchi germanici      |
|--|-----------------------|
| I — Saldi al 1° aprile 1935:   |                       |
| (a) Saldi mantenuti in conti speciali fruttiferi a norma dell' articolo IV (f) del Contratto fiduciario (Trust) e riservati per pagamenti di consegne in natura . . . . .        | 633.981,98            |
| (b) Saldo del conto fiduciario delle annualità costituente l'insieme dei depositi minimi previsti dall' articolo IV (e) del Contratto fiduciario (Trust) . . . . .               | 125.000.000,—         |
| II — Somme pagate da produttori tedeschi, per conto della Francia, in rimborso di anticipazioni ricevute in conto contratti per consegne in natura non ancora eseguiti . . . . . | 139.099,20            |
| III — Interessi spettanti alla Jugoslavia, ma non ritirati, maturati in conto consegne in natura . . . . .   | 1.422,38              |
| <b>TOTALE</b>  | <b>125.774.503,56</b> |

## Uscite e Saldi

|   | Marchi germanici      |
|---|-----------------------|
| I — Per consegne in natura a norma dell'articolo VII del Contratto fiduciario (Trust) per conto dei seguenti Governi:   |                       |
| Francia . . . . .   | 42.624,44             |
| Jugoslavia . . . . .  | 161.000,—             |
|   | 203.624,44            |
| II — Saldi al 31 marzo 1935:  |                       |
| (a) Saldi mantenuti in conti speciali fruttiferi a norma dell' articolo IV (f) del Contratto fiduciario (Trust) e riservati per pagamenti di consegne in natura . . . . . | 570.879,12            |
| (b) Saldo del Conto fiduciario delle annualità, costituente l'insieme dei depositi minimi previsti dall' articolo IV (e) del Contratto fiduciario (Trust) . . . . .       | 125.000.000,—         |
| <b>TOTALE</b>   | <b>125.774.503,56</b> |

NOTA — Sebbene le «Disposizioni transitorie» della Parte II dell'Accordo di Losanna del 9 luglio 1932 stabiliscano che il servizio dei prestiti emessi sul mercato non debba subire alterazioni per effetto della riserva, a partire dal 1° luglio 1932 dei pagamenti dovuti dalla Germania in base al Nuovo Piano, il Governo tedesco non ha versato nelle valute delle rispettive emissioni le rate mensili, scadute dopo il 1° luglio 1934, per il servizio del Prestito Esterno della Germania 1924 e del Prestito Internazionale del Governo Tedesco 5½% 1930. Per quanto riguarda le rate mensili precedenti, valgono le considerazioni presenti:

**PRESTITO ESTERNO DELLA GERMANIA 1924** — L'obbligazione definitiva dell'emissione americana contiene una clausola «moneta d'oro», ma il Governo tedesco ha effettuato il servizio della detta emissione in base al valore nominale in moneta legale.

**PRESTITO INTERNAZIONALE DEL GOVERNO TEDESCO 5½% 1930** — L'obbligazione generale che garantisce questo prestito prevede il servizio su base aurea per tutte le emissioni. Il Governo tedesco invece ha fornito a titolo d'interessi somme sufficienti appena a pagare ai loro rispettivi valori nominali le cedole di tutte le emissioni del prestito, comprese quelle d'America, Inghilterra e Svezia, maturate il 1° giugno 1933 e successivamente. Le rate d'ammortamento non sono più state versate dal 15 giugno 1933 in poi.

ALLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI,

FIDUCIARIO DEI GOVERNI CREDITORI PER LE ANNUALITÀ TEDESCHE, BASILEA.

In qualità di Sindaci della Banca dei Regolamenti Internazionali abbiamo esaminato il presente rendiconto, confrontandolo coi libri della Banca. Riferiamo, secondo quanto è richiesto dall'articolo XVII del Contratto fiduciario (Trust) tra i Governi creditori e la Banca che, a nostro avviso, il detto rendiconto, con la nota, riassume correttamente tutte le operazioni della Banca relative all'annualità tedesca complessiva, ivi compreso il servizio del Prestito Esterno della Germania 1924, per l'anno terminato il 31 marzo 1936.

BASILEA, 30 aprile 1936.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

## CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

|  |                   |
|--|-------------------|
| Dott. L. J. A. Trip, Amsterdam . . . . . | Presidente.       |
| Prof. Alberto Beneduce, Roma . . . . .   | } Vicepresidenti. |
| Marchese de Vogüé, Parigi . . . . .      |                   |

Dott. V. Azzolini, Roma.  
Prof. G. Bachmann, Zurigo.  
Barone Brincard, Parigi.  
Louis Franck, Bruxelles.  
Alexandre Galopin, Bruxelles.  
Hisaakira Kano, Londra.  
Hisanori Munakata, Londra.  
Sir Otto Niemeyer, Londra.  
Montagu Collet Norman, Londra.  
Dott. Paul Reusch, Oberhausen (Renania).  
Dott. Hjalmar Schacht, Berlino.  
Curt, Barone von Schroeder, Colonia.  
Jean Tannery, Parigi.

## CONSIGLIERI SUPPLEMENTI:

Cameron Cobbold, Londra.  
Pierre Fournier, o } Parigi.  
R. Lacour-Gayet }  
Albert Goffin, Bruxelles.  
Dott. Pasquale Troise, Roma.  
Dr. Wilhelm Vocke, o } Berlino.  
Ernst Hülse, }

## DIREZIONE:

|                               |                           |
|-------------------------------|---------------------------|
| Dott. L. J. A. Trip . . . . . | Presidente.               |
| Dott. J. W. Beyen . . . . .   | Supplente del Presidente. |
| Pierre Quesnay . . . . .      | Direttore generale.       |
| Paul Hechler . . . . .        | Vicedirettore generale.   |
| R. H. Porters . . . . .       | Direttore.                |
| Dott. R. Pilotti . . . . .    | Segretario generale.      |
| Marcel van Zeeland . . . . .  | Direttore.                |