

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

SETTIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1936 – 31 MARZO 1937

BASILEA

3 MAGGIO 1937

INDICE

	Pagina
I. Introduzione	5
II. Cambi, prezzi e commercio internazionale	20
III. Un'annata di crescente accumulazione d'oro	42
IV. I movimenti di capitali e l'indebitamento internazionale a breve termine	64
V. La tendenza dei tassi d'interesse	78
VI. L'evoluzione recente nel campo delle banche centrali e commerciali	105
VII. Le operazioni ordinarie della banca:	
(1) L'attività del dipartimento bancario	113
(2) Le funzioni della Banca come fiduciario e agente	118
(a) I pagamenti annuali della Germania, dell'Ungheria, della Bulgaria e della Cecoslovacchia	118
(b) Il Prestito esterno della Germania 1924 e il Prestito internazionale del Governo tedesco 5 ¹ / ₃ % 1930	118
(c) Prestito internazionale del Governo austriaco 1930	119
(d) Altre funzioni di agente	120
(3) Utile netto e sua ripartizione	121
(4) Cambiamenti nel Consiglio d'amministrazione	123
VIII. Conclusione	125

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 1937.
- III. Conto profitti e perdite e ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1937.

- IV. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930:—
- (a) Rendiconto delle entrate e delle uscite per il sesto anno del Prestito (1° luglio 1935 al 30 giugno 1936).
 - (b) Situazione dei fondi presso i depositari al 30 giugno 1936.
- V. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 — Rendiconto provvisorio delle entrate e delle uscite per il semestre terminato il 31 dicembre 1936.
- VI. Prestiti internazionali per i quali la Banca è Fiduciario o Agente fiscale — Fondi disponibili al 31 marzo 1937.
- VII. L'accordo monetario tripartito del 25 settembre 1936:
- (a) Dichiarazione del Governo francese;
 - (b) Dichiarazione del Tesoro britannico;
 - (c) Dichiarazione del Segretario del Tesoro degli Stati Uniti.

SETTIMA RELAZIONE ANNUALE

PRESENTATA ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA
DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

in Basilea, il 3 maggio 1937.

Signori,

Ho l'onore di sottoporvi la Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per il settimo esercizio finanziario, cominciato il 1° aprile 1936 e terminato il 31 marzo 1937. I risultati delle operazioni durante il detto esercizio — pressochè identici a quelli dell'esercizio precedente — sono esposti diffusamente nel capitolo VII. Dopo prudenti previsioni di possibili sopravvenienze, il Consiglio propone a questa Assemblea Generale di ripartire un dividendo annuale di 6% e di provvedere alle assegnazioni statutarie alle riserve.

Durante l'anno trascorso dall'ultima Assemblea Generale, si sono avute importanti vicende monetarie. In Francia, la politica economica e finanziaria prese un nuovo indirizzo nella primavera del 1936 e al principio dell'autunno si addivenne alla decisione di modificare il valore dell'unità monetaria. I governi della Francia, della Gran Bretagna e degli Stati Uniti proclamarono simultaneamente, il 25 settembre 1936, l'intendimento di continuare ad avvalersi dei mezzi a loro disposizione atti ad evitare, per quanto possibile, che l'equilibrio dei cambi internazionali subisse perturbazioni per effetto dell'annunciato provvedimento monetario. Nello stesso scorcio di settimana fu deciso a Berna di modificare il valore del franco svizzero e all'Aja fu imposto il divieto d'esportazione dell'oro; poco dopo, il Governo italiano procedette all'allineamento della base aurea della lira, la corona cecoslovacca fu nuovamente svalutata in rapporto all'oro e la moneta lettone venne svalutata e collegata alla sterlina.

Più oltre nella presente relazione verranno ricordate le misure tecniche e gli accordi intervenuti fra le autorità monetarie dei vari paesi; qui basta rilevare che i cambiamenti del valore delle varie unità monetarie furono realizzati col minimo disturbo per i mercati esteri delle merci e dei capitali, e che la tendenza degli affari internazionali ad assumere un crescente sviluppo non ne è risultata scoraggiata.

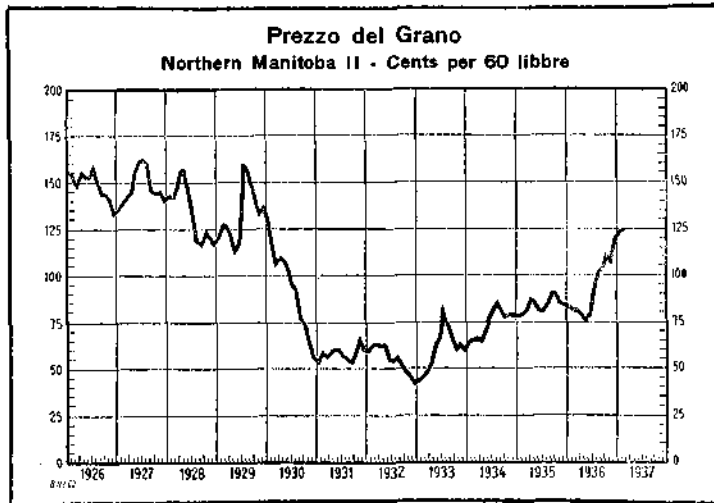
La ripresa economica ha continuato a manifestarsi nel decorso anno secondo un ritmo accelerato e, per la prima volta dall'inizio della depressione, si con-

stata la partecipazione di pressochè tutte le più importanti categorie d'attività economica al movimento ascensionale. Fondamento di tale ripresa è stata la restaurazione dell'equilibrio fra costi e prezzi, che ha ridato agli affari l'incentivo del profitto e consentito il riaffermarsi della loro innata tendenza a svilupparsi.

La ripresa dell'attività industriale, sicuro indizio del ritorno d'una congiuntura favorevole, deve indubbiamente in parte agli adeguamenti operati durante la depressione, sotto forma di liquidazioni, ricostituzioni di capitale e livellamenti di costi tra categorie economiche differenti. Normalmente tali adeguamenti si sarebbero compiuti nel volgere di due o tre anni; se invece la depressione si è prolungata ulteriormente, ciò va attribuito a particolari elementi sfavorevoli di più antica origine, che complicarono il processo di sviluppo della ripresa. Meglio si misurano, proiettandoli sullo sfondo dell'evoluzione economica e finanziaria del primo decennio post-bellico, lo spazio già percorso verso il ritorno alla normalità, a parte le complicazioni politiche, ed il cammino che ancora resta da percorrere.

In primo luogo, una crisi agricola d'estensione mondiale coincise con una diminuzione dell'attività industriale; l'importanza della sovrapposizione di questi due fattori appare dal fatto che più di 60% della popolazione mondiale è tutt'ora dedita all'agricoltura. Che una crisi agricola e una crisi industriale si producano simultaneamente è fatto nuovo, che contrasta con le conclusioni che si possono ricavare dalla storia di parecchi cicli economici del passato. Per esempio, non vi fu ribasso dei prezzi dei prodotti agricoli nelle depressioni del 1900 e del 1907. Dopo la guerra, i prezzi dei prodotti agricoli mantennero il loro livello più alto, rispetto a quelli delle materie prime industriali, fino al 1928; ma a partire da quell'anno cominciarono a ribassare, specialmente i prezzi dei cereali. Per qualche tempo gli interventi governativi sostennero i prezzi; si fecero vasti acquisti, specialmente di grano, accantonandosi le scorte. Ma quando, divenuta tale politica troppo onerosa, gli acquisti cessarono, l'esistenza di scorte accumulate cominciò a pesare fortemente sui mercati ed il prezzo del grano espresso in oro precipitò ad un così basso livello, quale da quattro secoli non si ricordava.

Venuto meno l'incentivo del profitto alla produzione dei cereali, gli agricoltori, in parecchi paesi, cominciarono a dedicarsi ad una maggior produzione di bestiame e di prodotti animali, col risultato che, dal 1931 in poi, anche i prezzi di tali prodotti discesero rapidamente. Il diagramma seguente mostra i prezzi del grano sul mercato di Winnipeg dal 1926 al 1937. Tocatosi il fondo, nella curva dei prezzi del grano, al principio del 1933, la prima ripresa s'ebbe in coincidenza col deprezzamento dei dollari del Canada e degli Stati Uniti. Vennero in seguito le misure prese dal Governo degli Stati Uniti per limitare



la produzione agricola e rialzarne i prezzi, ma più forte influenza ebbero negli anni 1935 e 1936 le avverse condizioni atmosferiche che cagionarono raccolte deficienti. L'anno scorso s'ebbero siccità negli Stati Uniti e piogge eccessive in Europa ed i cattivi raccolti fecero salire i prezzi del grano a Winnipeg fino a circa

dollari 1,25 al principio del 1937. Certo, tale ripresa ha piuttosto carattere accidentale, ma anche ciò concesso, non va dimenticata l'esistenza di parecchi fattori durevoli che probabilmente gioveranno a sostenere i prezzi dei prodotti agricoli.

Attualmente le scorte di grano, che in passato avevano avuto influenza deprimente sui mercati, sono praticamente liquidate. Le previsioni circa il volume della produzione agricola nei futuri anni sembrano dovere essere restrittive se si tien conto, non soltanto delle tempeste di sabbia che hanno compromesso per un lungo avvenire il rendimento di vaste zone dell'America settentrionale, ma anche d'altri fattori. Durante la crisi, gli agricoltori, nei grandi paesi produttori, non furono in grado di concimare le terre, rimodernare l'attrezzatura ed in generale mantenere i loro mezzi di produzione allo stesso livello di efficienza come nel passato. La tabella seguente mostra che la produzione agricola totale si è mantenuta pressochè stazionaria a partire del 1929, mentre la popolazione mondiale aumentava, nello stesso periodo, di 10% circa. A scopo di raffronto, figura nella tabella anche un indice della produzione delle materie prime d'origine non agricola.

Indici 1925—1929 = 100 (*)	1929	1932	1933	1934	1935
Produzione agricola mondiale	103	103	104	102	102
Produzione mondiale di materie prime d'origine non agricola	114	75	84	95	104

(*) Fonte: «World Economic Survey 1935/36» della Società delle Nazioni, pp. 59—60.

Il commercio mondiale consiste in gran parte in uno scambio di merci fra comunità industriali e comunità agricole. Il diverso andamento della produzione agricola, che in tempo di crisi si mantenne più o meno allo stesso livello, e della produzione industriale, che si contrasse, doveva necessariamente riflettersi in un peggioramento delle condizioni alle quali i prodotti agricoli potevano venire esitati. Le cifre della tabella riportata qui sopra mostrano che, a partire del 1934, si è raggiunto un miglior equilibrio fra il volume della produzione agricola e quello della produzione industriale. Quando si consideri che, nella maggioranza delle imprese agricole, i profitti restano ancora ad un tasso relativamente basso, appare improbabile che la produzione agricola mondiale, nel suo insieme, possa accrescersi in una misura paragonabile all'espansione della produzione industriale. E' da presumersi che l'agricoltura, pur continuando a fornire una produzione di crescente volume, rappresenterà una frazione sempre decrescente dell'attività economica mondiale; ma questa evoluzione è perfettamente compatibile col ritorno alla prosperità nell'agricoltura, anzi ne è condizione necessaria.

In secondo luogo, il mercato dell'oro nel decennio post-bellico fu caratterizzato sovente da una tensione in relazione ai vasti movimenti di capitali da mercato a mercato ed al sostegno prestato al livello dei prezzi, il quale si trovò di ben 40% al di sopra di quello del 1913, e ciò proprio in un periodo in cui la produzione annua dell'oro si manteneva leggermente inferiore a quella degli anni immediatamente precedenti la guerra. Dal 1924 al 1929, la produzione mondiale dell'oro si aggirò sui 19 milioni di oncie all'anno, rappresentanti, al prezzo di 84 scellini e 11¹/₂ denari per oncia, un valore di poco più di 80 milioni di sterline. Di questo ammontare, circa 30 milioni di sterline servirono a scopi non monetari, compresa la domanda dell'India, della Cina e di qualche altro paese orientale, rimanendo disponibili per scopi monetari circa 50 milioni di sterline all'anno.

Col diminuire dei prezzi e dei costi durante la depressione, la produzione annuale dell'oro andò gradatamente crescendo; l'aumento s'accentuò nel 1931, quando il prezzo dell'oro, in sterline deprezzate, salì improvvisamente di 40% e più. Dal 1929 al 1936, la produzione dell'oro salì da meno di 20 milioni a circa 35 milioni d'oncie, cioè aumentò di circa 80%; calcolato al prezzo londinese di circa 140 scellini per oncia, il valore della produzione mondiale dell'oro nel 1936 raggiunse 245 milioni di sterline. Negli ultimi anni la domanda d'oro per uso industriale è stata soddisfatta, in gran parte, mediante oro recuperato dal pubblico. Inoltre nel 1936, non soltanto è cessato il tesoreggiamento d'oro per conto privato in Europa, il quale aveva assunto vaste proporzioni in tempo di crisi, ma si è anche iniziato un movimento di riflusso d'oro tesoreggiato; continuarono, inoltre, le spedizioni d'oro dall'India, dalla Cina e da altri paesi orientali.

Esaminando le cifre complessive, si constata che l'intera produzione d'oro del 1936 fu disponibile per scopi monetari, sicchè, in luogo dei 50 milioni di sterline all'anno di dieci anni fa, furono disponibili per tali scopi nel 1936 ben 245 milioni di sterline d'oro di nuova estrazione, al prezzo del mercato londinese. L'intera situazione è radicalmente cambiata rispetto a quella che era nel primo decennio post-bellico; si ha ora un'offerta d'oro abbondante — anche troppo abbondante.

In terzo luogo, talune fra le monete principali erano state stabilizzate, tra il 1924 al 1930, a quote discostantesi di 10 o 15 per cento dal loro valore intrinseco, calcolato in base a i livelli relativi dei costi e prezzi. L'opera di allineamento non sarebbe stata troppo difficile, se tale non l'avesse resa la caduta dei prezzi mondiali che, graduale dapprima, si accelerò dopo la crisi del 1929. Un risultato delle svalutazioni monetarie cominciate nel 1931 e della susseguente evoluzione dei costi e dei prezzi, è stato, nell'insieme, quello di ricondurre le varie monete deprezzate ad una miglior posizione relativa. La tendenza dei prezzi al rialzo dovrebbe facilitare l'adattamento delle singole monete alle esigenze di un sistema internazionale, eliminando gli inconvenienti che risultano dalla sopravvalutazione o sottovalutazione delle singole monete.

In quarto luogo, i tassi d'interesse, particolarmente quelli delle obbligazioni a lungo termine, rimasero alti dopo la guerra, mentre la ricostituzione dei capitali nel mondo intero rendeva inevitabile il ribasso dei tassi. La necessità di tale abbassamento divenne anche più imperiosa al sopraggiungere della crisi, poichè la riduzione dei tassi d'interesse è uno dei metodi classici per promuovere la ripresa. Senonchè, data la mole dei debiti governativi, contratti durante e dopo la guerra, si rese impossibile di ridurre i tassi d'interesse, prima di aver ridotta la massa di tali debiti. Pertanto, la grande conversione del debito di guerra britannico, nel secondo semestre 1932, fu di primaria importanza, non soltanto per la Gran Bretagna, ma anche per gli altri paesi che ne seguirono l'esempio.

Nell'ultimo quinquennio si è compiuto, in molti paesi, un grande progresso verso la riduzione dei tassi d'interesse all'interno. Anche numerosi prestiti esteri sono stati convertiti, ma con maggiore difficoltà, ed un'opera importante che rimane da compiere è l'applicazione di minori tassi d'interesse alle obbligazioni estere.

In quinto luogo, il gravame dei debiti interni ed esteri fu ostacolo alla ripresa economica anche sotto altri punti di vista, specialmente in quanto al peso dei debiti di guerra si aggiunse, tra il 1920 e il 1929, quello dei nuovi prestiti internazionali a breve e a lungo termine nuovamente contratti su larga scala. In alcuni paesi le principali difficoltà pro-

vennero dall'eccessivo volume dell'indebitamento privato, per esempio, quello dei debiti ipotecari dell'agricoltura; in altri paesi esse provennero dal fatto che il debito pubblico interno pesava fortemente sui bilanci, mentre in altri gli impegni verso l'estero gravarono troppo sulla bilancia dei pagamenti e sulle riserve monetarie.

Qualche miglioramento si è già ottenuto durante la depressione operando trasformazioni strutturali del debito, aggiungendo, cioè, all'effetto dei deprezzamenti monetari, quello dell'alleggerimento dei debiti interni, ottenuto mediante conversioni, e dei debiti esteri mediante rimborsi, rimpatrii ed accordi di varia natura. Si è pertanto ridotto di circa un terzo il volume dell'indebitamento internazionale a breve termine, se lo si esprime in sterline, moneta già di per sé deprezzata di quasi 40%; la riduzione appare ancora maggiore, se si valuta il debito in oro. L'indebitamento a lungo termine non si è ridotto in pari misura, ma si è verificato su forte scala il rimpatrio e l'ammortamento dei titoli esteri, specialmente dagli Stati Uniti e dall'Inghilterra.

In sesto luogo, i rialzi delle tariffe doganali costituirono un grande ostacolo al raggiungimento dell'equilibrio e le difficoltà aumentarono quando, perdurando la depressione, vennero subitamente a scarseggiare i nuovi prestiti internazionali, colla conseguenza che le bilancie dei pagamenti e le riserve monetarie dei paesi debitori si trovarono esposte a fortissime pressioni. In questo campo la depressione non soltanto non apportò alcun alleggerimento, ma anzi peggiorò la situazione. L'umano ingegno si è addimosttrato fertilissimo nell'invenzione di ostacoli agli scambi internazionali di merci e di servizi. Molti paesi, di fronte alla impossibilità di sviluppare l'esportazione, concentrarono i loro sforzi sull'aumento della produzione destinata al mercato nazionale allo scopo di diminuire la disoccupazione e questo fu uno dei motivi cui vanno ascritte le tendenze autarchiche negli ultimi anni. I rimedi così escogitati accrebbero però le difficoltà, poichè la crescente artificiosità della ripresa economica, nei singoli paesi, venne ad ostacolare la ripresa generale nel mondo.

Di solito, quando i prezzi tendono al ribasso, i dazi doganali tendono al rialzo e non sorprende perciò che il crollo dei prezzi, dopo il 1929, abbia apportato un risveglio del nazionalismo economico. Si può domandarsi se si verificherà ora il movimento inverso, se, cioè, la ripresa dei prezzi, già in atto, darà luogo ad un movimento di ritorno ad un più libero commercio. Già vi sono alcuni indizii, benchè ancora leggeri, d'un nuovo orientamento, sia del pubblico, sia dei governi. I trattati commerciali bilaterali, negoziati dagli Stati Uniti, prevedono mutue diminuzioni tariffarie; in taluni paesi, con azione unilaterale diretta in genere ad impedire il rincaro dei prezzi sul mercato interno, si allargano i contingenti e si diminuiscono le restrizioni analoghe. Inoltre, nella misura in cui i prezzi

sono aumentati, è diminuita l'incidenza dei dazi specifici, rimasti invariati, sul valore delle merci. Tale miglioramento, nella misura finora realizzata, è peraltro ancora leggero ed il mondo è ben lungi dal godere quella libertà di commercio che era la regola nel 1929.

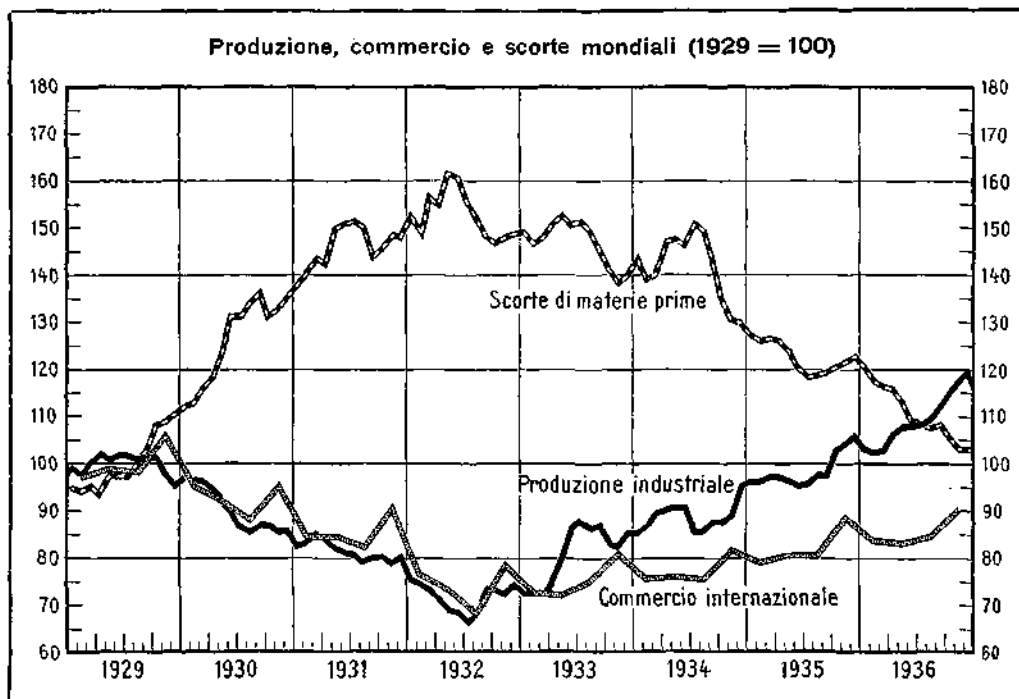
A questo punto giova riassumere i cambiamenti verificatisi nei vari fattori sfavorevoli a cui va attribuita la depressione. Nella maggior parte dei casi si constata un netto cambiamento in meglio: il ciclo economico dell'attività industriale si è invertito e volge ora al rialzo: l'offerta dell'oro è abbondante; le monete che hanno subito un deprezzamento sono state ricondotte a migliori posizioni relative; i tassi d'interesse sui debiti interni sono stati ridotti, sebbene resti ancora da adeguare un volume importante di debiti esteri. Per quanto riguarda l'agricoltura, il rialzo dei prezzi dei prodotti ne migliora per il momento la situazione, ma questo progresso è in gran parte, sebbene non totalmente, il risultato fortuito di sfavorevoli condizioni atmosferiche. Qualche miglioramento importante si è verificato nell'adeguamento dei debiti mediante conversioni ed altre operazioni, ma il loro carico resta grave in molti paesi e parecchi problemi relativi ai debiti esteri debbono ancora essere affrontati. Per quanto riguarda le tariffe doganali ed altre restrizioni al commercio estero, la situazione è oggi molto peggiore di quella anteriore alla crisi e questo regresso costituisce il nocciolo di parecchi fra i più difficili problemi che il mondo si trova a dover risolvere.

Il migliore equilibrio fra costi e prezzi, che ha permessa la ripresa, è stato raggiunto con mezzi vari: in parte, mediante compressione dei costi; in parte, mediante provvedimenti monetari, comprese le svalutazioni che hanno avuto per effetto di invertire la congiuntura dei prezzi. In taluni paesi l'intensa attività edilizia, d'iniziativa prevalentemente privata, è stata la molla che ha data la spinta alla ripresa; in altri le spese governative hanno rappresentato il fattore principale. Si è molto discusso sull'efficacia delle spese pubbliche finanziate mediante prestiti, quale mezzo per combattere la crisi. Sta di fatto che i bilanci della maggior parte dei paesi si sono trovati in deficit e che pertanto il finanziamento delle spese pubbliche, mediante prestiti, è politica che si è imposta pressochè dappertutto. In taluni paesi, che hanno seguita tale politica, la ripresa si è avuta più presto, in altri più tardi; sembrerebbe doversene concludere, che le spese pubbliche favoriscono la ripresa soltanto là dove le condizioni generali favorevoli al ritorno dell'equilibrio fra i costi ed i prezzi tendano a ristabilirsi; mancando queste condizioni, una politica di spese pubbliche può avere un risultato dannoso, in quanto il continuo ricorso al credito per far fronte a spese eccessive può minare la fiducia e ritardare il movimento naturale dei tassi d'interesse verso più bassi livelli.

Se, in tempo di depressione, è possibile accumulare argomenti in favore di una politica di lavori pubblici, è invece indiscutibile che l'aumento delle spese pubbliche, in una fase di libera espansione degli affari, non è desiderabile, in quanto presenta il pericolo di apportare a questi ultimi un ulteriore stimolo che ne provocherà il troppo rapido e malsano incremento. Da questo punto di vista è da deplorarsi l'attuale aumento delle spese per il riarmo. Sia detto incidentalmente che nei paesi anglo-sassoni, come nella maggior parte dei piccoli paesi d'Europa, le spese per il riarmo cominciarono ad aumentare sostanzialmente soltanto nel corso del 1936 e che, anteriormente a tale epoca, esse poco ebbero a che fare coll'aumento della produzione nei rispettivi paesi. Attualmente però, gli stanziamenti per il riarmo nei detti paesi superano ogni livello che siasi raggiunto per il passato in tempo di pace. Nella fase presente della congiuntura economica, quest'aumento di spese si dimostra intempestivo e favorisce lo sviluppo degli affari proprio in quelle categorie economiche che meno hanno bisogno di stimolo, poichè già godono i benefici della ripresa generale dell'attività economica. E' stato calcolato che la spesa globale per il riarmo in tutti i paesi, espressa in oro, nel 1936 fu tripla rispetto a quella del 1913 e più che doppia di quella degli anni 1924—1930. Inoltre, in parecchi paesi, le ordinazioni per il riarmo, passate nel 1936, superarono i pagamenti effettivi nel detto anno: ora, le ordinazioni rappresentano il fattore che principalmente influisce sui programmi di affari.

Uno degli effetti delle spese di riarmo consiste nel concentrare l'attenzione dei produttori sul mercato interno, diminuendo il loro interesse al commercio d'esportazione. Per i paesi che stanno riarmando, tale risultato è certamente un grande svantaggio, eppure si verifica il paradosso che, proprio questa conseguenza degli armamenti, alleggerisce d'altra parte la tensione della concorrenza nel campo internazionale: quando gli industriali lavorano in pieno, si preoccupano meno degli spostamenti del commercio in favore d'altri paesi e sono più propensi ad intendersi, anzichè battersi, coi loro più aspri concorrenti, per dividerli in ordinazioni sui mercati esteri.

L'impulso originato dalle spese dei governi si è sovrapposto, in alcuni paesi, alle forze che già da lungo tempo agivano a favore della ripresa. Considerando il mondo nel suo insieme, la fine della depressione può collocarsi nel 1932, anche se da principio il miglioramento fu leggero e non esente da ricadute. Il grafico seguente mostra i cambiamenti verificatisi durante gli ultimi otto anni nel volume fisico della produzione e del commercio internazionale e nelle scorte di materie prime, ivi compresi i grandi prodotti agricoli. Nell'autunno del 1932 la produzione industriale cominciò ad aumentare e le scorte di materie prime a diminuire. Il miglioramento della produzione si protrasse fino all'estate del 1933, dopo di che s'ebbe, per quasi due anni, un marcato rallentamento del movimento ascensionale; a partire dell'estate 1935 la ripresa divenne definitiva.



Cinque anni sono passati dalla fine della depressione nel 1932, e ben raramente si riscontra nella storia dei cicli economici che una congiuntura d'ascensione abbia durato più di un quinquennio. Gli annali della Gran Bretagna non forniscono esempi d'un miglioramento negli affari che abbia continuato senza interruzione più a lungo e ben pochi esempi in tal senso possono trovarsi in altri paesi. Si può chiedersi se, basandosi sull'esperienza del passato, vi sia da attendersi che l'attuale ripresa venga presto a cessare. Naturalmente è impossibile dare una risposta precisa a questa domanda, ma può osservarsi che, per taluni riguardi fondamentali, la ripresa attuale presenta certe caratteristiche nettamente distinte che legittimano un giudizio piuttosto ottimistico della situazione quale si presenta in questo momento.

Prima di tutto, il cambiamento in meglio cominciò a epoche diversissime nei vari paesi. Solo per i paesi dell'"area della sterlina" può dirsi che il miglioramento durò già da cinque anni. Negli Stati Uniti, a parte il balzo prodotto dalla svalutazione del dollaro nel 1933 e rimasto senza seguito, la ripresa cominciò nel 1934; in Germania, grazie alle grandi spese governative, cominciò, all'incirca, alla stessa epoca. Nei paesi che aderivano al "blocco dell'oro", scarso fu il miglioramento prima dell'autunno 1936. Esiste la possibilità che il progresso, nei paesi ove la ripresa si è iniziata in ritardo, venga a sostenere in certa misura la congiuntura mondiale e ritardi il ritorno d'una depressione generale.

Va inoltre osservato che la ripresa del 1932 è avvenuta molto gradualmente, e che diversi anni trascorsero prima che il livello della produzione raggiungesse quello della precedente fase di prosperità. Quanto più profonda è stata la caduta, tanto più lungo è il successivo periodo di miglioramento; ma la ripresa non va confusa colla prosperità ed il maggior tempo occorso per riguadagnare il terreno perduto non comporta necessariamente una corrispondente abbreviazione del periodo di prosperità. Il grafico riprodotto qui sopra, mostra che solo al principio del 1936 il livello della produzione nell'insieme del mondo raggiunse quello del 1929. Durante una serie d'anni gli impianti e l'attrezzatura industriale non sono stati gran che accresciuti, tranne quelli delle industrie protette, ed il loro sviluppo fu spesso ritardato dalla diminuzione del potere d'acquisto di cui disponeva il pubblico. In generale, il miglioramento degli ultimi anni consiste nell'aver meglio sfruttato le capacità di produzione esistenti. Ciò si riscontra particolarmente nei paesi produttori di materie prime, i quali gradualmente sono riusciti ad utilizzare nella misura normale i mezzi di produzione di cui già disponevano. Si direbbe, anzi, che il fantasma della depressione sia rimasto nella mente dei produttori fino a quando essi non riuscirono a mettere in pieno esercizio gli impianti esistenti.

In quanto per prosperità s'intenda sviluppo oltre i massimi già raggiunti in passato, non si può parlare di prosperità per i paesi produttori di materie prime, i quali cominciarono ad uscire dalla depressione appena nel 1936. Anche nei paesi industrializzati dell'Europa centrale e negli Stati Uniti sembra che gli impianti e le attrezzature industriali abbiano finora ricevuto minori ampliamenti che non in precedenti periodi di ripresa dell'attività economica. Le aziende industriali hanno potuto finanziare i nuovi impianti in gran parte mediante capitali accumulati in precedenza. Le emissioni di azioni ed obbligazioni, allo scopo di procurare nuovo capitale, sono state relativamente limitate. Esse ammontarono negli Stati Uniti a 1200 milioni di dollari nel 1936, contro una media di 5000 milioni di dollari negli anni 1925—1929. Solo in due casi si nota un netto aumento degli investimenti industriali: quello delle miniere d'oro e, grazie alle ordinazioni governative, quello delle industrie interessate al riarmo. Può ritenersi che la riduzione delle scorte invendute e l'aumento dei prezzi delle materie prime industriali debbano favorire l'ampliamento degli impianti e delle attrezzature anche in altre categorie industriali, ma questo sviluppo trovasi ancora ai suoi primordi nella maggior parte dei paesi.

E' infatti particolarità dell'attuale fase di congiuntura favorevole l'assenza di alcuni caratteri tipici del periodo analogo in precedenti cicli. Per esempio, permane una disoccupazione relativamente maggiore di quella che s'ebbe nei periodi di congiuntura favorevole dei tempi passati. Può darsi che, fino ad un certo punto, la diversità sia di natura statistica, in quanto le informazioni sono

oggiorno più complete, data l'organizzazione dell'assistenza ai disoccupati. Le cifre attuali della disoccupazione superano ogni precedente: si è calcolato che, alla fine del 1936, il numero dei disoccupati in Europa e nell'America settentrionale eccedeva ancora i dodici milioni. Una delle cause dell'alta disoccupazione va riconosciuta nel più lento ritmo dello sviluppo degli impianti e delle attrezzature, cui sopra si è accennato. Soltanto nel 1936 si è constatato, in pochi paesi all'infuori dell'"area della sterlina" e della Germania, un sensibile miglioramento nelle industrie che producono macchine e materiali da costruzioni. In parecchie altre categorie di industria la domanda di operai specializzati supera l'offerta, l'insufficienza di quest'ultima essendo dovuta allo scarso numero di apprendisti durante la depressione. Purtroppo la mancanza di operai specializzati non porta sempre all'impiego d'altri operai in loro vece, e costituisce piuttosto un intralcio alla produzione industriale e quindi all'impiego d'altri operai disoccupati.

Un altro impedimento all'impiego dei disoccupati è la difficoltà di far passare gli operai da un genere di lavoro ad un altro e da una zona industriale ad un'altra. Di regola, è più facile accogliere nell'industria nuove reclute provenienti dall'agricoltura (figli di piccoli coloni o lavoratori agricoli) che non attrarre disoccupati dalle zone più depresse. Dal 1933 al 1936 il numero dei lavoratori agricoli nel Regno Unito diminuì da 714.000 a 640.000, cioè di 74.000, mentre, negli stessi anni, 50.000 emigranti affluirono nel Regno Unito dallo Stato Libero Irlandese; questi nuovi arrivati trovarono lavoro, nonostante il fatto che in parecchie categorie industriali la disoccupazione rimaneva eccezionalmente alta.

Va notato, inoltre, che in parecchi paesi la più alta percentuale di disoccupazione si riscontra nelle industrie d'esportazione. Ora, quando il reddito della categoria dei lavoratori addetti a queste industrie viene ridotto, diminuisce il loro potere d'acquisto di merci e servizi e pertanto la disoccupazione in questa categoria colpisce le altre professioni. In due paesi nei quali la disoccupazione è praticamente scomparsa, la Finlandia e la Svezia, il commercio d'esportazione non soltanto ha raggiunto, ma ha sorpassato il massimo livello del 1929; questi due paesi hanno avuto la fortuna di trovarsi di fronte ad una forte domanda dei prodotti che essi sono in grado di fornire, cioè la pasta di legno, la carta, il legname e, nel caso della Svezia, il minerale di ferro.

Attualmente non può attendersi maggior impulso al riassorbimento dei disoccupati di quello che può provenire da una ripresa del commercio internazionale. Il grafico riprodotto più addietro permette di rilevare che il volume fisico del commercio internazionale è tutt'ora di 10% inferiore al livello del 1929. Nei precedenti periodi di congiuntura favorevole fu il commercio internazionale a dare il segnale del miglioramento; oggi esso resta indietro. La situazione attuale può caratterizzarsi come una serie di congiunture favorevoli nazionali

non ancora generalizzate così da costituire nell'insieme una congiuntura favorevole mondiale.

Date tali circostanze, rare sono state le occasioni propizie a investimenti internazionali. Le difficoltà provate dai paesi debitori nel far fronte alle loro obbligazioni hanno agito da freno ai nuovi investimenti e scarso allettamento v'è stato ad intraprendere nuovi investimenti industriali, finchè gli impianti esistenti nei paesi produttori di materie prime non fossero utilizzati in pieno. Ad eccezione dell'aumento nell'industria aurifera, di regola non vi sono state possibilità di investimenti redditizi in nuove imprese d'oltremare. Tuttavia, forti capitali hanno trovato collocamento sui mercati esteri in azioni di società già esistenti, grazie all'attrattiva dei rialzi in borsa verificatisi dopo la depressione. Nel biennio 1935/1936 il risparmio estero investì complessivamente più di 900 milioni di dollari in titoli americani ed oltre 300 milioni di dollari in titoli non americani, acquistati però negli Stati Uniti. Queste operazioni si risolvono in un trasferimento della proprietà dei capitali, ma non nella trasformazione di capitali in nuovi prodotti industriali e non ne risulta quello sviluppo del commercio internazionale che s'avrebbe, se riprendessero i prestiti di capitali esteri a nuove imprese.

Analoga evoluzione si è verificata internamente in taluni paesi, come per esempio sul mercato britannico, dove si sono avute trasformazioni di aziende private in anonime per azioni. In questi casi, il capitale sottoscritto dal pubblico viene incassato da coloro che hanno posto in vendita le aziende, e questi ultimi, a loro turno, debbono trovare un nuovo investimento. Pertanto, nei paesi ove è ritornata la fiducia nella moneta, si riscontra la presenza d'una grande massa di capitali in cerca di investimento; un importante indizio rivelatore di questa situazione è il grande volume dei premi incassati dalle compagnie di assicurazioni, volume che in taluni paesi supera ogni precedente. Sui mercati britannico, americano e qualche altro, sembra doversi attribuire a questa immensa quantità di denaro che pesa sui mercati la spiegazione dei bassi tassi d'interesse che si mantengono in questi anni di ripresa industriale, nonostante l'aumento dei prezzi delle merci.

Negli ultimi mesi scorsi si è verificato un certo rialzo dei tassi, sia sui fondi liquidi, sia sui capitali a lungo termine a Nuova York, ed anche sui capitali a lungo termine a Londra. Ma il tono generale di questi mercati continua ad essere quello del denaro a buon mercato e dei prezzi relativamente alti per i titoli. Dato che, in tempo di depressione, l'offerta di risparmio è importante rispetto alla possibilità di investimento, è naturale che i tassi d'interesse diminuiscano; quando invece, negli impianti industriali esistenti, sta per sparire il margine di capacità di produzione non utilizzata e le scorte invendute sono ridotte al minimo, giunge il momento di ampliare gli impianti

e la domanda di credito a lungo ed a breve termine che si manifesta allora viene ad essere naturalmente uno dei fattori principali che influiscono sui tassi d'interesse. Inoltre, il prezzo pagato per l'uso del capitale tende a ricollegarsi al reddito che può fruttare l'attività industriale. Le statistiche raccolte nella Gran Bretagna mostrano in quale misura siano aumentati i redditi negli ultimi anni: per l'insieme delle aziende dalle quali si sono ottenute informazioni, gli utili rappresentarono, nel 1932/1933, 5,9% del capitale versato, e, nel 1935/1936, 9,4%; successivamente vi è stato un ulteriore aumento.

Vi è attualmente il pericolo che gli utili vengano gonfiati da fattori di carattere temporaneo e che questa momentanea capacità di rendimento finanziario venga capitalizzata in base ad un tasso d'interesse troppo basso. Nei periodi di espansione la capacità di rendimento finanziario delle imprese industriali viene generalmente sopravvalutata. Nella presente congiuntura vi sono almeno due ulteriori fattori di cui occorre tener conto. Il primo è l'enorme aumento delle spese per il riarmo, aumento che, presumibilmente, non rimarrà come elemento permanente dell'economia mondiale; l'altro è il rialzo generale dei prezzi il quale, se certamente dipende dalla congiuntura economica favorevole e dalla politica di riarmo, può anche riflettere un movimento secolare causato dall'accresciuta produzione dell'oro. Il rialzo dei prezzi, finchè dura, comporta maggiori utili, sia reali sia nominali. Taluni elementi che entrano nella formazione dei costi seguono generalmente con ritardo il movimento di rialzo dei prezzi; inoltre le aziende industriali spesso trascurano nei loro calcoli il fatto che il costo di sostituzione dei materiali va aumentando e che, pertanto, una parte dell'eccedenza dei prezzi di vendita rispetto ai costi di produzioni dovrebbe essere riguardata, non come profitto, ma come riserva da accantonare per mantenere intatto il capitale.

Le attuali aliquote delle imposte hanno indubbiamente un'influenza moderatrice sugli utili, ma quando i prezzi tendono a salire ed i governi spendono più delle loro entrate ordinarie, le alte aliquote fiscali perdono efficacia come correttivo di un malsano sviluppo dell'attività economica. Sorge spontaneamente la domanda, se si debba apportare qualche cambiamento alle condizioni generali del credito. Nell'ambiente bancario s'usa regolarmente selezionare gli scopi per i quali i crediti possono venire concessi, e maggior prudenza viene generalmente esercitata oggigiorno allo scopo di impedire la concessione di crediti per scopi speculativi; ma grandi disponibilità liquide restano nelle mani del pubblico e delle aziende private, e su di esse non può esercitarsi un controllo selettivo del credito. In alcuni mercati sono state prese misure tendenti a ridurre la pleora delle disponibilità liquide: obbligo per le banche commerciali di mantenere riserve più elevate presso la banca centrale (Stati Uniti); manovra d'un Fondo per i cambi (Inghilterra), o altre operazioni sul mercato libero (emissione di "Solawechsel" in Germania, vendita di titoli di Stato da parte della Banca Centrale in Argentina).

Alla conferenza di Londra nel 1933 vennero enunciati alcuni principii di politica monetaria, tra i quali sembra opportuno ricordare la decisione seguente che si riferisce particolarmente alla disciplina del credito: le banche centrali "dovrebbero cercare di adattare, nella misura in cui la loro funzione pubblica lo permette, le loro norme di disciplina del credito in relazione alle tendenze che eventualmente si manifestassero verso modificazioni non inevitabili nella situazione dell'attività economica generale. In presenza d'una espansione dell'attività generale, la quale per chiari segni non possa mantenersi permanentemente, le banche centrali dovrebbero interpretare in senso restrittivo le direttive di politica creditizia che esse avranno ritenuto opportuno di adottare in relazione alla situazione dei rispettivi paesi. Per l'incontro, un ingiustificabile rallentamento dell'attività economica generale del mondo dovrebbe indurle a dare a tali direttive un'interpretazione più larga".

Volendo giudicare se l'attuale espansione dell'attività economica presenti chiari segni di non potersi mantenere permanentemente, va osservato che, nella maggior parte dei paesi, il progresso è consistito finora nella migliore utilizzazione dell'esistente capacità di produzione. Ma il movimento ascensionale si è recentemente accelerato e va studiato attentamente. Se si riscontra un aumento della domanda effettiva di capitali, l'adeguamento dei tassi d'interesse ad un livello superiore non dovrebbe affatto tradursi nel ritardo d'un sano progresso economico, bensì contribuire ad assicurare che lo sviluppo industriale sia effettuato sulla base d'un corretto calcolo dei costi reali. Una delle difficoltà nella situazione presente sta nel fatto che, in taluni paesi, dove la fiducia manca o altri elementi perturbatori predominano, i tassi d'interesse sono rimasti alti e devono venire abbassati. Questo può dirsi anche di parecchie obbligazioni internazionali. Dovrebbersi perciò, al contempo, rialzare i tassi in certe direzioni e continuare gli sforzi per ridurli in certe altre.

Negli anni della depressione gli obiettivi principali della politica monetaria sono stati: da un lato, favorire, nella misura consentita dalle condizioni di ciascun mercato, l'adeguamento dei tassi d'interesse verso il basso; dall'altro, ripristinare rapporti ordinati nelle relazioni monetarie internazionali, mercè il rafforzamento della stabilità dei cambi e l'abolizione progressiva delle restrizioni cui soggiacciono. Considerando l'insieme dei paesi, questi obiettivi sono stati raggiunti soltanto in parte e già nuovi problemi sorgono dalle mutate condizioni economiche. Un elemento importante nella presente situazione monetaria è la politica finanziaria dei vari governi. Inevitabilmente i governi, al giorno d'oggi, sono costretti ad occuparsi delle questioni monetarie d'attualità e ad esaminarle in contatto colle banche centrali, le quali posseggono l'attrezzatura occorrente per mettere in pratica la politica monetaria deliberata e per procurarsi il materiale d'informazione occorrente allo studio dei problemi monetari. La gestione

quotidiana dei "Fondi per i cambi", ove è stata affidata alla banca centrale, rende necessario il contatto tra governo e banca centrale. Tuttavia ben più vasti problemi, che non la gestione di questi Fondi, si impongono all'attenzione dei governi, in consultazione con le banche centrali, inquantochè diviene ognor più necessario di prevedere le ripercussioni monetarie e finanziarie dei provvedimenti di politica generale. Riordinare le finanze pubbliche ed i mercati finanziari e mantenervi l'ordine resta il compito fondamentale, e nessuna misura tecnica d'intervento nei cambi può riuscire efficace, finchè manchi l'equilibrio alla base. Nulla può essere più pericoloso che trascurare le condizioni essenziali da cui dipende il miglioramento, nella speranza che misure puramente tecniche agiscano come correttivi efficaci su una situazione non ancora in equilibrio.

Nel campo internazionale, la Banca dei Regolamenti Internazionali ha continuato a servire come organo di collegamento fra banche centrali. Mai più che ora, in un momento in cui domina ancora la massima incertezza sull'avvenire del meccanismo monetario, si è sentito il bisogno di un più stretto contatto tra le istituzioni monetarie dei differenti paesi. La Banca dei Regolamenti Internazionali ha continuato a seguire attentamente i problemi sorti nei diversi paesi e la loro interdipendenza. Il contatto personale tra i rappresentanti delle banche centrali ha permesso di assolvere lo stesso compito come negli anni precedenti: porre in grado i partecipanti alle riunioni di consultarsi collettivamente intorno ai problemi tecnici e d'altro genere, che si presentano in relazione alla situazione monetaria.

II. CAMBI, PREZZI E COMMERCIO INTERNAZIONALE.

1. I CAMBI.

Nella prima metà del 1935, il mercato britannico dapprima, parecchi mercati continentali in seguito, subirono forti tensioni dei cambi, cessate le quali, la situazione internazionale dei cambi godette di una relativa stabilità. Infatti, dopo la svalutazione della moneta belga, il 1° aprile, e di quella di Danzica, il 2 maggio 1935, i cambi di tutte le monete europee e di quasi tutte quelle d'altri paesi mantennero per oltre un anno le loro oscillazioni entro limiti ristrettissimi. Nonostante, la situazione sulla quale poggia il mercato dei cambi rimase piena di difficoltà e negli ambienti internazionali non tornò subito la fiducia nelle monete.

In Francia, la situazione risentì le conseguenze dell'evoluzione politica iniziata con le elezioni del maggio 1936. L'esodo di capitali dal mercato francese, che fino dal 1933 si era manifestato di tanto in tanto, riprese su vasta scala e, cessato momentaneamente nell'estate del 1936, ricominciò subito, assumendo in settembre cospicue proporzioni. Queste perdite, che venivano a prodursi dopo che già in precedenza le riserve auree erano state intaccate, provocarono appassionati dibattiti nel pubblico e negli ambienti tecnici, circa l'opportunità di una svalutazione. Nella relazione presentata dal Comitato economico della Società delle Nazioni alla riunione del Consiglio il 14 settembre 1936, fu esaminata la necessità di sopprimere lo scarto fra il livello dei prezzi nella maggior parte dei paesi ancora a regime aureo, effettivo o nominale, e quello della maggior parte dei paesi che avevano deprezzato la loro moneta. Pur dichiarando non essere sua intenzione di pronunciarsi dogmaticamente in favore o contrasto al principio della svalutazione monetaria, il Comitato fece osservare che, per difendere una moneta sopravvalutata, dagli attacchi cui si trova esposta, si rende necessaria l'applicazione di tutta una serie di provvedimenti restrittivi, laddove, a suo modo di vedere, la sola politica prudente è quella che consenta libertà d'azione e, facilitando al massimo grado il giuoco delle forze economiche, renda possibile il ristabilimento di relazioni normali coll'estero. Il Comitato finanziario, al quale fu trasmesso il rapporto, ne approvò le conclusioni ed asserì essere ormai chiaramente dimostrato dall'esperienza degli ultimi anni che esistono dei limiti ai risultati che è possibile conseguire, nel tentativo di restaurare l'equilibrio all'interno mediante la deflazione (riduzione dei costi).

Come si apprese più tardi — il segreto essendo stato mantenuto accuratamente — già da qualche tempo il Governo francese stava discutendo coi governi

degli Stati Uniti e del Regno Unito intorno agli accordi da prendersi per il caso di un cambiamento del valore del franco francese e il 25 settembre 1936, a cinque anni e quattro giorni di distanza dalla data della sospensione, nel 1931, del regime aureo nella Gran Bretagna, il Governo francese annunciò il suo intendimento di proporre al Parlamento l'adattamento del valore del franco. Tale annuncio fu fatto in una dichiarazione, il testo della quale è riportato all'allegato VII, ove pure trovansi riprodotte le dichiarazioni fatte simultaneamente dai governi britannico e americano, le quali, insieme colla dichiarazione francese, costituiscono il cosiddetto "Accordo tripartito".

Ciò che di più notevole è da rilevarsi in tali dichiarazioni è il fatto che l'adattamento del franco francese risultò gradito agli altri due governi, i quali non lo considerarono come un regresso nella collaborazione, bensì come un provvedimento inteso a gettare fondazioni più solide su cui basare la stabilità delle relazioni economiche internazionali. In aderenza a tale atteggiamento, i governi del Regno Unito e degli Stati Uniti non soltanto si astennero da misure di ritorsione in risposta all'azione del Governo francese, ma si unirono a quest'ultimo nel dichiarare il loro intendimento di continuare ad adoperare i mezzi a loro disposizione atti ad evitare, per quanto possibile, che dal progettato adattamento del franco francese risultasse in alcun modo perturbata la base dei cambi esteri e si dichiararono, inoltre, disposti ad organizzare consultazioni ogniqualevolta necessarie. Sebbene i mezzi disponibili non furono messi in comune, fu chiaramente detto però che si sarebbero compiuti degli sforzi intesi a mantenere in condizioni normali i mercati dei cambi. Inoltre, i tre Governi misero in grande rilievo l'importanza da essi attribuita allo sviluppo del commercio internazionale e particolarmente alle iniziative da prendersi per allargare progressivamente i contingenti e alleggerire il controllo dei cambi fino a completa abolizione. Infine, gli altri paesi furono invitati a cooperare e fu espressa la speranza che nessuno d'essi deprezzerebbe la sua moneta al fine di procurarsi, a scopo di concorrenza, irragionevoli vantaggi di cambio, i quali contrasterebbero cogli sforzi fatti per restaurare un sistema più stabile di relazioni economiche. V'è qui implicata la distinzione fra un ritocco della moneta destinato a riportare le relazioni economiche internazionali su base più stabile e la riduzione del valore di cambio della moneta in tal misura, da potersi considerare come un deliberato deprezzamento a scopo di concorrenza.

Il 1° ottobre 1936, sei giorni dopo la pubblicazione dell'Accordo tripartito, una nuova legge monetaria in Francia sopprime l'obbligo della Banca di Francia di consegnare oro in cambio dei suoi biglietti e decretò la svalutazione del franco entro limiti che rappresentano 25,19 e 34,35% della parità fino allora esistente. Tale margine sembra esser stato previsto allo scopo di mettere le autorità monetarie francesi in grado di adattare il valore del franco alle mutevoli

esigenze della situazione. Il Governo degli Stati Uniti ha tuttora la facoltà di modificare il contenuto aureo del dollaro entro i limiti di 50 e 60% dell'antico valore, mentre le autorità britanniche godono piena libertà nei riguardi del valore di cambio della sterlina.

Al momento dell'adattamento del franco, le riserve auree della Banca di Francia ammontavano a 50.218 milioni di franchi, i quali, rivalutati in base ad un deprezzamento di 25,2%, lasciarono un utile contabile di circa 17 miliardi di franchi. Su questo utile circa 7 miliardi furono passati a credito dei conti del Tesoro e 10 miliardi assegnati ad un Fondo di stabilizzazione dei cambi, istituito al fine di regolare i rapporti fra il franco e le monete estere e mantenere entro i limiti fissati la parità del franco rispetto all'oro. Fu anche assegnato al Fondo l'oro che, in obbedienza alla nuova legge monetaria, erano tenuti a cedere, all'antica parità del franco, tutte le persone o enti domiciliati in Francia, i quali, alla data del 26 settembre 1936, si fossero trovati in possesso di oro in barre o in monete. Fu proibita l'esportazione e l'importazione dell'oro senza l'autorizzazione della Banca di Francia e tale autorizzazione fu anche prescritta per le operazioni su oro.

Posteriormente alla pubblicazione dell'Accordo tripartito furono presi provvedimenti monetari nei seguenti paesi:

In Svizzera, il Consiglio federale annunciò il 26 settembre 1936 la decisione di modificare il valore del franco e un decreto del giorno successivo esentò la Banca nazionale svizzera dall'obbligo di consegnare oro o valuta aurea in cambio dei suoi biglietti; d'altra parte fu mantenuto l'obbligo per la Banca di tenere la copertura aurea della sua circolazione al livello di almeno 40%. Fu parimenti fatto obbligo alla Banca di mantenere il contenuto aureo del franco entro i limiti di 215 e 190 milligrammi d'oro fino, i quali corrispondono rispettivamente a svalutazioni di 25,94 e 34,56% dell'antico peso d'oro. La Banca ha ricevuto inoltre dal Consiglio federale speciali istruzioni di mantenere il franco a un livello approssimativamente inferiore del 30% all'antica parità e di accantonare in un conto speciale l'utile contabile proveniente dalla rivalutazione delle sue riserve auree, calcolata in base ad una svalutazione di 25,94%. Il 26 settembre 1936 le riserve auree della Banca nazionale ammontavano a 1537 milioni di franchi, i quali, rivalutati in 2075 milioni di nuovi franchi, diedero un utile contabile di 538 milioni.

Nei Paesi Bassi, fu promulgato, il 26 settembre 1936, un decreto Reale istituente il divieto d'esportazione dell'oro in monete e in verghe; questo decreto fu convertito in legge il 30 settembre 1936. Altra legge della stessa data istituì un Fondo di perequazione dei cambi destinato ad intervenire sul mercato, mediante acquisti o vendite di cambi, effetti sull'estero e oro. Il ministro delle

Finanze fu autorizzato a concedere anticipazioni al Fondo fino al limite di 300 milioni di fiorini, procurandosi i fondi occorrenti mediante vendita di buoni del Tesoro, ovvero mediante anticipazioni contro deposito di tali buoni. Pertanto, mentre in Francia e in Svizzera i Fondi per i cambi, sull'esempio degli Stati Uniti, ricevettero dotazioni provenienti dall'utile della rivalutazione delle riserve auree delle banche centrali, nei Paesi Bassi alla dotazione del Fondo per i Cambi fu provveduto seguendo l'esempio inglese, cioè mediante l'emissione di buoni del Tesoro. Nei Paesi Bassi non fu previsto alcun margine di svalutazione e gli interventi del Fondo sul mercato si ispirarono al criterio di lasciar fluttuare i cambi del fiorino sotto l'influenza dei movimenti dei capitali. Nelle Indie orientali olandesi fu parimenti sospeso il regime aureo ed il Governo dichiarò che l'antica parità della moneta locale rispetto a quella della madre patria verrebbe mantenuta.

In Lettonia, per decisione del Consiglio di Gabinetto del 28 settembre 1936, il lat, che era stato fino a quel momento mantenuto alla pari col franco svizzero oro, fu svalutato e collegato alla sterlina, al cambio fisso di 25,22 lat per sterlina, che era quello esistente prima del 21 settembre 1931; tale modificazione rappresenta una svalutazione di circa 40 %. Al tempo stesso le riserve auree della Latvijas Banka furono rivalutate in base ai cambi medi quotati alla borsa di Riga il 28 e il 29 settembre 1936 e l'utile contabile che ne risultò fu assegnato a un Fondo di stabilizzazione dei cambi.

In Italia, con Regio decreto-legge del 5 ottobre 1936, il valore della lira fu fissato a 4,677 grammi d'oro fino per 100 lire, ciò che rappresenta una svalutazione di 40,94 % (eguale cioè a quella del dollaro degli Stati Uniti rispetto alla precedente parità) con riserva di una possibile ulteriore svalutazione entro un margine di 10 %. La Banca d'Italia fu autorizzata a rivalutare le sue riserve in oro e cambi esteri in base al nuovo valore della lira, trasferendo allo Stato l'utile risultante dalla rivalutazione.

In Cecoslovacchia, una legge del 9 ottobre 1936 fissò il valore della corona entro i limiti di 32,21 e 30,21 milligrammi di oro fino, ciò che rappresenta una svalutazione tra 13,3 e 18,7 %, rispetto alla parità preesistente, e tra 27,7 e 32,2 %, rispetto all'antica parità del 1929. Il Governo fu autorizzato a fissare per decreto, entro questi limiti, il valore preciso della corona rispetto all'oro ed il giorno stesso il contenuto aureo fu fissato a 31,21 milligrammi di oro fino, ciò che rappresenta una svalutazione di 30 % rispetto alla parità del 1929. Le riserve d'oro e di cambi esteri della Banca nazionale furono rivalutate provvisoriamente sulla base del limite superiore del valore della corona. L'utile contabile che ne risultò fu accreditato allo Stato, ma da esso lasciato in deposito permanente alla Banca nazionale per consentirle di disimpegnare l'obbligo impostole di mantenere stabile il valore di cambio della corona.

Oltre questi provvedimenti più importanti che si riferiscono a sette paesi, altri cambiamenti monetari ebbero luogo a seguito della pubblicazione dell'Accordo tripartito.

In Turchia, il 28 settembre 1936 il Governo sostituì la sterlina al franco francese, come base dell'unità monetaria. I corsi furono stabiliti in lire turche 6,35 all'acquisto e lire turche 6,38 alla vendita contro sterline, ciò che rappresenta un leggero ritocco rispetto ai corsi preesistenti.

In Grecia, il 29 settembre 1936 la Banca di Grecia, d'accordo col Governo, decise di collegare la moneta alla sterlina anzichè mantenere, come in precedenza, un cambio stabile rispetto al franco francese. Spettò al Governatore della Banca di fissare il prezzo d'acquisto della sterlina, entro un minimo di 540 e un massimo di 550 dracme; fu deciso di fissare il prezzo d'acquisto a 546 e il prezzo di vendita a 550 dracme per sterlina, contro circa 540 in precedenza.

Nella U. R. S. S., fu deciso di mantenere il collegamento col franco francese, ma il cambio, che nel febbraio 1936 era stato fissato a 3 franchi per rublo, fu portato a 4,25 franchi per rublo.

In Romania, un decreto Reale del 6 novembre 1936, riferendosi all'autorizzazione concessa alla Banca nazionale, il 27 giugno dello stesso anno, di pagare sull'oro fino un premio di 38 ⁰/₁₀₀, impose la rivalutazione delle riserve auree della Banca in base a tale premio e l'impiego dell'utile contabile risultante dalla rivalutazione nei modi previsti da una convenzione tra lo Stato e la Banca nazionale. Il saldo di tale utile, rimasto a disposizione dello Stato dopo l'assegnazione di somme varie per riserve speciali e rimborsi, fu destinato ad essere utilizzato esclusivamente per spese militari straordinarie.

Ove si confrontino i cambiamenti monetari dell'autunno 1936 con l'ondata di svalutazione che si rovesciò sul mondo nell'autunno 1931, si noteranno differenze assai importanti. Nel 1931, quando fu sospeso il regime aureo nella Gran Bretagna e in parecchi altri paesi, si abbandonò in generale la moneta alla ricerca del proprio livello naturale sui mercati dei cambi e ben poco sostegno furono in grado di prestare ai cambi le già smagrite riserve delle banche centrali. Seguì un periodo di fluttuazioni dei cambi spesso violente, che soltanto gradualmente si riuscì a dominare. Invece nel 1936 si provvide in quasi ogni caso a mantenere i cambi ad un determinato livello, ovvero entro certi limiti e si istituirono Fondi speciali o altri meccanismi destinati a impedire eccessive fluttuazioni.

Allo scopo di promuovere una cooperazione effettiva fra le autorità monetarie dei paesi che avevano aderito all'Accordo tripartito, furono concordate

speciali disposizioni tecniche, grazie alle quali gli enti competenti negli Stati Uniti, nella Gran Bretagna e in Francia possono procurarsi, ciascuno sugli altri due mercati, oro in cambio di divisa. Il Segretario del Tesoro degli Stati Uniti annunciò il 13 ottobre 1936 che, salvo disdetta con ventiquattro ore di preavviso, la Tesoreria venderebbe oro per immediata spedizione, o accantonamento, per conto di quei Fondi per i cambi d'altri paesi, i quali reciprocamente fossero disposti a cedere oro agli Stati Uniti, a condizione tuttavia che l'oro fosse da loro offerto a prezzi e condizioni ritenuti dal Segretario del Tesoro vantaggiosi nell'interesse pubblico. Il Segretario avisò che avrebbe indicato giornalmente i nomi dei paesi presentanti i detti requisiti ed il giorno stesso egli indicò la Gran Bretagna e la Francia. Anche la Tesoreria britannica ed il Ministero delle Finanze in Francia pubblicarono dichiarazioni relative agli accordi presi per tale cooperazione giorno per giorno.

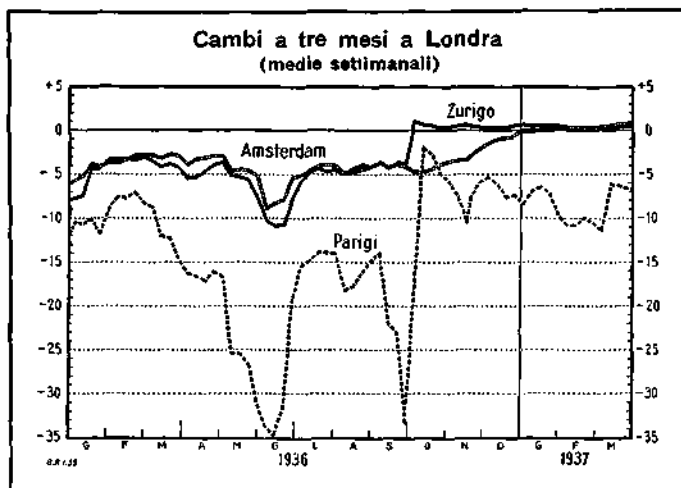
Fino dal 26 settembre 1936 il Governo belga aveva aderito ai principi dell'Accordo tripartito e il 21 novembre anche i governi svizzero e olandese annunziarono la loro adesione. Tre giorni dopo il Segretario della Tesoreria degli Stati Uniti aggiunse il Belgio, i Paesi Bassi e la Svizzera all'elenco dei paesi presentanti requisiti per ottenere oro dalla Tesoreria americana; anche la Tesoreria britannica e il Ministero delle Finanze in Francia resero noto che i detti tre paesi avevano aderito all'accordo.

I vari accordi surricordati resero possibile alle autorità monetarie dei sei paesi aderenti ai principii dell'Accordo tripartito di scambiarsi facilitazioni di carattere tecnico per la conversione delle rispettive valute in oro. Gli Stati Uniti, il Belgio e la Svizzera hanno reso noto il prezzo in moneta nazionale, al quale, per il momento, comprano e vendono oro; gli altri paesi non hanno finora determinato prezzi per l'oro. Le autorità monetarie dei paesi che non hanno aderito all'Accordo tripartito non posseggono lo stesso diritto chiaramente definito di ottenere oro contro valuta, all'infuori degli accordi che possono venir stipulati in relazione a singole operazioni. Per tali paesi rimane possibile ottenere oro soltanto in cambio di belga, inquantochè la Banca nazionale del Belgio ha l'obbligo di riprendere i suoi biglietti contro oro, il quale può essere esportato, ovvero in cambio di sterline, inquantochè l'oro può acquistarsi al prezzo corrente sul mercato di Londra, nei limiti delle quantità disponibili.

Se un numero maggiore di paesi aderisse all'Accordo tripartito, ne risulterebbe un notevole vantaggio nelle relazioni monetarie internazionali, soprattutto perchè l'oro viene sempre più usato come mezzo per saldare le differenze di cambio. Il maggiore uso che viene fatto presentemente dell'oro è dovuto, in parte, al fatto che le banche centrali e i Fondi per i cambi (al di fuori dell'"area della sterlina") hanno assottigliato le loro scorte di cambi; in parte, alle minori possibilità che s'offrono agli arbitraggisti privati, ora che i mercati dei

cambi sono dominati dagli interventi delle autorità monetarie; in parte, infine, alla riduzione, avvenuta almento in certi paesi, del volume totale dei crediti commerciali e altri consentiti a mercati esteri. Si stanno ora sviluppando dei metodi che differiscono da quelli che si usavano una volta nella tecnica del regime aureo o di cambio aureo. Il nuovo sistema può definirsi come basato su movimenti quotidiani dell'oro decisi dalle autorità monetarie. Nello scorso esercizio il volume delle operazioni in oro che la Banca dei Regolamenti Internazionali ha effettuato per conto dei suoi clienti, ha subito un grande aumento, superiore a quello d'ogni esercizio precedente.

Durante l'anno sono continuati su larga scala i trasferimenti di capitali da un mercato all'altro e gli effetti di questi movimenti hanno ancora una volta occultato le variazioni stagionali e consimili. Un'indicazione della direzione che prendono i movimenti di capitali e della loro ampiezza è spesso fornita dai cambi a termine, quando i cambi a pronti si mantengono più o meno rigidamente immobili. Nel 1936, le quotazioni per i cambi a consegna hanno riflettuto la sfiducia nell'avvenire delle monete sottoposte a tensioni. Lo sconto sul franco francese a tre mesi raggiunse l'alta cifra di circa 35% (all'anno) verso la metà di giugno e la seconda metà di settembre 1936.



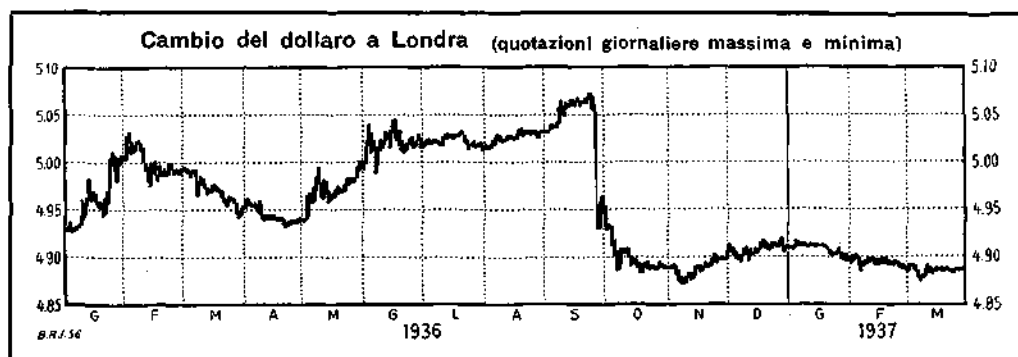
Così alte quotazioni si spiegano in parte col fatto che, sforzandosi le banche centrali di limitare le possibilità di esportazione di capitali mediante contratti a termine, scarseggiarono le somme disponibili sui mercati a termine. Naturalmente i tassi elevati ostacolarono i veri affari commerciali e in taluni casi si dovette

ricorrere ad accordi speciali per venire incontro ai bisogni autentici del commercio. Anche dopo la svalutazione, il franco francese a termine continuò a subire forti sconti, mentre i tassi a termine per il franco svizzero e il fiorino olandese si mantennero entro limiti ristretti. Dopo l'abbandono del regime aureo in Olanda, i cambi a pronti del fiorino rifletterono le variazioni nel movimento di rimpatrio dei capitali olandesi. Nell'ultimo trimestre del 1936 il cambio del fiorino contro il dollaro oscillò fra un deprezzamento massimo di 22,67%, il 5 ottobre, e un deprezzamento minimo di 19,54½%, durante parecchie giornate del dicembre.

Dopo la sospensione del regime aureo in Francia, Svizzera e Olanda non v'è più un paese, tranne l'Albania, che ad uno stesso tempo sia privo di restrizioni dei cambi e mantenga la moneta collegata all'oro alla stessa parità che aveva prima della depressione. Fra i paesi nei quali vigono restrizioni dei cambi, la Germania, la Polonia e la Lituania non hanno modificata la definizione della loro moneta e, negli accordi di compensazione stipulati dai detti paesi, la parità monetaria è presa come base per il regolamento dei conti. La Germania ha ammesse talune eccezioni in virtù di accordi speciali, per la maggior parte con paesi d'oltremare, ma l'ambito di queste eccezioni è stato ristretto recentemente per effetto di un decreto del febbraio 1937. Il "marco registrato", utilizzabile per scopo turistico, fu quotato nel 1936 con uno sconto che oscillò dal 40 al 56%. In Italia, la lira viene messa a disposizione dei turisti ad un prezzo di circa 10% inferiore al corso ufficiale.

In Polonia furono istituite restrizioni dei cambi nella primavera del 1936 e in parecchi paesi, i quali mantennero il controllo sui cambi già istituito in precedenza, tra l'altro in Germania, Grecia, Ungheria e Jugoslavia, i metodi sono stati perfezionati e le misure prese per impedire contrabbandi ed evasioni sono più severe. A causa della guerra civile, il valore della peseta spagnola è caduto rapidamente. Il 2 agosto 1936 fu proclamata la moratoria dei debiti e s'incontrano grandi difficoltà per i molti problemi che sorgono dall'impossibilità di eseguire i contratti e di far fronte alle obbligazioni alla scadenza.

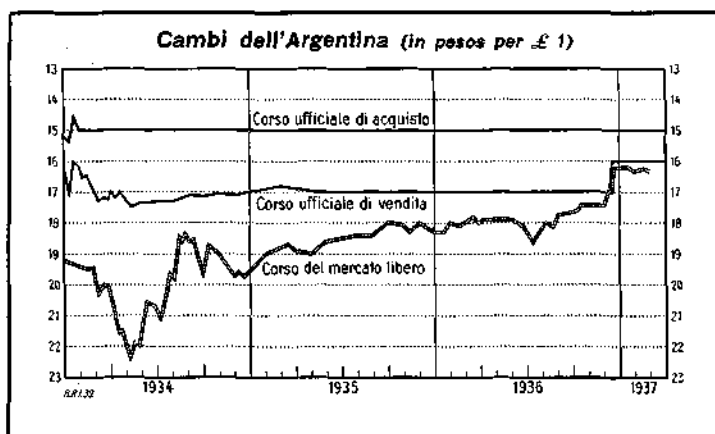
Il grafico seguente raffigura il corso del dollaro a Londra a partire dal principio del 1936.



Fra i corsi massimo e minimo v'è una differenza di 4%. Il 25 settembre 1936, per effetto dell'afflusso di capitali evasi dalla Francia, il cambio della sterlina salì a \$ 5,06, poi ricadde a \$ 4,93 il 28 settembre e a \$ 4,87 al principio di novembre. Le oscillazioni del cambio sono state piccolissime, fino all'aprile 1937, quando si manifestarono alcune più forti fluttuazioni.

Come indicato più sopra, la Lettonia, la Grecia e la Turchia sono entrate a far parte dell'"area della sterlina" e nell'autunno del 1936 anche la moneta

dell'Uruguay fu collegata alla sterlina. Il "peso libero" dell'Argentina ha aumentato di valore nel corso dell'anno e, nel dicembre 1936, il corso ufficiale alla vendita fu abbassato da 17 a 16 pesos per lira sterlina, lasciandosi invariato a 15 pesos il corso ufficiale all'acquisto. Questo cambiamento riflette un net-



to miglioramento del commercio d'esportazione e del bilancio dello Stato. In generale, i paesi sudamericani hanno subito una benefica influenza dall'aumento del prezzo delle materie prime. La moneta brasiliana aumentò in valore di 10% nello spazio del

1936; il 15 ottobre la moneta fu collegata al dollaro e furono stabilite condizioni più normali sul mercato dei cambi.

Il Perù e il Venezuela restano i soli due paesi sudamericani nei quali non vi sia controllo dei cambi, ma negli altri paesi le restrizioni esistenti sono state generalmente applicate con minor rigore nel 1936 e ne è risultato più facile il trasferimento di capitali. Nel Cile, i cambi occorrenti per l'importazione dei prodotti qualificati come prodotti di lusso non possono ottenersi che sotto certe condizioni e ad un premio di 35% sul cambio ordinario, ma, a parte ciò, i cambi sono rimasti generalmente stabili.

La moneta giapponese subì la sfavorevole influenza dell'aumento dei prezzi delle materie prime importate (dopo l'abbandono del regime aureo nel 1931, l'andamento dei prezzi nel commercio estero è stato sfavorevole al Giappone, inquantochè in media i prezzi all'esportazione aumentarono di circa 50%, mentre quelli dei prodotti importati divennero più che doppi). Il cambio, che per quattro anni si era mantenuto a 1 scellino e 2 denari, grazie alle operazioni compiute non ufficialmente dalla Yokohama Specie Bank, diede segni di debolezza verso la fine del 1936 e nel gennaio 1937 vennero introdotte delle restrizioni dei cambi, principalmente allo scopo di impedire le importazioni di carattere semi-speculativo. Non si sono verificate esportazioni di capitali da parte dei privati, come accadde in Francia, ma i cospicui investimenti giapponesi nel Manciuoku e le forti spese militari hanno aggravato la tensione causata dall'aumento del saldo passivo nella bilancia commerciale da 15 milioni di yen nel 1935 a 135 milioni di yen nel 1936. Si è riconosciuto che il rapido rialzo dei prezzi nel

paese renderebbe seriamente pericolosa un'ulteriore svalutazione del yen. Nel gennaio 1937 fu ufficialmente riconosciuto il cambio di 1 scellino e 2 denari e il Ministero delle Finanze annunciò che il yen rimarrebbe stabilizzato a tale cambio; nel marzo e nell'aprile fu esportato dell'oro verso gli Stati Uniti. La riserva aurea della Banca del Giappone si eleva attualmente a circa 1600 milioni di yen ed ai prezzi attuali le miniere nazionali d'oro forniscono più di 100 milioni di yen all'anno. La moneta del Manciukuo, il yuan, è stata mantenuta alla pari col yen giapponese.

Dopo l'abbandono del regime dell'argento, il dollaro cinese è stato mantenuto a un valore stabile e le oscillazioni dei cambi del dollaro degli Stati Uniti e della sterlina sono state ridotte al minimo. Nel 1936, l'eccedenza di importazioni di merci diminuì considerevolmente e, se si tiene conto dell'esportazione dell'argento, si ebbe un saldo attivo.

Commercio estero della Cina nel 1936	Merci	Argento	Oro	Totale
	in milioni di dollari cinesi standard			
Esportazioni	705,7	254,3	19,1	979,1
Importazioni	941,5	4,7	1,1	947,3
Saldi	- 235,8	+ 249,6	+ 18,0	+ 31,8

Dei 254,3 milioni di dollari cinesi standard d'argento esportato, dollari 216,9 milioni, corrispondenti a 153 milioni di onces, furono introdotti negli Stati Uniti. Durante l'anno, le autorità cinesi vendettero cospicue quantità d'argento alla Tesoreria degli Stati Uniti, ma non se ne conoscono né le quantità esatte, né i prezzi. In contropartita dell'argento ceduto, le autorità cinesi ottennero dollari degli Stati Uniti, che vennero in parte convertiti in oro; queste risorse consentirono di mantenere stabile la posizione monetaria cinese. Nel maggio 1936, il Governo cinese annunciò la decisione di mantenere un'adeguata riserva di oro, argento e cambi a copertura della circolazione di biglietti, aggiungendo che la riserva d'argento rappresenterebbe almeno 25% dei biglietti in circolazione; inoltre verrebbero aumentate le riserve d'oro e cambi esteri e messi in circolazione spezzati d'argento da un dollaro e da mezzo dollaro. Inoltre furono abolite le restrizioni sull'impiego dell'argento da parte delle arti e dell'industrie. Si prevede che verso la metà del 1937 la trasformazione della Banca Centrale della Cina in una banca di riserva centrale sarà un fatto compiuto.

A parte la moneta spagnola che ha perso terreno, la posizione generale dei cambi si è mantenuta praticamente stabile dopo gli allineamenti dell'autunno 1936. L'Accordo tripartito costituì un riconoscimento del fatto che nessun

paese può alterare il valore esterno della sua moneta senza alterare la situazione relativa delle altre monete, e che le oscillazioni del cambio di una moneta, specialmente d'una importante moneta, debbono legittimamente preoccupare tutti i paesi. L'Accordo tripartito riconobbe anche che la base della stabilizzazione dei cambi deve essere l'oro e prevede accordi tecnici per istituire un meccanismo di liquidazione delle differenze di cambio.

Alla riunione del Consiglio della Banca dei Regolamenti Internazionali il 12 ottobre 1936, fu deciso di prendere nota dei vari provvedimenti istituiti e di "nuovamente attirare l'attenzione sull'urgente necessità di assicurare una stabilizzazione generale dei cambi". Una settimana prima, il Cancelliere dello Scacchiere aveva fatto le seguenti dichiarazioni:

« . . . Non vedo motivo di modificare l'opinione già espressa che, alla fine dei conti, ritorneremo probabilmente ad un regime monetario internazionale fondato sulla unica base che riscuota generale fiducia. Naturalmente, prima di ciò fare, sarà necessario premunirsi contro quelle violenti oscillazioni del valore dell'oro rispetto alle merci, che hanno cagionato tante perturbazioni negli ultimi anni. Se riusciamo in questo intento, e ciò richiede ulteriore cooperazione internazionale, personalmente non vedo che alcuna difficoltà insormontabile si opponga al ritorno a un sistema monetario basato sul libero scambio dell'oro . . . »

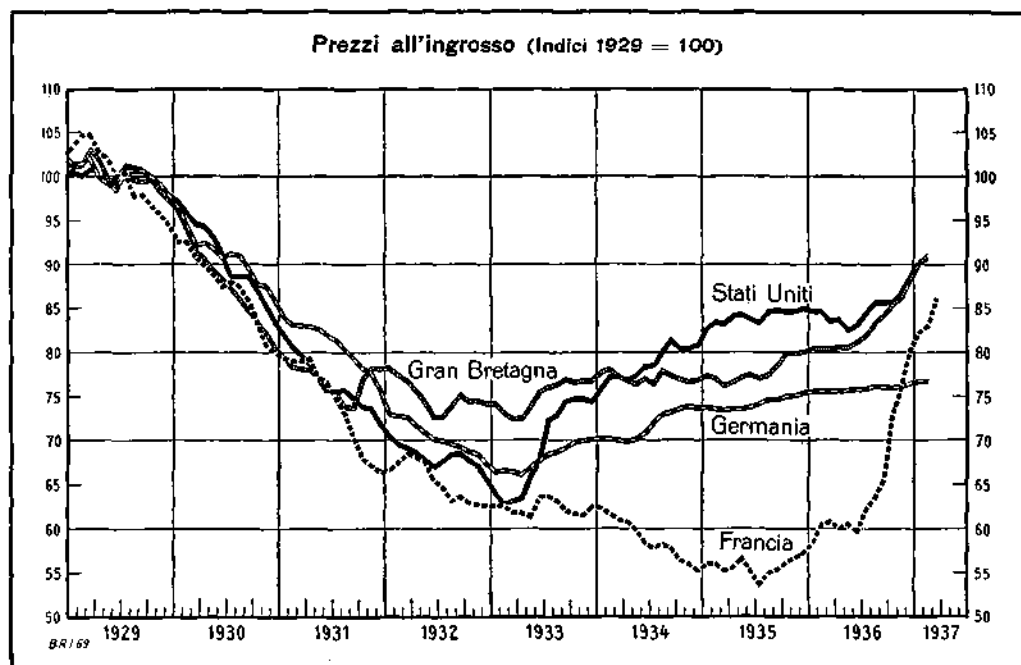
(Londra, 6 ottobre 1936)

La Banca nazionale svizzera, nella relazione annuale per il 1936, vede l'importanza dell'Accordo tripartito principalmente nel fatto di costituire una base per la collaborazione nel campo monetario. In una dichiarazione del 30 settembre, il presidente della Reichsbank avvertì tra l'altro che il Governo tedesco e la Reichsbank si asterrebbero dall'accrescere l'incertezza della situazione monetaria internazionale col modificare il valore del marco. Pur riconoscendosi gli inconvenienti del controllo dei cambi, quale viene praticato in Germania, questo sistema non potrebbe venir abolito con la svalutazione pura e semplice del marco. Il Governo tedesco si dichiarò disposto tuttavia a partecipare a qualunque momento ad efficaci negoziati internazionali i quali si proponessero di accrescere la libertà del commercio e dei pagamenti internazionali, alla condizione espressa, ben messa in rilievo nell'Accordo tripartito, di salvaguardare gli interessi nazionali.

Si può pertanto asserire che, benchè le condizioni mutino da un paese all'altro; benchè in ciascuno si attribuisca maggiore importanza ad un diverso aspetto della questione e differisca da paese a paese la precisa interpretazione delle misure prese, è indubbiamente generale il desiderio di creare una base monetaria capace di assicurare il miglior possibile equilibrio nel sistema dei cambi internazionali e di facilitare quindi lo sviluppo del commercio tra nazioni.

2. I MOVIMENTI DEI PREZZI.

Nell'anno 1936 la ripresa degli affari si è tradotta in un forte rialzo dei prezzi. Il grafico seguente mostra, nelle monete dei paesi rispettivi, l'andamento, nel periodo 1929/1937, dei prezzi all'ingrosso, tutti ricondotti su una stessa base, se riferita al 1929, in quattro grandi paesi.



Dopo la notevole ripresa dei prezzi nell'autunno del 1935, s'ebbe nel primo semestre del 1936 un periodo di relativa stabilità ed anzi alcuni prezzi diminuirono leggermente. Il movimento riprese nettamente durante l'estate. Per il commercio mondiale, l'andamento dei prezzi in Inghilterra e negli Stati Uniti è della massima importanza. Come si rileva dal grafico, nei detti due paesi il rialzo proseguì rapidamente durante tutto l'autunno e l'inverno fino al 1936. Le spese per il riarmo ingenerarono un rialzo spettacoloso dei prezzi dei metalli e di talune altre merci a mercato mondiale. L'aumento della domanda effettiva, rivelato dalle aumentate vendite al minuto, dall'aumentato reddito nazionale e dalla ripresa delle industrie che producono beni strumentali, ebbe una influenza assai più diffusa sul livello dei prezzi.

Negli Stati Uniti, il reddito nazionale (tecnicamente chiamato "income paid out") ammontò, secondo le stime del Dipartimento del commercio, a circa \$ 60 miliardi nel 1936, contro \$ 45 miliardi nel 1933 e si è avuta notizia che la distribuzione di merci ai consumatori è andata aumentando nel 1936 più rapidamente che in qualunque precedente anno di ripresa. Nella Gran Bretagna, l'aumento delle vendite al minuto dal 1935 al 1936 fu di 7%, aumento annuale relativo

più alto d'ogni altro registrato da quando, nel 1932, si cominciò a raccogliere statistiche di vendite al minuto.

L'aumento della domanda nel commercio all'ingrosso divenne in certi momenti assai grande, specialmente perchè parecchi acquirenti passarono cospicue ordinazioni a termine per premunirsi contro i prevedibili aumenti di prezzi e per assicurarsi rifornimenti adeguati al crescente volume degli affari. È degno di nota il fatto che, dopo il 1933 o il 1934, le scorte di merci hanno avuto tendenza a passare dai centri produttori ai centri consumatori. La diminuzione delle scorte visibili di materie prime, mentre aumenta la produzione delle stesse, è indizio di attività industriale, poichè quando migliorano gli affari e salgono i prezzi, gli industriali e i commercianti all'ingrosso aumentano le loro scorte. La situazione appare naturalmente più sana quando sono gli industriali che aumentano volontariamente le scorte e non i produttori di materie prime che si trovano costretti ad accumularle. Crescendo la domanda effettiva e liquidandosi le scorte, sono stati allargati generalmente i contingenti ammessi dalle intese internazionali per la produzione e l'esportazione di taluni prodotti.

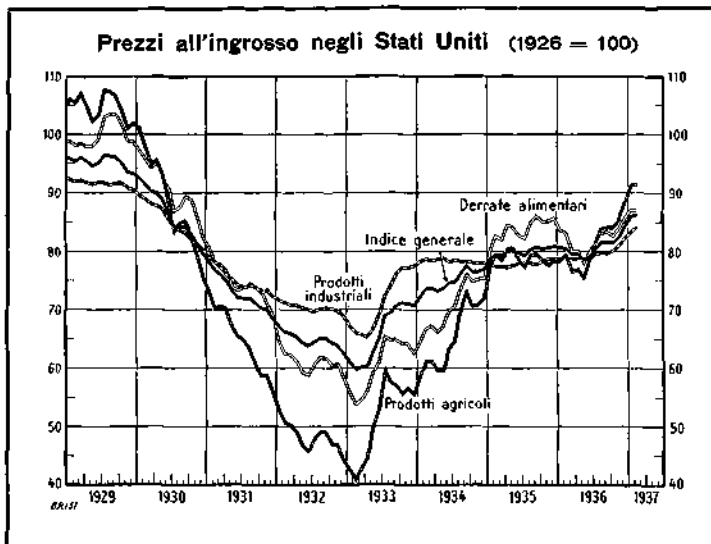
Nel ricercare le cause del rialzo dei prezzi occorre naturalmente tenere conto di tutti i fattori che influiscono sulla ripresa economica. Il deprezzamento di una moneta rispetto all'oro è uno di tali fattori, non soltanto perchè migliora la relazione fra i prezzi all'interno e quelli all'estero, ma anche per l'effetto che produce sui mercati monetari e sul volume della produzione dell'oro. È significativo che l'allineamento delle monete nell'autunno del 1936 non si sia tradotto in una svolta nella curva dei prezzi mondiali. Esso si è prodotto in un'epoca in cui i prezzi mondiali stavano salendo (e non, come quando cadde la sterlina nel bel mezzo d'un periodo di depressione eccezionalmente acuta) e fu riguardato generalmente come inteso a creare un equilibrio monetario favorevole al ravvivamento del commercio internazionale.

La tabella seguente mostra l'aumento dei prezzi britannici durante il 1936, per le singole categorie che concorrono a formare l'indice del "Board of Trade".

Prezzi all'ingrosso in Gran Bretagna (media 1930 = 100)	Dicembre 1935	Dicembre 1936	Aumento % nel 1936
Cereali	91,8	118,1	+28,6
Carri, pesce e uova	82,4	85,0	+ 3,2
Altri prodotti alimentari e tabacco	91,0	98,1	+ 7,8
Totale prodotti alimentari e tabacco	88,6	99,3	+12,1
Carbone	108,1	111,2	+ 2,9
Ferro e acciaio	102,1	110,5	+ 8,2
Metalli non ferrosi	91,7	106,6	+16,2
Cotone	88,9	94,5	+ 6,3
Lana	97,7	122,7	+25,6
Altre materie tessili	74,4	75,5	+ 1,5
Materie chimiche e oli minerali	93,6	97,1	+ 3,7
Miscellanee	87,5	97,4	+11,3
Total materie industriali e prodotti lavorati	92,9	101,6	+ 9,4
Totale generale	91,5	100,8	+10,2

Dopo la lana, sono i cereali e i metalli non ferrosi che hanno realizzato i maggiori rialzi. Per quanto riguarda i cereali, l'aumento è dovuto principalmente alla diminuzione della produzione per effetto della siccità in America e di una stagione estiva eccessivamente piovosa nella maggior parte dei paesi produttori in Europa. Per i metalli non ferrosi v'è stata grande domanda a scopo di armamento. L'aumento delle spese di riarmo ha avuto una netta ripercussione sui prezzi, che però non va esagerata: ben più importante fattore è stato l'aumento della domanda, per esempio, sul mercato americano. Circa 40% della produzione mondiale della gomma, del rame e di vari altri materiali industriali, è assorbita dal mercato americano e la situazione degli affari negli Stati Uniti è perciò di importanza primordiale per la tendenza dei prezzi.

Il grafico seguente mostra i movimenti dei prezzi delle principali categorie di merci negli Stati Uniti, a partire dal 1929.

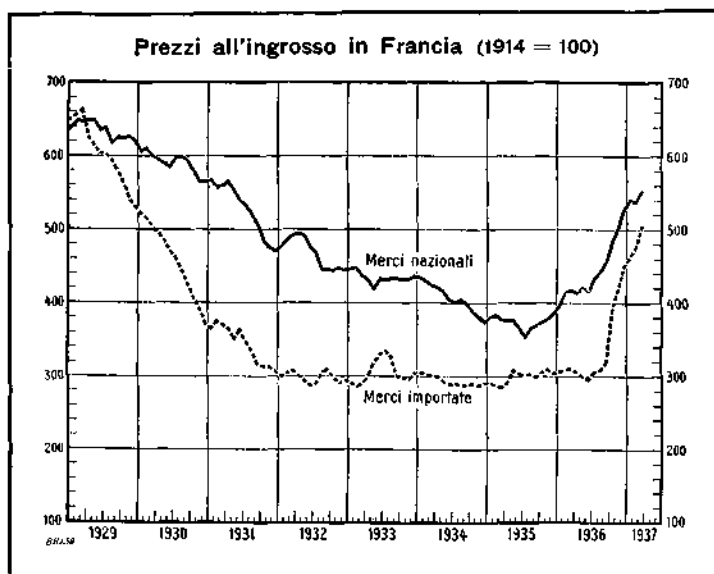


I prezzi dei prodotti industriali cominciarono a salire nell'estate del 1936 dopo esser rimasti pressochè stabili per due anni e mezzo. Il recente rialzo dei prezzi si è esteso a una larga schiera di merci, materie prime, semi-lavorati e prodotti finiti.

Tra le poche merci il cui prezzo subì una caduta nel 1936, il burro è quella che si distingue più delle altre; il suo prezzo perdette non meno di 15% sul mercato britannico, che è particolarmente importante, poichè assorbe più di due terzi di tutto il burro esportato. Recentemente il consumo in Gran Bretagna è aumentato da un anno all'altro, ma, ciò nonostante, il prezzo è andato diminuendo. In molti paesi esportatori l'esportazione del burro è stata sussidiata sotto una forma o l'altra, il che ha causato un aumento di produzione malgrado la diminuzione del prezzo. D'altra parte, il prezzo della lana è aumentato di circa 25% nel 1936; la lana fornisce l'esempio di un prodotto agricolo il cui prezzo non è stato mantenuto artificialmente durante la depressione. L'Australia, principale paese produttore, raccoglie ora il premio della severità usata negli anni di depressione, vendendo allora tutta la sua produzione senza permettere che si accumulassero scorte invendute, le quali avrebbero in avvenire depresso il mercato.

Il prezzo del cotone è leggermente aumentato durante l'anno per effetto d'un aumento della domanda e di una diminuzione della produzione degli Stati Uniti a causa della siccità. Nelle stagioni 1931/1932 e 1935/1936, la produzione mondiale si mantenne pressochè invariata a 26 $\frac{1}{4}$ milioni di balle americane, ma su questo totale il contributo americano passò da poco più di 60 a poco meno di 40 %. La diminuzione della produzione americana fu in gran parte il risultato di provvedimenti ufficiali; ma nel frattempo la produzione nel resto del mondo s'accrebbe di oltre 60 % e i prezzi migliorarono, a vantaggio di quei paesi, come il Brasile e l'Egitto, che hanno preso il posto degli Stati Uniti nella produzione mondiale.

Tra i paesi che allinearono le loro monete nell'autunno 1936, la Francia fu quello nel quale si verificò il maggiore aumento dei prezzi; ciò fu dovuto non soltanto alla svalutazione, effettuata in un momento in cui i prezzi mondiali stavano aumentando, ma anche ad una serie di provvedimenti, principalmente di carattere sociale, i quali aumentarono i costi di produzione all'interno. Il grafico mostra, separatamente per i prodotti importati e per quelli nazionali, il movimento dei prezzi dal 1929 in poi.

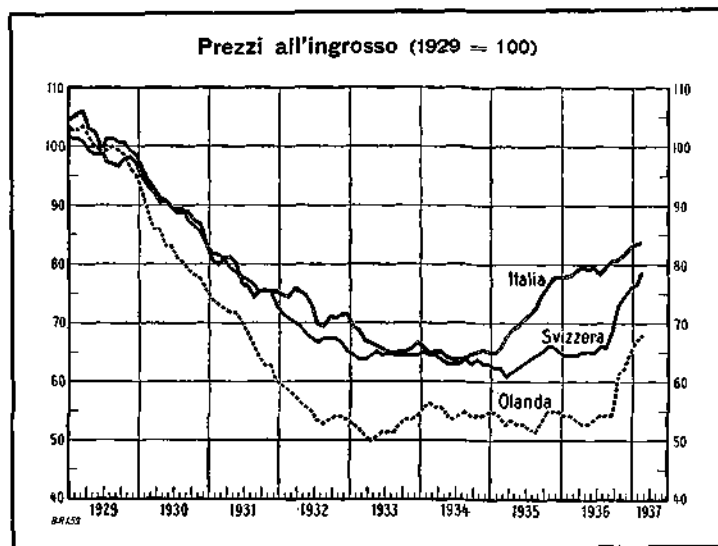


L'indice dei prezzi dei prodotti nazionali, i quali, come si vede dal grafico, salirono più rapidamente a partire dalla metà del 1935, subisce fortemente l'influenza dei prodotti agricoli.

In Olanda e in Svizzera l'aumento dei prezzi, dopo la svalutazione, è stato meno sensibile che in Francia. I prezzi in Italia

salirono rapidamente nel 1935, ma dopo la svalutazione l'aumento è stato relativamente modesto.

All'adattamento della lira si accompagnò il divieto, per due anni, di aumentare gli affitti, i canoni dell'acqua, del gas, dell'energia elettrica e le tariffe dei trasporti; inoltre, i dazi straordinari sulle materie prime furono soppressi o grandemente ridotti; in seguito furono presi provvedimenti per sorvegliare i movimenti dei prezzi di tutte le merci e di tutti i servizi. Anche in Svizzera è stata istituita una commissione dei prezzi e per certe categorie gli aumenti di



prezzi sono stati proibiti. In Germania, Italia, Polonia e altri paesi sono state prese misure sempre più severe per impedire un eccessivo aumento dei prezzi. In Germania, in relazione al piano quadriennale, è stato nominato un commissario per i prezzi col compito non soltanto di sorvegliare il costo della

vita, ma anche di soprintendere all'intero sistema nazionale dei prezzi. Per decreto sono proibiti gli aumenti dei prezzi senza speciale autorizzazione e specialmente quelli dei generi di prima necessità, quelli del commercio agricolo, quelli della produzione industriale, dei trasporti e dei servizi. Il decreto prevede anche il caso di modifiche nelle condizioni di pagamento o di consegna e l'aumento indiretto dei prezzi mediante sostituzione di materiale di qualità inferiore.

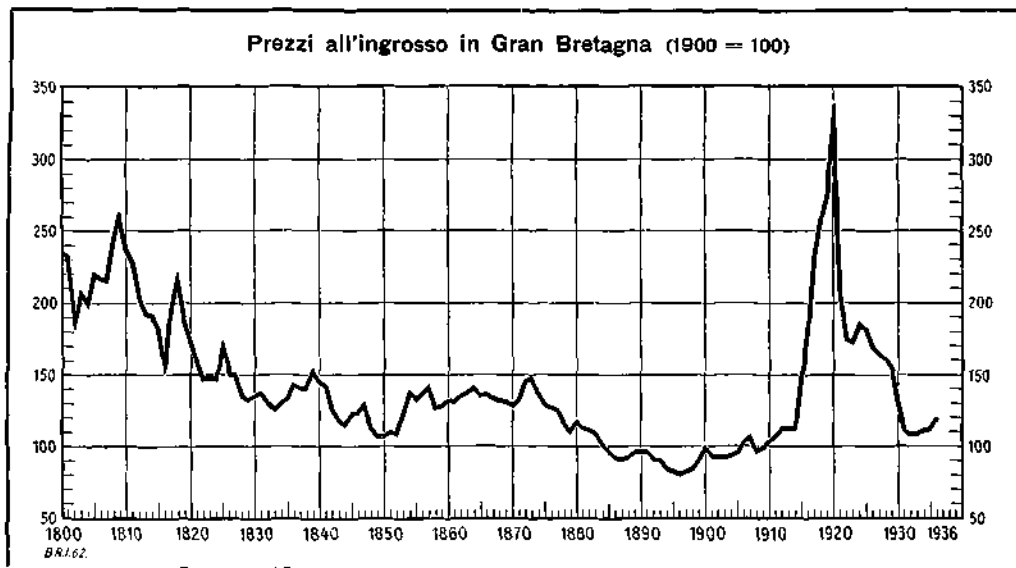
L'aumento dei prezzi e della domanda di materie prime ha naturalmente migliorato la situazione di quei paesi produttori di materie prime di primaria importanza, che erano rimasti severamente colpiti dalla depressione. Il notevole cambiamento di condizioni economiche nell'Argentina, a partire dalla metà del 1936, va ascritto direttamente al brusco aumento dei prezzi dei cereali e del seme di lino, a seguito della siccità e delle tempeste di sabbia negli Stati Uniti e nel Canada. Anche le prospettive per il Brasile ed altri paesi sudamericani sono migliori. La ripresa nei paesi produttori di materie prime industriali e agricole dovrebbe avere per conseguenza un miglior rendimento dei capitali ivi investiti, a vantaggio di quei paesi, come l'Inghilterra e l'Olanda, i quali nel passato vi investirono vasti capitali e durante la depressione subirono considerevoli perdite.

In un periodo di ripresa, l'iniziativa appartiene ai grandi paesi industriali, i quali si trovano obbligati ad importare maggiori quantità di materie prime per far fronte ai bisogni di una produzione crescente. Queste importazioni costituiscono un indizio di rifiorente attività e non vanno riguardate come cagione di squilibrio permanente nella bilancia dei pagamenti: l'irrobustimento del potere d'acquisto dei produttori d'oltremare a suo tempo metterà questi ultimi in grado di importare maggiori quantità di manufatti.

In periodi in cui le condizioni cambiano rapidamente è difficile dire se una data moneta sia, o non sia, da riguardarsi come sopravvalutata. Gli indici dei prezzi all'ingrosso non possono certamente essere presi come termine di paragone del valore intrinseco delle singole monete. Occorre anche tener conto dei cambiamenti nel livello dei costi e di altri elementi che concorrono a determinare la bilancia dei pagamenti correnti e non si prestano facilmente ad istituire raffronti internazionali. Generalmente un paese riesce con maggior facilità a raggiungere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti quando i prezzi stanno aumentando, che non quando stanno calando. L'attuale tendenza all'aumento dei prezzi, benchè più sensibile nelle categorie delle materie prime, sta trasfondendosi nelle categorie da cui dipende il costo della vita.

Durante il 1936, il costo della vita aumentò di quasi 3% in Gran Bretagna; negli Stati Uniti leggermente meno; nei Paesi Bassi, malgrado la svalutazione, nessun aumento; in Svizzera l'aumento fu di 2%; in Italia, di circa 6% ed in Francia anche più, sotto la ripercussione dei provvedimenti legislativi ed altri che si riflettono direttamente sui costi di produzione. In Germania ed in Austria, d'altra parte, l'indice non rivela quasi alcun cambiamento. Nella grande maggioranza dei paesi nei quali il costo della vita è aumentato, tale movimento si è accentuato nell'inverno 1936/1937. Pertanto, ivi il movimento è ancora recente e non ha avuto il tempo di farsi sentire, al punto che si allentino le restrizioni alle importazioni e le altre misure che contribuiscono a mantenere alto il costo della vita. Esso, nondimeno, ha influenzato il movimento dei salari in parecchi paesi e in generale ha accresciuto le difficoltà sui mercati del lavoro.

Il seguente grafico indica l'andamento dei prezzi all'ingrosso in Gran Bretagna dal 1800 in poi.



Sono occorsi trent'anni per vedere giungere al termine, alla fine del quarto decennio del secolo scorso, la discesa dei prezzi iniziata al termine delle guerre napoleoniche e per assistere alla ripresa della curva dei prezzi verso il rialzo. Si ha ora l'impressione che metà soltanto del detto intervallo di tempo sia bastata per portare al termine la discesa dei prezzi dopo la guerra mondiale e far loro riprendere il movimento ascendente. Nella situazione attuale, in cui il mondo si dibatte sotto il peso d'un grande indebitamento, non v'è dubbio che l'aumento dei prezzi sia desiderabile, ma un aumento troppo rapido può alterare il ritmo naturale della produzione e nascondere i germi di difficoltà che si manifesteranno più tardi. E' naturale che si nutrano preoccupazioni circa la permanenza dell'attuale movimento dei prezzi e che si cominci a considerare attentamente le misure che a suo tempo sarà necessario di prendere.

3. COMMERCIO INTERNAZIONALE.

In paragone col 1929, il volume del commercio internazionale era diminuito di 25 % nel 1932. Da allora in poi è andato aumentando, ma nel 1936 era ancora inferiore di 14% a quello del 1929. Un netto miglioramento è cominciato negli ultimi mesi del 1936 e continua nel 1937. Se si elencano i paesi nell'ordine progressivo della variazione percentuale subita nel 1936 delle loro importazioni ed esportazioni, registrate nelle rispettive monete nazionali, si ottiene la tabella riportata alla pagina seguente.

Un notevole miglioramento si è prodotto nei paesi della regione danubiana (Romania, Bulgaria e Ungheria) i quali ebbero un buon raccolto al momento in cui i prezzi dei cereali stavano aumentando. Fra i paesi d'oltremare si riscontrano i maggiori aumenti relativi dell'esportazione nei seguenti: Indocina, Manciukuo, Indie orientali olandesi, Cina, Canada, Nuova Zelanda, Brasile, Cile e India britannica. Nelle Indie orientali olandesi la moneta restò legata all'oro all'antica parità fino al settembre 1936 e cionondimeno le esportazioni aumentarono di circa 20%, grazie all'aumento del prezzo della gomma. Le esportazioni sud-africane, fra cui predomina l'oro, proseguirono nel loro rialzo ininterrotto degli ultimi anni. Anche le importazioni aumentarono di 15% ed è interessante notare che, nel 1936, l'Africa del Sud fu il cliente principale del Regno Unito, prendendo così il posto che per molti anni l'India aveva occupato.

Nei paesi che producono materie prime e prodotti agricoli, le esportazioni sono aumentate, salvo eccezioni, più delle importazioni, l'aumento di capacità d'acquisto non avendo ancora prodotto l'effetto di aumentare gli acquisti all'estero. Anzi, nel caso delle Indie orientali olandesi le importazioni aumentarono di ben poco rispetto all'anno precedente. D'altra parte, in vari paesi d'Europa, le impor-

Variazioni del commercio estero dei vari paesi dal 1935 al 1936.*

Importazioni				Esportazioni			
in milioni d'unità monetarie nazionali							
Paesi:	1935	1936	Variazioni %	Paesi:	1935	1936	Variazioni %
U. R. S. S.	1.057	1.353	+ 28,0	Filippine	186	270	+ 45,2
Estonia	69	87	+ 26,3	Haiti	34	49	+ 42,0
Belgio-Lussemburgo	17.112	21.098	+ 23,3	Lettonia	99	138	+ 39,4
Iran	718	878	+ 22,3	Danzica	235	325	+ 38,2
Nuova Zelanda	36	44	+ 21,5	Manciukuo	356	474	+ 33,1
Lituania	129	156	+ 21,4	Indocina	1.293	1.682	+ 29,6
Francia	20.974	25.387	+ 21,1	Marocco	621	782	+ 25,9
Lettonia	101	122	+ 20,8	Lituania	152	191	+ 25,1
Finlandia	5.344	6.343	+ 18,7	Belgio-Lussemburgo	15.786	19.724	+ 24,9
Stati Uniti d'America	2.047	2.420	+ 18,2	Turchia	96	118	+ 22,9
Cile	295	347	+ 17,7	Cina	576	706	+ 22,7
Cecoslovacchia	6.716	7.988	+ 17,5	Canada	836	1.028	+ 22,6
Polonia	861	1.003	+ 16,5	Nuova Zelanda	47	57	+ 21,9
Canada	550	635	+ 15,4	Bulgaria	3.253	3.910	+ 20,2
Africa del Sud	73	84	+ 14,9	Brasile	4.104	4.896	+ 19,3
Filippine	169	192	+ 13,6	Indie orientali olandesi	447	533	+ 19,2
Australia	76	86	+ 12,8	Cile	465	549	+ 18,2
Manciukuo	572	644	+ 12,6	Romania	16.756	19.692	+ 17,5
Regno Unito	701	789	+ 12,6	Svezia	1.297	1.515	+ 16,8
Danimarca	1.276	1.431	+ 12,1	Finlandia	6.241	7.215	+ 15,6
Norvegia	816	912	+ 11,8	India	1.571	1.805	+ 14,8
Colombia	107	119	+ 11,4	Norvegia	598	675	+ 12,9
Giappone	2.427	2.702	+ 11,3	Australia	113	127	+ 12,4
Messico	406	452	+ 11,2	Ungheria	452	507	+ 12,2
Uruguay	60	67	+ 11,2	Stato libero irlandese	20	22	+ 12,1
Perù	181	201	+ 11,0	Germania	4.270	4.768	+ 11,7
Brasile	3.856	4.269	+ 10,7	Africa del Sud	100	112	+ 11,6
Grecia	10.680	11.808	+ 10,6	Svizzera	792	881	+ 11,2
Jugoslavia	3.603	3.984	+ 10,6	Colombia	143	158	+ 10,5
Svezia	1.476	1.619	+ 9,7	Polonia	925	1.026	+ 10,9
Indocina	899	979	+ 8,9	Paesi Bassi	675	745	+ 10,4
Paesi Bassi	936	1.017	+ 8,6	Portogallo	924	1.020	+ 10,4
Algeria	2.844	3.079	+ 8,3	Malesia britannica	572	630	+ 10,1
Malesia britannica	470	507	+ 7,9	Danimarca	1.213	1.327	+ 9,3
Ungheria	402	433	+ 7,7	Perù	309	336	+ 8,7
Romania	10.846	11.535	+ 6,3	Jugoslavia	4.030	4.376	+ 8,6
Stato libero irlandese	37	39	+ 6,3	Cecoslovacchia	7.396	8.003	+ 8,2
Bulgaria	3.009	3.181	+ 5,7	Stati Uniti d'America	2.283	2.465	+ 7,5
Turchia	88	93	+ 5,7	Giappone	2.454	2.631	+ 7,2
Danzica	98	93	+ 5,6	Austria	696	952	+ 6,4
Haiti	39	40	+ 4,7	Ceylan	230	244	+ 6,3
Austria	1.206	1.247	+ 3,4	Argentina	1.569	1.652	+ 5,3
Indie orientali olandesi	275	282	+ 2,8	Italia	5.239	5.458	+ 4,2
Cina	919	942	+ 2,4	Estonia	80	83	+ 3,8
Germania	4.159	4.218	+ 1,4	Grecia	7.101	7.371	+ 3,8
Marocco	1.139	1.151	+ 1,1	Siria	1.174	1.217	+ 3,7
Svizzera	1.257	1.263	+ 0,5	Regno Unito	426	441	+ 3,5
Egitto	31	31	- 2,1	Messico	750	773	+ 3,0
Siam	105	101	- 3,7	Siam	149	151	+ 1,8
Argentina	1.175	1.117	- 5,0	Iran	1.942	1.960	+ 0,9
Ceylan	204	190	- 6,9	Francia	15.496	15.454	- 0,3
India	1.343	1.221	- 9,1	Algeria	2.613	2.534	- 3,0
Portogallo	2.295	1.967	- 14,3	Egitto	34	33	- 4,2
Siria	2.979	2.406	- 19,2	Palestina	4	4	- 14,0
Italia	7.790	6.002	- 23,0	Uruguay	95	81	- 14,9
Palestina	18	13	- 23,7	U. R. S. S.	1.609	1.359	- 15,6
Tunisia	1.341	925	- 31,0	Tunisia	873	597	- 31,6

* In parte cifre provvisorie.

tazioni sono aumentate più delle esportazioni e ciò specialmente nel Regno Unito, in Francia ed in Cecoslovacchia, a causa soprattutto degli aumentati bisogni di materie prime in relazione al crescente sviluppo della produzione industriale. Negli Stati Uniti fu maggiore non soltanto l'importazione di materie prime, ma anche quella di prodotti semi-lavorati (pasta di legno, oli minerali, materie grasse ecc.) di prodotti alimentari e manufatti (carta da giornali, prodotti tessili, pelliccie, diamanti, bevande ecc.). Nel 1936, per la prima volta dopo dieci anni, s'ebbe

un'eccedenza di importazioni nel primo semestre. Le esportazioni s'accrebbero rapidamente nell'autunno, specialmente quelle di prodotti finiti, come macchine ed altri manufatti in ferro ed acciaio, olii minerali raffinati, aereoplani e tessuti. Per l'intero anno l'eccedenza di esportazione fu di \$ 34 milioni (la più bassa dal 1895) contro \$ 235 milioni nel 1935.

L'incremento del commercio dell'Unione economica belgo-lussemburghese è notevole. Le esportazioni sono aumentate di 25 % nel corso dell'anno, grazie soprattutto alla maggior domanda di materiali in ferro ed acciaio.

La Germania ha aumentato la sua eccedenza di esportazioni da 111 milioni di marchi, nel 1935, a 550 milioni di marchi, nel 1936. Questa eccedenza va imputata interamente al commercio coi paesi europei, rimanendo come al solito passiva la bilancia coi paesi d'oltremare. L'aumento del saldo attivo nella bilancia commerciale non si è tradotto in un miglioramento immediato delle posizioni dei cambi della Germania, in parte perchè maggiori assegnazioni di cambi andarono a favore degli impegni finanziari ordinari. Circa 100 milioni di marchi andarono spesi per ridurre il saldo debitore nei conti di compensazione, che al principio dell'anno ammontava complessivamente a circa 500 milioni di marchi. Il Nuovo Programma, istituito nel settembre 1934, dura ormai da più di due anni e mezzo e la Germania, pur avendo perduto gran parte dal suo commercio di transito, è riuscita in notevole misura a equilibrare le importazioni e le esportazioni e ad assottigliare il cumulo dei debiti commerciali. Malgrado ogni difficoltà, la Germania continua ad essere il terzo paese in ordine d'importanza nel commercio mondiale.

Le restrizioni nei cambi e gli accordi di compensazione continuano ad ostacolare il commercio mondiale, nonostante i miglioramenti tecnici che sono stati apportati negli ultimi anni e che fanno più largo posto ai consueti metodi di commercio e di finanziamento. Dove si istituiscono compensazioni, i pagamenti agli importatori si fanno mediante accreditamenti in ordine cronologico in conti tenuti nei due paesi. Se si accumulano degli arretrati, l'esportatore deve aspettare che arrivi il suo turno per il pagamento e, cosa più importante, egli non è in grado di prevedere quanto tempo dovrà aspettare. In queste condizioni a ben poco giovano le facilitazioni usuali consentite dai sistemi bancari e dai mercati dei cambi ed il capitale d'esercizio dell'esportatore può rimanere bloccato in crediti commerciali involontari; i prezzi risentono l'influenza dell'incertezza in cui si svolgono i negoziati e gli affari diventano timidi, a detrimento del sistema generale degli scambi di merci.

Nel novembre 1934, fu stipulato tra la Germania e la Gran Bretagna un nuovo genere di accordo di pagamenti, il quale eliminò alcuni dei più gravi svantaggi degli usuali accordi di compensazione. L'accordo poté essere concluso grazie al sistema tedesco di controllo del commercio estero, in base al quale

ogni importatore tedesco deve procurarsi un permesso di pagamento per potere poi ottenere i cambi. Le autorità tedesche si trovano in grado di mantenere il volume delle importazioni entro i limiti che ritengono desiderabili, non soltanto in relazione all'insieme dei paesi esteri, ma anche in relazione a ciascuno di essi. Nell'accordo del 1934 fu stabilito che le importazioni mensili della Germania dal Regno Unito ammonterebbero a 55 % delle esportazioni tedesche, verso lo stesso, avvenute due mesi prima: dedotta una somma assegnata fino dal principio al pagamento degli arretrati dei debiti commerciali, quel che resta dei rimanenti 45 % viene in parte utilizzato per far fronte ad oneri d'interessi ed altri ed in parte lasciato a libera disposizione della Germania. In un successivo accordo coll'Unione doganale belgo-lussemburghese, i contingenti furono previsti non già in base alle statistiche del commercio estero, bensì alle dichiarazioni di cambio estero fatta dagli esportatori tedeschi; in altri accordi fu preso per base l'ammontare delle consegne effettive di cambi esteri alla Reichsbank.

Analoghi accordi furono stipulati con cinque altri paesi ed in generale il loro funzionamento si è rivelato soddisfacente. Ogni importatore tedesco il quale abbia ottenuto un regolare permesso di pagamento è sicuro di avere a sua disposizione il cambio quando giunge l'epoca del pagamento e ciò permette a lui e alla sua controparte di avvalersi delle ordinarie facilitazioni offerte dal sistema bancario. Ogni ditta estera che esporta in Germania si assume naturalmente il rischio mercantile ordinario che dipende dalla situazione dell'acquirente tedesco, ma non ha più da temere che questi incontri alcuna difficoltà ad ottenere cambio estero contro marchi.

Gli accordi di compensazione hanno il grave difetto di tendere a distruggere le relazioni dirette fra compratore e venditore, interponendo fra loro gli enti amministrativi per il tramite dei quali avvengono i pagamenti. Ne risulta che i commercianti perdono il contatto coi mercati e tendono a dedicare minore attenzione al fido che meritano i loro debitori, facendo invece maggiore assegnamento sulla organizzazione amministrativa, la quale implica un'ingerenza governativa più o meno estesa. Il grande vantaggio degli "accordi di pagamento" risiede nel fatto che essi mantengono il contatto diretto fra compratore e venditore, ciò che obbliga quest'ultimo a fare assegnamento sul compratore per essere pagato. Pertanto, questi accordi rappresentano un progresso, ma il loro funzionamento presuppone l'esistenza d'un controllo del commercio estero, quale esiste in Germania, con tutte le complicazioni che ne derivano. Negli ultimi anni si sono avute parecchie proposte tendenti a perfezionare il metodo delle compensazioni; per esempio, mediante compensazioni di saldi tra vari paesi e la concessione di crediti per liquidare saldi arretrati in conto di compensazione. Quanto più attentamente si esaminano tali proposte, tanto più chiaro appare che i vantaggi della divisione del lavoro internazionale e dello scambio normale di merci tra

paesi vanno perduti nei sistemi che costringono il commercio ad incanalarsi in direzioni determinate e che diventano eccessivamente ingombranti e costosi, specialmente per gli scambi di piccola entità. Le compensazioni possono essere state utili per salvare l'esistenza di qualche particolare commercio quando le restrizioni dei cambi si trovavano spinte ad un estremo rigore, oppure per garantire il rimborso di debiti commerciali arretrati o il pagamento, almeno parziale, di debiti d'altra sorta. E talvolta l'autorizzazione delle cosiddette compensazioni private, deroganti al principio della compensazione interstatale, può avere apportato qualche elasticità ad un sistema troppo rigido. Ma l'obiettivo del commercio internazionale deve essere il ritorno ai metodi ordinari di commercio e di pagamenti, i quali consentiranno di nuovo la piena e profittevole utilizzazione di quell'insieme di facilitazioni che sono state ideate e perfezionate a beneficio delle relazioni commerciali fra le nazioni.

III. UN'ANNATA DI CRESCENTE ACCUMULAZIONE D'ORO.

La produzione mondiale dell'oro raggiunse di nuovo un alto livello nel 1936, superando di 4,3 milioni di oncie quella del 1935; ciò rappresenta il più grande aumento, in cifra assoluta, che si sia mai registrato da un anno all'altro. In via relativa, l'aumento fu di 13¹/₂% rispetto all'anno precedente e questa percentuale è inferiore a quelle che s'ebbero alle epoche delle grande scoperte di miniere d'oro, cioè nel quarto e quinto decennio del secolo scorso, in cui vennero scoperti i giacimenti della California e dell'Australia e nel nono decennio, dopo la scoperta dei giacimenti del Transvaal. Sono continuate, nel 1936, sebbene in minore quantità, le spedizioni dall'India e dalla Cina d'oro proveniente dal pubblico. Per la prima volta, dall'inizio della depressione, si è constatato che, in Occidente, non soltanto è cessato il tesoreggiamento dell'oro, ma questo è rifluito sul mercato in quantità cospicue. Inoltre il consumo d'oro da parte dell'industria non ha oltrepassato 5% della produzione d'oro complessiva. Di conseguenza un volume considerevole d'oro, rappresentante, al prezzo attuale dell'oro a Londra, almeno 5 miliardi di franchi oro, cioè 335 milioni di sterline, si è reso disponibile per scopi monetari. Tale abbondante offerta ha modificato radicalmente la situazione quale essa si presenta nel primo decennio postbellico, ed ha creato una serie di nuovi problemi che richiedono sempre maggiormente l'attenzione delle autorità monetarie.

(1) L'OFFERTA DELL'ORO.

La quantità dell'oro estratto durante il 1936 si è accresciuta in tutti i principali paesi produttori come appare dalla seguente tabella:

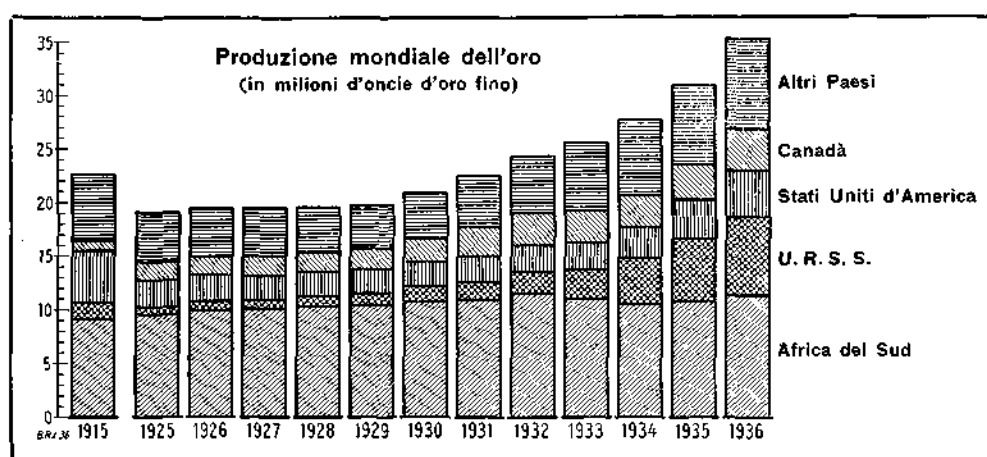
Anno	Africa del Sud	Russia	Stati Uniti **	Canada	Altri paesi produttori	Totale per il mondo	
						migliaia di oncie d'oro fino	
1915*	9.096	1.546	4.888	918	6.146	22.594	2.420
1923	9.149	438	2.503	1.233	4.463	17.786	1.905
1924	9.575	594	2.529	1.525	4.827	19.050	2.041
1925	9.598	693	2.412	1.736	4.592	19.031	2.039
1926	9.955	895	2.335	1.754	4.430	19.369	2.075
1927	10.122	810	2.197	1.853	4.464	19.446	2.083
1928	10.354	899	2.233	1.891	4.206	19.583	2.098
1929	10.412	1.085	2.208	1.928	4.040	19.673	2.108
1930	10.716	1.434	2.286	2.102	4.184	20.722	2.220
1931	10.878	1.701	2.396	2.694	4.702	22.371	2.397
1932	11.559	1.990	2.449	3.044	5.264	24.306	2.604
1933	11.014	2.667	2.537	2.949	6.336	25.503	2.733
1934	10.480	4.263	2.916	2.972	6.999	27.630	2.960
1935	10.774	5.831	3.619	3.283	7.484	30.991	3.320
1936	11.339	7.350	4.295	3.721	8.549	35.254	3.777

* Anno di massima produzione anteriormente al 1932.

** Compresa le Filippine.

Allo scopo di facilitare il confronto coi dati riportati nelle precedenti relazioni, il valore monetario della produzione dell'oro ed altri dati nella presente relazione sono stati espressi, come in passato, in franchi svizzeri oro all'antica parità. (Per convertire approssimativamente una somma indicata in franchi svizzeri oro in dollari attuali, basta dividerla per tre e per convertirla in sterline, quando il prezzo dell'oro a Londra si aggira intorno a 140 scellini per oncia, basta all'ingrosso dividerla per quindici).

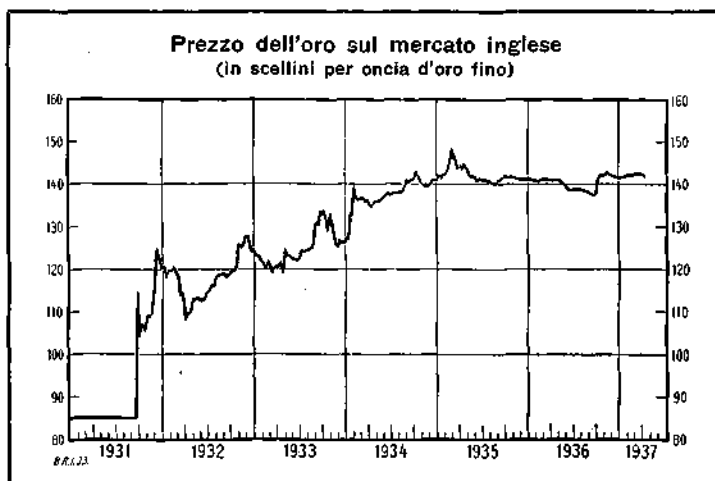
Pressochè un terzo dell'oro estratto proviene dall'Africa del Sud, un quinto dalla Russia, un nono dagli Stati Uniti e un decimo dal Canada; gli altri paesi



produttori forniscono nell'insieme un quarto. I produttori sud-africani hanno continuato a sfruttare i minerali di basso tenore che, al livello attuale dei costi di produzione ed ai prezzi remunerativi che si ottengono per il metallo, possono essere trattati con profitto. Benchè il tonnellaggio lordo dei minerali trattati sia aumentato di 9 %, v'è stato un aumento di soltanto 5 % nella produzione dell'oro, la cui quantità anche del 1936 è rimasta inferiore al massimo che fu raggiunto nel 1932. Il trattamento dei minerali di basso tenore e l'accrescimento della capacità di produzione ha reso necessario l'impiego d'una maggiore mano d'opera; il numero degli operai di colore è passato da 213.000 nel 1930 a 299.000 nel 1935 e 310.000 nel 1936.

Non vi sono state finora grandi difficoltà di ottenere mano d'opera europea o di colore e si è provveduto all'istruzione tecnica della prima mediante l'apertura di nuove scuole. Il livello dei salari è rimasto pressochè costante tra il 1929 e il 1935, con un salario giornaliero medio, per gli operai europei, di 24 scellini e 4 denari nel 1929, 24 scellini 10 denari nel 1935 e 25 scellini e 1 denaro nel 1936; se poi si considerino soltanto gli operai indigeni si riscontra anche una leggera tendenza dei salari a diminuire. Non va dimenticato un certo compenso che si trova tuttavia nell'aumento di altri vantaggi come per esempio nel numero

dei giorni festivi pagati. In confronto col 1929 si è verificata una riduzione anziché un aumento del costo delle macchine e dei materiali occorrenti per la produzione. Date queste circostanze, l'aumento del prezzo dell'oro da 84 scellini 11½ denari a più di 140 scellini per oncia, vale a dire di quasi 70 % tanto in



moneta locale quanto in moneta inglese, ha naturalmente permesso il realizzo di grandi utili che però hanno dovuto sopportare una più forte imposizione fiscale. Se l'aumento della produzione è rimasto contenuto entro limiti così stretti, ciò si deve soltanto al fatto che le imprese minerarie hanno lascia-

to in disparte le loro riserve di minerali d'alto tenore e gli strati più facilmente sfruttabili in avvenire. Esistono ulteriori possibilità di grandi aumenti e, a giudicare dalle relazioni delle principali società minerarie, sembra che siano state gettate le basi d'un importante aumento della produzione nei prossimi anni.

Soltanto approssimativamente si conosce il volume della produzione russa, poichè le autorità sovietiche non pubblicano le cifre della produzione complessiva dell'oro di ciascun anno, limitandosi a indicare l'aumento percentuale da un anno ad un altro. Per il 1936 è stato indicato un aumento di 26 % il quale, sulla base della valutazione negli anni precedenti, darebbe una cifra di 7,35 milioni di oncie per il 1936. A quanto pare, lo svolgimento del piano quinquennale nell'industria aurifera accuserebbe un anticipo di un anno alla fine del 1936. Negli ultimi anni sono stati aperti nuovi centri minerari in Siberia e nell'Asia centrale, taluni dei quali con una popolazione d'oltre 25.000 abitanti. Viene riferito che oltre 750.000 operai e 12.000 ingegneri sovietici siano impiegati nelle industrie aurifere.

Anche negli Stati Uniti la produzione dell'oro è andata aumentando rapidamente ed ha superato nel 1936 di 19 % quella del 1935, raggiungendo un volume quasi doppio di quello del 1929. Pure nel Canada la produzione sta aumentando per effetto di nuove scoperte e di nuove iniziative in zone che erano prima inaccessibili ed ora sono aperte al traffico aereo. Rispetto al 1929 la produzione è quasi doppia, vale a dire, è andata crescendo allo stesso ritmo come negli Stati Uniti. La tabella seguente mostra la produzione dell'oro nel 1929

e nel 1936 nei principali paesi produttori ed il suo aumento relativo tra queste due date:

	1929	1936	Aumento percentuale
	in migliaia d'oncie d'oro fino		
Africa del Sud	10.412	11.339	+ 9
U. R. S. S.	1.085	7.350	+ 577
Stati Uniti d'America*	2.208	4.295	+ 95
Canada	1.928	3.721	+ 93
Australia	426	1.199	+ 181
Messico	652	755	+ 16
Giappone	335	676	+ 102
Rhodesia	562	802	+ 43
Altri paesi	2.065	5.117	+ 148
Totale	19.673	35.254	+ 79

* Compreso le Filippine.

La produzione mondiale dell'oro provenne per 72% nel 1929 e soltanto per 53% nel 1936 da paesi appartenenti all'Impero britannico. Tale diminuzione va ascritta all'Africa del Sud, il cui contributo alla produzione mondiale è sceso da 53% nel 1929 a 32% nel 1936.

All'estrazione d'oro si sono aggiunte, nel 1936, spedizioni d'oro dall'Oriente per complessivi 437 milioni di franchi svizzeri oro, cifra inferiore a quella degli anni precedenti, come appare dalla tabella seguente:

Oro proveniente dall'Oriente	India	Cina	Hong-Kong	Totale
in milioni di franchi svizzeri oro				
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
1936	371	37	29	437
Totale	3.716	380	353	4.449

Una importante riduzione si è nuovamente verificata nelle spedizioni dall'India ed anche quelle provenienti dalla Cina e da Hong-Kong sono diminuite. Appare probabile che il movimento di esportazione d'oro dall'Oriente debba presto arrestarsi, se non addirittura invertirsi. L'aumento del prezzo dell'oro in moneta locale non esercita più l'attrattiva che aveva negli anni immediatamente successivi alla svalutazione del 1931; d'altra parte, il miglioramento delle condi-

zioni economiche mette un termine alle svendite d'oro. Giunge notizia da Giava che gli indigeni ricominciano a tesoreggiare le monete d'oro. Può anche notarsi che in India, dopo un periodo di quattro anni durante il quale non più di 10 milioni di oncie d'argento all'anno in media furono assorbite, si è saliti nel 1936 a 100 milioni d'oncie d'argento, ciò che è indizio di una nuova domanda di metalli preziosi in Oriente.

A contropartita delle nuove disponibilità d'oro nel corso dell'anno va messa in prima linea la quantità assorbita dalle arti ed industrie. Si è stimato che nel quarantennio dal 1920 al 1929, circa 20% della produzione annuale dell'oro fu richiesta per tali scopi. Durante la depressione s'ebbe non soltanto una diminuzione in cifra assoluta dell'oro ceduto per scopi industriali ed artistici, ma finanche un aumento quantitativo dell'oro recuperato per via d'acquisti di vecchi gioielli ecc. Negli Stati Uniti, paese per il quale si posseggono statistiche complete a questo riguardo, l'assorbimento d'oro da parte delle industrie e il recupero d'oro vecchio furono valutati nel 1934 rispettivamente in 14 e 62 milioni di dollari, nel 1935 rispettivamente in 26 e 32 milioni. Col ritorno alla prosperità può darsi che la richiesta d'oro per uso industriale sia aumentata e che nel 1936 non sia stata controbilanciata dal recupero d'oro vecchio, ma l'eccedenza fu probabilmente insignificante.

Nella Gran Bretagna si valuta a circa 2 milioni di sterline per anno la domanda d'oro da parte delle industrie e negli anni scorsi essa fu coperta dall'oro vecchio ricavato dal pubblico. In Francia l'impiego industriale dell'oro è leggermente superiore, valutandosi per l'ultimo biennio a 25.000 chilogrammi, cioè a circa 85 milioni di franchi svizzeri oro all'anno in più della domanda soddisfatta mediante recupero d'oro antico. In Germania il consumo d'oro nuovo è stato stimato, per il 1936, a circa 30 milioni di marchi oro. Per gli altri paesi si hanno informazioni incomplete; una valutazione prudente porta a stimare a non oltre 190 milioni di franchi svizzeri oro il consumo mondiale netto d'oro da parte dell'industria, ciò che rappresenta circa 5% della produzione annuale mondiale. Può darsi che negli anni venturi la domanda d'oro per l'industria aumenti, ma è improbabile che essa raggiunga le cifre d'anteguerra. Sembra che vi sia stato un netto cambiamento della moda femminile dei gioielli, la quale ora preferisce agli oggetti d'oro i gioielli a buon mercato che possono cambiarsi più spesso, ovvero, quando si ricercino gioielli più costosi, il platino.

Riassumendo:

	Milioni di franchi svizzeri oro
Le disponibilità d'oro di nuova estrazione nel 1936, ammontanti a	3.777
cui vanno aggiunte le spedizioni dall'Oriente per	437
e detratto il quantitativo assorbito dalle arti e dalle industrie	— 190
ammontarono in totale a	<u>4.024</u>

Questi 4024 milioni di franchi svizzeri oro rappresentano circa 270 milioni di sterline ovvero 1300 milioni di dollari. Le disponibilità per scopi monetari nel 1936 furono anche superiori in quanto che oro per oltre 1000 milioni di franchi svizzeri all'antica parità fu ceduto dal pubblico nel detto anno.

(2) IL RIFLUSSO DELL'ORO TESOREGGIATO.

Uno degli effetti più inattesi della depressione fu la simultaneità con cui si produsse il ricupero di vaste quantità d'oro tesoreggiato in Oriente ed il tesoreggiamento su larga scala in Occidente. Dal 1931 al 1936 furono spediti dall'India, dalla Cina e da Hong-Kong complessivamente quasi 4500 milioni di Franchi svizzeri oro (cioè 42 milioni d'oncie) il che rappresenta la produzione di due anni ed un quarto anteriori alla depressione. Per varie ragioni è stato difficile ottenere cifre esatte del quantitativo d'oro tesoreggiato in Occidente a partire del 1931, ma si hanno sufficienti indizi per giudicare all'ingrosso il movimento di afflusso e deflusso dai privati forzieri. Per parecchi paesi si sono ottenuti recentemente dati più completi. Per quanto concerne la Francia, si troveranno taluni particolari nella tabella seguente che mostra, per il periodo dal giugno 1931 al settembre 1936, la quantità d'oro acquistata o ceduta al pubblico francese dalla Banca di Francia nonché la quantità importata o esportata per conto del pubblico. Queste cifre sono state ottenute escludendo dai dati riflettenti il movimento dell'oro alla Banca di Francia e attraverso le dogane francesi, tutti i movimenti imputabili a conto estero (mercati esteri, banche centrali e Fondi per i cambi).

Movimenti dell'oro nei confronti del pubblico in Francia	1931 Giugno- Dic.	1932	1933	1934	1935	1936 Genn.- Sett.	Totale 1931- 1936
in milioni di Franchi francesi alla parità del 1928							
Alla Banca di Francia							
Oro acquistato dalla Banca	858	618	3.477	631	2.243	395	8.222
Oro venduto alla Banca .	80	443	788	1.035	455	597	3.398
Attraverso le dogane	+ 778	+ 175	+ 2.689	- 404	+ 1.788	- 202	+ 4.824
Oro importato	1.274	2.836	2.412	1.805	1.835	2.379	12.541
Oro esportato	382	607	2.546	2.638	2.039	1.714	9.926
Saldo annuale	+ 892	+ 2.229	- 134	- 833	- 204	+ 665	+ 2.615
	+ 1.670	+ 2.404	+ 2.555	- 1.237	+ 1.584	+ 463	+ 7.439

+ significa aumento dell'oro tesoreggiato dal pubblico; - significa diminuzione dell'oro tesoreggiato dal pubblico.

Il tesoreggiamento dell'oro all'interno della Francia ebbe inizio nell'estate del 1931 e continuò fino alla svalutazione del 1936, salvo un'interruzione nel

1934 in cui non soltanto s'ebbe un aumento di 4532 milioni di franchi francesi nelle riserve auree della Banca di Francia, ma anche, come la tabella mostra, la riduzione d'oltre un miliardo del quantitativo d'oro tesoreggiato nel paese. Nel periodo che va dal giugno 1931 al settembre 1936, la quantità netta d'oro acquistato dal pubblico alla Banca di Francia, ovvero importato dall'estero, ammontò a 7439 milioni di franchi alla parità antica. Questo ammontare comprende però l'oro assorbito dalle arti e dalle industrie, che per il periodo in discorso fu stimato eccedere di circa 2000 milioni di franchi la quantità dell'oro vecchio recuperato. Il saldo, circa 5400 milioni di franchi, rappresenta la cifra massima a cui può valutarsi la quantità dell'oro tesoreggiato in Francia fino al 30 settembre 1936. Potrebbe aggiungersi che soltanto una quantità trascurabile di monete d'oro coniate prima della guerra si trova ancora nelle mani del pubblico e che il contrabbando d'oro alle frontiere non può avere assunto una importanza considerevole.

Durante i primi nove mesi del 1936 la quantità d'oro conservata dal pubblico francese continuò ad aumentare, ma tale tendenza si invertì dopo la svalutazione alla fine di settembre. La nuova legge monetaria rese obbligatoria la consegna dell'oro da parte di tutte le persone ed enti domiciliati in Francia, tranne alcune eccezioni. Dal principio d'ottobre 1936 fino al marzo 1937 le vendite d'oro al fondo di stabilizzazione dei cambi, più le dichiarazioni dei commercianti ed industriali, rappresentano complessivamente circa 40 % della quantità d'oro a cui si è valutato il tesoreggiamento in Francia.

Durante l'ultimo trimestre del 1936, circa 150 milioni di franchi svizzeri oro si ricavarono dai depositi in Svizzera e circa 100 milioni di franchi svizzeri oro dai depositi privati in Olanda. Per gli altri paesi s'hanno informazioni meno precise; si sa tuttavia che il riflusso d'oro sul mercato londinese fu considerevole nell'ultimo trimestre del 1936. Leggesi nel commento del "Board of Trade Journal" sulla bilancia dei pagamenti del Regno Unito nell'anno 1936 quanto segue: "Sembra potersi dedurre dalle esportazioni registrate, che una parte dell'oro precedentemente ricevuto in questo paese per conto estero sia stata rimpatriata dopo la svalutazione delle monete del "blocco oro" alla fine di settembre". Sembra potersi assumere con tutta prudenza che nel corso del 1936 si sono ricavati in Europa almeno 1000 milioni di franchi svizzeri oro precedentemente tesoreggiati dal pubblico.

Tale riflusso d'oro si è protratto nei primi mesi del 1937, rivelando un nuovo orientamento del pubblico di fronte alla questione della conservazione dei capitali sotto forma d'oro. Maggiore importanza viene riconosciuta al fatto che l'oro non soltanto non produce interesse, ma richiede spese per l'affitto di cassette di sicurezza ecc.; altra considerazione è quella della maggiore facilità di guadagno offerta dagli investimenti in titoli in un periodo in cui le borse

sono orientate al rialzo. Inoltre non si accorda più la stessa fiducia come in passato all'oro, quale investimento di tutto riposo. In base alla legislazione del 1934 negli Stati Uniti, l'oro posseduto nel paese dovette essere consegnato al Governo che lo pagò soltanto all'antico valore nominale. In Francia, dopo la svalutazione del 1936, l'oro posseduto da qualunque persona o ente domiciliato nel paese dovette essere consegnato e ceduto all'antica parità del franco, mentre a tale obbligo non andarono soggetti, per esempio, gli averi in valute estere. Quantunque successivamente sia stato pagato il pieno prezzo di mercato a coloro, in Francia, che consegnarono oro, permane il ricordo del primo provvedimento e non sorprende il fatto che, quando il pubblico cerca di proteggersi contro i rischi monetari, preferisca conservare biglietti e depositi in banche estere piuttosto che tesoreggiare oro. A tale riguardo può notarsi che, durante il 1936, la circolazione dei biglietti della Banca d'Inghilterra aumentò di circa 50 milioni di sterline, di cui forse 25 milioni si ritiene siano conservati all'estero; inoltre, si tesoreggiano in Europa anche biglietti di banca americani.

(3) L'AFFLUSSO DELL'ORO ALLE BANCHE CENTRALI ED ALTRE AUTORITÀ MONETARIE.

La quantità totale dell'oro disponibile per scopi monetari nell'anno 1936, cioè dell'oro proveniente dalle miniere, dall'Estremo Oriente e dal pubblico in Occidente, defalcato l'oro assorbito dalle arti e dalle industrie, raggiunse la cifra di 5 miliardi di franchi svizzeri oro. Si pone la domanda quale destinazione abbia avuto tale quantità d'oro.

Circa 3300 milioni di franchi svizzeri oro si ritrovano nell'aumento netto complessivo delle riserve auree dichiarate delle banche d'emissione e dei governi, le quali passarono, nel 1936, da circa 69.000 milioni a 72.300 milioni di franchi svizzeri oro. Restano almeno 1700 milioni di franchi svizzeri oro, circa i quali è lecito presumere che siano stati incorporati nei Fondi per i cambi o in riserve auree occulte delle autorità monetarie. Mancando notizie pubbliche circa tali Fondi, è impossibile specificare i paesi di destinazione dell'oro. Scarsa guida forniscono a tale proposito le statistiche dei movimenti dell'oro tra un paese e l'altro. Dopo i cambiamenti monetari della fine di settembre 1936, le statistiche del commercio estero della Francia e dei Paesi Bassi hanno cessato di dare notizie dell'esportazione e dell'importazione dell'oro, ed anche per i paesi che forniscono dati a questo riguardo, cade acconcia la seguente osservazione del Ministero britannico del commercio, nel suo commento sulla bilancia dei pagamenti del Regno Unito per il 1936: "data la consuetudine invalsa ed ora così spesso seguita, di acquistare oro e lasciarlo accantonato nel paese d'acquisto, invece di spedirlo immediatamente al paese al quale esso appartiene, i movimenti reali

dell'oro non coincidono necessariamente, al momento in cui avvengono, con le operazioni da cui traggono origine". Vi sono tuttavia talune assegnazioni d'oro ai fondi governativi di cambi che sono state rese pubbliche e proiettano luce sull'assorbimento dell'oro nel corso dell'anno.

(a) Il 2 ottobre 1936, le riserve auree della Banca di Francia ammontavano a 50.218 milioni di franchi francesi all'antica parità; dopo la rivalutazione, esse passarono a 67.275 milioni di franchi, accusando un utile contabile di 17.057 milioni di franchi. Su questo utile la Banca di Francia, in virtù di varii accordi, trattene nelle sue riserve auree circa 7000 milioni; il saldo di 10.000 milioni di franchi in oro fu assegnato al Fondo di stabilizzazione dei cambi e pertanto, dal punto di vista della statistica, passò dalle riserve auree dichiarate della Banca, alle riserve non dichiarate del Fondo governativo. Durante il mese d'ottobre il Fondo rivendette alla Banca 7000 milioni, ma alla fine di novembre la riserva della Banca si ridusse di 4000 milioni, di modo che, in ultima analisi, sono usciti dalla Banca 7000 milioni, corrispondenti a poco più di 1000 milioni di franchi svizzeri oro. E' noto che per rimborsare il debito contratto dal governo a Londra nel febbraio 1936 e per sostenere il franco, il Fondo francese dei cambi utilizzò, nel corso dell'ultimo bimestre 1936, una parte delle sue riserve, ma alla fine dell'anno conservava tuttavia una parte dell'oro che aveva ricevuta in dotazione.

(b) Le riserve auree della Banca neerlandese non furono valutate a seguito del provvedimento della fine di settembre 1936 vietante l'esportazione dell'oro dai Paesi Bassi. Tuttavia un importo in oro per 100 milioni di fiorini (equivalente a circa 210 milioni di franchi svizzeri oro) fu preso a prestito dalla Banca contro deposito di titoli di Stato e messo a disposizione del Fondo di perequazione dei cambi in appresso istituito. Nell'ultimo trimestre del 1936 il Fondo acquistò oro su vari mercati ed anche la Banca neerlandese aumentò le sue riserve auree; fino alla fine dell'anno il Fondo conservò i 100 milioni di fiorini d'oro ricevuti al momento della sua costituzione.

Pertanto, alla fine del 1936 i Fondi dei cambi francese ed olandese possedevano oro proveniente rispettivamente dalla Banca di Francia e dalla Banca neerlandese e già questo fatto rivela quale destinazione abbia avuta una parte dei 1700 milioni di franchi svizzeri oro che, alla fine del 1936, erano stati assorbiti dai Fondi per i cambi e dalle riserve non dichiarate delle autorità monetarie. Però, in più di queste speciali assegnazioni iniziali, i varii Fondi per i cambi accrebbero le loro riserve auree non dichiarate, nel corso del 1936.

Le riserve dichiarate dalle banche d'emissione e dei governi continuano a rappresentare la parte di gran lunga maggiore delle riserve d'oro monetario del mondo. Allo scopo di mostrare i cambiamenti avvenuti nelle riserve monetarie in generale, la tabella alla pagina seguente espone le cifre per

e riserve auree di ogni paese, alla fine degli anni 1934, 1935 e 1936; i paesi sono raggruppati in tre categorie: quelli nei quali le riserve diminuirono nel 1936 (1° gruppo); quelli nei quali non si verificano cambiamenti notevoli nell'importanza delle riserve (2° gruppo); e quelli nei quali si è verificato un aumento (3° gruppo).

Riserve auree dichiarate di banche d'emissione e governi	Fine 1934	Fine 1935	Perdite (-) Aumenti (+) nel 1935	Fine 1936	Perdite (-) Aumenti (+) nel 1936
in milioni di franchi svizzeri oro					
1° Gruppo: Francia	16.675	13.455	- 3.220	9.168	- 4.287
Spagna	2.268	2.255	- 13	1.600*	- 655
Italia	1.585	826	- 759	638	- 189
Cecoslovacchia	343	344	+ 1	279	- 65
Germania	189	192	+ 4	141	- 51
Polonia	293	258	- 35	226	- 30
Africa del Sud	562	649	+ 87	621	- 28
Grecia	122	104	- 18	78	- 26
Uruguay	249	226	- 23	209	- 17
Australia	13	13	0	5	- 8
Canada	669	578	- 91	575	- 3
Equatore	16	13	- 3	11	- 2
Totale	22.983	18.913	- 4.070	13.553	- 5.360
2° Gruppo: Albania	7	8	+ 1	8	0
Algeria	43	43	0	43	0
Argentina	1.235	1.235	0	1.235	0
Austria	139	140	+ 1	140	0
Congo Belga	9	9	0	9	0
Cile	89	90	+ 1	90	0
Danimarca	185	164	- 21	164	0
Egitto	165	165	0	165	0
Estonia	34	40	+ 6	40	0
India	840	840	0	840	0
Lettonia	46	46	0	46	0
Nuova Zelanda	76	71	- 5	71	0
Totale	2.868	2.851	- 17	2.851	0
3° Gruppo: Portogallo	208	208	0	209	+ 1
Bulgaria	58	60	+ 2	62	+ 2
Marocco	22	22	0	24	+ 2
Danzica	24	12	- 12	17	+ 5
Ungheria	71	71	0	76	+ 5
Perù	57	58	+ 1	64	+ 6
Colombia	59	48	- 11	58	+ 10
Turchia	67	72	+ 5	83	+ 11
Romania	319	335	+ 16	350	+ 15
Jugoslavia	163	131	- 32	148	+ 17
Indie orient. oland.	236	167	- 69	185	+ 18
Lituania	27	19	- 8	38	+ 19
Norvegia	187	257	+ 70	299	+ 42
Finlandia	42	62	+ 20	106	+ 44
Belgio	1.837	1.857	+ 20	1.934	+ 77
Giappone	1.205	1.302	+ 97	1.416	+ 114
Paesi Bassi	1.754	1.340	- 414	1.499	+ 159
Svezia	488	566	+ 78	735	+ 169
Svizzera	1.910	1.389	- 521	2.006	+ 617
U. R. S. S.	2.277	2.569	+ 292	3.535*	+ 966
Regno Unito	4.850	5.046	+ 196	7.911	+ 2.865
Stati Un. d'America	25.216	30.992	+ 5.776	34.439	+ 3.447
Totale	41.077	46.583	+ 5.506	55.194	+ 8.611
Totale generale**	67.300	69.000	+ 1.700	72.300	+ 3.300

* Cifra stimata.

** Cifra in parte stimata ed in parte riferentesi agli altri paesi.

Per quanto riguarda i paesi del "blocco dell'oro", è interessante distinguere il periodo anteriore ai cambiamenti monetari, cioè i primi nove mesi del 1936, ed il periodo successivo, cioè l'ultimo trimestre dell'anno.

Cifre di fine mese in milioni	Francia		Paesi Bassi		Svizzera	
	Riserve auree	Aumento (+) Diminuzione (-)	Riserve auree	Aumento (+) Diminuzione (-)	Riserve auree	Aumento (+) Diminuzione (-)
1936	franchi di 0,05895 gr. d'oro fino		fiorini di 0,6048 gr. d'oro fino		franchi di 0,2903 gr. d'oro fino	
Gennaio	65.223	- 1.041	670,7	+ 27,3	1.388,8	+ 0,0
Febbraio	65.789	+ 566	680,3	+ 9,6	1.445,2	+ 56,3
Marzo	63.917	- 1.872	713,6	+ 33,3	1.508,5	+ 63,3
Aprile	60.768	- 3.149	710,0	- 3,6	1.516,4	+ 7,8
Maggio	57.022	- 3.746	640,2	- 69,8	1.483,5	- 32,9
Giugno	54.341	- 2.681	594,2	- 46,0	1.407,0	- 76,5
Luglio	54.942	+ 601	651,2	+ 57,0	1.440,6	+ 33,6
Agosto	54.511	- 431	682,2	+ 31,0	1.496,7	+ 56,1
Settembre	50.111	- 4.400	669,8	- 12,4	1.553,7	+ 57,0
Movimento anteriormente alla fine di settembre		- 16.153		+ 26,4		+ 164,9
	franchi di 0,0441 gr. d'oro fino		fiorini di 0,6048 gr. d'oro fino		franchi di 0,215 gr. d'oro fino	
Ottobre	64.359		569,9		2.408,4	+ 310,4
Novembre	64.359		569,9		2.581,0	+ 172,6
Dicembre	60.359	- 4.000	719,6	+ 149,7	2.709,0	+ 128,0
Movimento nell'ultimo trimestre		- 4.000		+ 149,7*		+ 611,0*

* Inoltre, i Fondi per i cambi acquistarono oro.

V'è fra questi tre paesi questa singolare differenza, nel corso del primo periodo, che, mentre la Banca neerlandese e la Banca nazionale svizzera aumentarono le loro riserve auree, quella della Banca di Francia subì una forte perdita dovuta soltanto per una parte relativamente piccola ad un saldo passivo nel conto corrente della bilancia dei pagamenti. Durante il 1936, la riserva aurea della Banca di Francia diminuì quasi ogni mese, tranne in febbraio, quando si rese disponibile il ricavo del prestito di 40 milioni di sterline contratto a Londra dal Governo francese, e in luglio, quando si verificò un principio di rimpatrio di capitali francesi. Quest'ultimo movimento fu però di breve durata, e si invertì di senso in agosto, accelerandosi a tal punto che la perdita d'oro durante le prime tre settimane e mezza del 1936 fu la più grave che la Banca avesse mai subita.

Il risultato immediato della svalutazione del franco francese nell'autunno 1936 fu la liquidazione di un forte quantitativo di impegni a termine, ciò che cagionò un movimento di ritorno di capitali al mercato francese. Dopo un breve periodo nella seconda metà d'ottobre in cui si verificarono movimenti in un senso o nell'altro, i capitali francesi ricominciarono ad espatriare e questo esodo continuò fino ai primi mesi del 1937; nonostante un prestito di 40 milioni di sterline, lanciato dalle ferrovie francesi, il movimento si intensificò in febbraio e nei primi giorni di marzo e la situazione ridivenne meno acuta soltanto dopo i provvedimenti della seconda settimana del detto mese, cioè il decreto prescrivente la corresponsione del pieno prezzo di mercato all'atto dell'acquisto d'oro e l'emissione, che fu coronata da successo, di due lotti del prestito per la sicurezza nazionale, per i quali fu promesso il rimborso in certe valute estere specificate.

In Svizzera, la vendita d'oro da parte del pubblico ed il rimpatrio dei capitali dall'estero cominciarono immediatamente appena svalutato il franco. La Banca nazionale svizzera ed il Fondo per i cambi acquistarono oro per un quantitativo che, nel corso di pochi mesi, superò 500 milioni di franchi svizzeri oro. Il rialzo rapidissimo delle quotazioni alle borse valori della Svizzera, che cominciò immediatamente dopo la svalutazione, rese poco attraente per i capitali esteri l'investimento in titoli svizzeri e sta di fatto che vi furono ben pochi nuovi investimenti per conto estero. Alla fine dell'anno stava esaurendosi il movimento di rimpatrio di capitali svizzeri ed anzi, al principio del 1937, cominciò una ripresa della esportazione di capitali svizzeri in cerca d'investimento in titoli degli Stati Uniti e d'altri paesi.

Nei Paesi Bassi, liquidati nel corso della prima quindicina d'ottobre 1936 i pochi impegni a termine, i movimenti sul mercato dei cambi non manifestarono per qualche tempo una chiara tendenza, ma presto si fece sentire la domanda di fiorini da parte dell'estero per l'acquisto di titoli olandesi. Gli Olandesi stessi cominciarono a rimpatriare gradualmente i capitali importati e, verso la fine dell'anno ed al principio del 1937, tale movimento divenne assai importante. Il quantitativo d'oro acquistato dal Fondo per i cambi non è stato rivelato, ma la riserva aurea della Banca neerlandese è passata da 669,8 milioni il 28 settembre 1936 a 919,5 milioni alla fine di marzo 1937.

I grandi quantitativi d'oro importati in Svizzera e nei Paesi Bassi non cagionarono alcuna tensione sugli altri mercati dell'oro, inquantochè, senza contare le misure prese dai vari Fondi per i cambi, esisteva un'abbondante offerta d'oro dovuta non soltanto alla crescente produzione mineraria, ma anche all'esodo dalla Francia e alle offerte del pubblico. Perfino nell'ultimo trimestre del 1936 s'ebbe un'importante aumento delle riserve auree della Gran Bretagna e degli Stati Uniti.

Per farsi un'idea completa della quantità d'oro cui occorre trovare collocamento nel 1936, bisogna tener presente non soltanto il quantitativo di almeno 5000 milioni di franchi svizzeri oro ricavato dalle miniere, dall'Estremo Oriente e dal pubblico in Occidente, ma anche il volume dell'oro che uscì dalle riserve della Banca di Francia e d'altre banche centrali. Nei primi nove mesi del 1936 la Banca di Francia perdette 16.153 milioni di franchi alla parità del 1928; nell'ultimo trimestre 4000 milioni di franchi di 0,0441 grammi d'oro fino furono trasferiti al Fondo dei cambi, in relazione al rimborso del credito concesso da Londra, ciò che fa un totale di 3888 milioni di franchi svizzeri oro. Nell'insieme furono mobilizzati, tenendo conto anche dell'oro proveniente da altre banche centrali, circa 10.000 milioni di franchi svizzeri oro.

Va ricordato che le autorità monetarie sovietiche conservarono nel 1936 a quasi totalità dell'oro estratto nel territorio della U.R.S.S., sebbene nella

primavera del 1937 abbiano effettuate alcune importanti vendite all'estero. I movimenti internazionali dell'oro nel 1936 furono dovuti, per la maggior parte, ad acquisti della Banca d'Inghilterra e del Dipartimento del Tesoro negli Stati Uniti. Vengono poi in ordine di grandezza gli acquisti delle autorità monetarie in Svizzera e in Olanda. La destinazione dell'oro, in quanto nota, è mostrata dal seguente diagramma:

Principali movimenti dell'oro nel 1936 (milioni di franchi svizzeri oro)	
Provenienza	Destinazione
Oro nuovo 4.024	Banca d'Inghilterra 2.865
Ceduto dal pubblico 1000 <i>(stima)</i>	Tesoreria americana 3.447
Banca di Francia 3.808	Banca di Stato russa 966 <i>(stima)</i>
	Banca Naz. Svizzera 617
Altre Banche Centrali 1.073	Altre Banche Centrali e Fondi per i Cambi 2.090

L'oro nuovo comprende la produzione, più le spedizioni dall'Oriente, meno l'uso industriale.
L'oro ceduto dal pubblico si riferisce soltanto all'Occidente.

diminuirono di £ 13 milioni. Le nuove emissioni di prestiti esteri sul mercato londinese raccolsero appena £ 32 milioni nel 1936, di fronte alla quale cifra bisogna probabilmente porre una somma più che doppia ricevuta a titolo d'ammortamento e rimborso di prestiti all'estero. Ma se anche da queste operazioni, e dagli utili ricavati dalle vendite ed acquisti di titoli esteri risultarono saldi creditori nel conto capitali della bilancia dei pagamenti, tali saldi non giustificano che per una parte il saldo netto delle importazioni d'oro; queste ultime furono principalmente l'effetto di movimenti di capitali su larga scala traducendo l'aumento dei capitali posseduti a Londra da stranieri, soprattutto Francesi.

Le riserve auree degli Stati Uniti aumentarono nel 1936 di \$ 1133 milioni; su questa cifra \$ 102 milioni provennero dall'interno e \$ 1031 dall'estero. Infatti, le importazioni nette d'oro ammontarono a \$ 1117 milioni ma \$ 86 milioni furono

L'aumento delle riserve auree della Banca d'Inghilterra valutato a £ 113,6 milioni alla vecchia parità, cioè circa £ 188 milioni ai prezzi di mercato alle epoche in cui la Banca acquistò l'oro, ha assorbito la maggior parte dell'importazione netta d'oro in Inghilterra, valutata ai prezzi correnti in £ 228 milioni. Questa grande importazione d'oro non va ascritta ad un saldo attivo nel conto corrente della bilancia dei pagamenti, dato che, secondo stima fattane dal Ministero del Commercio, questo conto ha presentato un saldo debitore di £ 19 milioni. Infatti, sebbene in confronto col 1935 vi siano stati importanti aumenti delle somme ricevute per noli marittimi ed investimenti all'estero, l'eccedenza di merci importate crebbe di £ 73 milioni (per effetto principalmente delle maggiori importazioni di materie prime) e le esportazioni nette d'argento

accantonati per conto estero. Per la terza volta consecutiva, le importazioni nette dell'oro superarono \$ 1000 milioni, ciò che è un riflesso del movimento generale dei capitali dai centri esteri verso gli Stati Uniti. Per la prima volta dopo la guerra, il conto corrente della bilancia dei pagamenti mostrò un'eccedenza dei pagamenti sopra gli incassi. Le operazioni relative al commercio ed alle prestazioni di servizi, compresi i pagamenti d'interessi e di dividendi, produssero nel loro insieme un saldo debitore di \$ 132 milioni nel 1932, contro un saldo creditore di \$ 208 milioni nel 1935. Tale inversione si deve, da una parte, alla contrazione del saldo attivo della bilancia commerciale da \$ 236 milioni nel 1935 a \$ 34 milioni nel 1936, d'altra parte, ad un aumento dei pagamenti a titolo di noli, spese turistiche e rimesse d'emigranti, per complessivi \$ 128 milioni. Gli incassi netti per dividendi ed investimenti si mantennero invariati alla cifra di \$ 375 milioni a credito degli Stati Uniti. Per effetto dei continui acquisti di azioni americane per conto estero e del rialzo dei dividendi nel corso dell'anno, i pagamenti a titolo d'interessi e dividendi a portatori esteri di titoli americani aumentarono di \$ 54 milioni, ma questo aumento fu controbilanciato da quello del reddito degli investimenti all'estero per conto di Americani.

Il totale delle importazioni nette di capitali esteri registrate agli Stati Uniti, ammontò a \$ 1141 milioni contro \$ 1536 milioni nel 1935; questo continuo afflusso di capitali spiega i grandi movimenti d'oro in direzione degli Stati Uniti. I due paesi che nel 1936 ricevettero le maggiori quantità d'oro presentano infatti l'interessante fenomeno d'aver avuto entrambi un saldo passivo nel conto corrente della loro bilancia dei pagamenti per lo stesso anno.

Si è già menzionato l'aumento delle riserve della Banca nazionale svizzera e della Banca neerlandese. Fra le altre banche centrali che aumentarono le loro riserve auree nel 1936 va citato in primo luogo la Sveriges Riksbank, che aumentò la propria di 169 milioni di franchi svizzeri oro, in parte grazie all'acquisto della produzione mineraria nazionale ed in parte per importazioni dall'estero. La Banca del Giappone aumentò la propria riserva di 114 milioni di franchi svizzeri oro mediante il metallo prodotto in paese e la Banca nazionale del Belgio aumentò la propria di 77 milioni di franchi svizzeri oro, mentre la Banca di Finlandia accrebbe la propria riserva aurea di 44 milioni di franchi svizzeri oro; nel 1936, come già l'anno prima, la Banca convertì in oro una parte del saldo attivo nel conto corrente della bilancia dei pagamenti. Anche la Banca di Norvegia fu in grado di aumentare la sua riserva d'oro per effetto del miglioramento della bilancia dei pagamenti del paese e fra i paesi baltici si nota il raddoppiamento, nel corso dell'anno della riserva aurea della Lietuvos Bankas.

Le riserve auree della Banca d'Italia furono rivalutate al momento dell'allineamento nell'autunno 1936 e, dopo trasferito allo Stato il profitto contabile che ne era risultato, esse ammontavano alla fine dell'anno a 3959 milioni di

lire contro 3027 milioni alla fine del 1935. In termini d'oro vi fu tuttavia nel corso dell'anno una diminuzione di circa 188 milioni di franchi svizzeri oro. La riserva aurea della Reichsbank discese da 82,5 milioni di marchi alla fine del 1935 a 66,5 milioni alla fine del 1936, principalmente a causa della domanda interna d'oro per le arti ed industrie. Le importazioni e le esportazioni d'oro nel corso del 1936, quali figurano nelle statistiche doganali tedesche, si equilibrarono approssimativamente; però al principio del 1937 v'è stato un aumento della importazione d'oro dovuto alla conversione in oro di divise e di taluni titoli esteri ceduti al governo in base al nuovo decreto.

Nel corso dell'anno la riserva aurea della Banca Nazionale di Cecoslovacchia diminuì di circa 65 milioni di franchi svizzeri oro e quella della Bank Polski di 30 milioni. In Cecoslovacchia non si verificarono importanti movimenti d'oro dopo la svalutazione dell'autunno. Infine va ricordata l'esportazione d'oro dalla Spagna in relazione alla guerra civile.

Nei paesi, nei quali è stato istituito il controllo dei cambi, le esportazioni dei capitali sono vietate salvo speciale autorizzazione e, di regola, è da escludersi il libero ingresso di capitali. Pertanto per questi paesi i movimenti dell'oro riflettono principalmente i movimenti nel conto corrente della bilancia dei pagamenti, ma le cifre a cui ammontano sono piccole in confronto con quelle dei movimenti dell'oro dovuti a trasferimenti internazionali di capitali. Va notato che questi ultimi soltanto in piccolissima misura trassero origine da operazioni di credito; principalmente si trattò di capitali effettivamente posseduti dal pubblico o dagli enti stessi per conto dei quali i trasferimenti venivano fatti.

4) L'ABBONDANZA DELL'ORO NEL SISTEMA MONETARIO.

I vasti movimenti dell'oro negli ultimi anni sollevano numerosi problemi che attraggono l'attenzione delle autorità nei vari centri monetari. Oltre a reprimere le eccessive fluttuazioni dei cambi, occorre tener conto dell'influenza che un afflusso, ovvero un efflusso d'oro può produrre sulle condizioni della moneta nazionale e del credito nei rispettivi paesi. Se l'afflusso d'oro sul mercato è conseguenza d'un movimento di capitali i quali possono venir ritirati in qualsiasi momento, può essere pericoloso per la banca centrale del mercato che riceve i capitali di acquistare oro senza contrapporvi operazioni equilibratrici, inquantochè tali acquisti tendono ad allargare la base del credito senza alcuna garanzia che l'aumento possa venir mantenuto permanentemente.

La manovra del Fondo britannico di perequazione dei cambi si è in gran parte ispirata a considerazioni di questo genere ed è interessante osservare che l'idea d'una politica volta ad equilibrare i movimenti temporanei dei capitali da un mercato all'altro, fu suggerita dal Comitato Macmillan nel paragrafo 355

(pp. 151 e 152) della relazione pubblicata nell'estate del 1931. In seguito fu sollevata anche la questione, se possa permettersi che quegli acquisti d'oro, che non sono la contropartita di movimenti di capitali più o meno temporanei, vadano ad accrescere le riserve delle banche commerciali oltre la misura che può apparire opportuna, specialmente in una fase ascensionale del ciclo economico, ovvero se convenga avvisare provvedimenti per neutralizzare, per quanto possibile, gli effetti di tali acquisti.

Nella Gran Bretagna l'istituzione del Fondo per i cambi nella primavera del 1932 costituì il meccanismo (operante mediante fondi ricavati principalmente dalla vendita di buoni del Tesoro) per intervenire sui mercati dei cambi e, contemporaneamente, regolare la situazione del *credito interno*. Quando il Fondo interviene in caso d'affluenza di capitali, la vendita dei buoni del Tesoro agisce come neutralizzatore, impedendo ai capitali importati di andare a gonfiare i saldi creditori delle banche anonime presso la Banca d'Inghilterra; quando invece i capitali emigrano dal mercato londinese, il Fondo per i cambi realizza un movimento neutralizzatore coll'agire in senso opposto, cioè vendendo cambi o oro ed acquistando buoni del Tesoro. Pertanto un aumento della scorta d'oro del Fondo non produce un aumento dei saldi di proprietà delle banche. Per mettere biglietti in circolazione ovvero aumentare i saldi creditori delle banche, la Banca d'Inghilterra può acquistare una parte dell'oro, senza essere costretta essa stessa a vendere od acquistare in contropartita dei titoli.

La tecnica della neutralizzazione è stata gradualmente adattata alle varie specie di movimenti del credito e del cambio. Se i capitali affluenti sul mercato di Londra vengono depositati nelle banche e pertanto producono un aumento del volume totale dei depositi, il volume delle disponibilità di cassa delle banche (monete, biglietti e saldi creditori alla Banca d'Inghilterra) deve aumentare di circa un decimo del volume dei nuovi depositi, per evitare una diminuzione della percentuale di copertura in contanti delle banche, la quale viene mantenuta tradizionalmente a circa un decimo dei depositi totali. Se d'altra parte, aumenta la domanda di biglietti, le "clearing banks" sono costrette a procurarseli alla Banca d'Inghilterra. In questo caso, per compensare la riduzione della copertura in contanti delle banche, la Banca d'Inghilterra deve provvedere a ripristinare i saldi creditori delle banche per una cifra complessiva eguale a quella dell'aumento della circolazione dei biglietti. Durante il 1936 la circolazione dei biglietti aumentò all'incirca di £ 50 milioni e la Banca d'Inghilterra vi fece fronte accrescendo le sue riserve auree. Vi fu peraltro un aumento di £ 65 milioni nelle riserve auree della Banca d'Inghilterra nel dicembre 1936; in questo caso lo scopo fu quello di alleggerire le scorte d'oro del Fondo dei cambi in modo da accrescere la liquidità di quest'ultimo senza produrre sul mercato ripercussioni sulla base del credito. L'oro fu acquistato dalla Banca d'Inghilterra, principalmente contro titoli,

in tale maniera da lasciare immutati i saldi delle banche anonime. Simultaneamente, l'emissione fiduciaria di biglietti (cioè la quantità di biglietti che la Banca d'Inghilterra ha facoltà di emettere in più delle sue riserve auree) fu ridotta da £ 260 milioni a £ 200 milioni.

Il Fondo di stabilizzazione dei cambi, istituito negli Stati Uniti al principio del 1934, acquistò oro per conto della Tesoreria, mediante fondi ottenuti dalle Banche di Riserva Federale contro certificati di deposito d'oro, ma non effettuò operazioni neutralizzatrici sul mercato dei titoli (open-market operations). Ne seguì che l'afflusso d'oro, ammontante approssimativamente a \$ 4000 milioni nel triennio dal 1934 al 1936, accrebbe d'altrettanto i fondi di riserva delle banche affiliate al Sistema di Riserva Federale, nonché i loro depositi. Si crearono così dei fondi di riserva di gran lunga eccedenti le prescrizioni statutarie; al principio del 1936 l'eccedenza di tali riserve ammontava a \$ 3000 milioni (v. grafico alla pagina 87).

Era da temersi che questo allargamento della base del credito cagionasse una pericolosa espansione dell'offerta di denaro in forma di credito bancario, e per ciò, allo scopo di porre ostacolo a tale espansione, il Consiglio dei governatori del Sistema di Riserva Federale decise di elevare la percentuale obbligatoria di riserva delle banche affiliate. Nel luglio 1936, la percentuale fu aumentata del 50 per cento e nel gennaio 1937, d'un ulteriore 50 per cento della cifra primitiva; in tal modo le riserve obbligatorie delle banche affiliate hanno raggiunto i limiti massimi permessi dalla legge. Fu stimato che dal 1° maggio, data d'applicazione delle nuove prescrizioni al gennaio 1937 l'eccedenza di riserve delle banche affiliate si era ridotta a circa \$ 500 milioni, cifra ritenuta dal Consiglio dei governatori come ampiamente sufficiente per finanziare ulteriori sviluppi economici e mantenere il denaro a buon mercato.

Un altro provvedimento per controbilanciare gli effetti dell'aumento delle riserve auree fu preso nel dicembre 1936. Il 21 del detto mese il Segretario del Tesoro annunciò l'intervento della Tesoreria, in relazione agli aumenti o alle diminuzioni delle riserve auree, mediante nuove vendite di obbligazioni di debito pubblico, col ricavo delle quali verrebbe acquistato dell'oro, ovvero riacquisti o rimborsi di obbligazioni in circolazione, nel caso di movimento nella direzione opposta. Fu spiegato nel Bollettino della Riserva Federale del gennaio 1937 che, quando tale provvedimento fosse posto in esecuzione, l'effetto dell'aumento delle scorte d'oro sulle riserve delle banche verrebbe neutralizzato dalle vendite al pubblico di un ammontare equivalente di obbligazioni del Governo americano e dall'accantonamento dell'oro acquistato, proveniente dall'estero o dalle miniere nazionali, in un "conto inattivo" alla Tesoreria. Similmente una diminuzione delle scorte d'oro verrebbe neutralizzata dall'acquisto o dal rimborso, sul mercato, di obbligazioni degli Stati Uniti, ciò che restituirebbe al mercato i

fondi perduti a causa dell'esportazione dell'oro. Pertanto, nella misura in cui il provvedimento verrebbe posto in esecuzione, il volume delle riserve delle banche affiliate non subirebbe nè accrescimenti nè diminuzioni per effetto delle variazioni nelle scorte d'oro. Alla fine d'aprile 1937, la quantità del cosiddetto "oro inattivo" detenuto dalla Tesoreria ed acquistato colle disponibilità ordinarie del Tesoro a partire dalla entrata in vigore del provvedimento nel dicembre 1936, ammontava ad oltre \$ 500 milioni.

Anche in altri paesi sono state prese misure per controbilanciare l'effetto dei forti aumenti delle riserve auree. In Argentina, il Banco Central seguì a vendere alle banche commerciali, durante il 1936, titoli di Stato di sua proprietà; esauriti questi ultimi, il governo creò buoni del Tesoro destinati ad assorbire l'oro, in base ad un piano simile a quello degli Stati Uniti, descritto qui sopra. Nella Nuova Zelanda, la Banca di Riserva è stata autorizzata ad aumentare la percentuale obbligatoria di copertura liquida delle banche commerciali. In parecchi altri paesi si trovano allo studio misure analoghe e proposte ideate allo scopo di rendere possibile alle autorità monetarie, sia di accrescere gli obblighi di copertura, sia di intervenire sui mercati mediante vendite di titoli. Il fatto che simili provvedimenti siano già stati, o stiano per essere presi in diversi paesi, indica quali preoccupazioni cagionino i problemi derivanti dall'abbondanza delle scorte e dagli imponenti movimenti dell'oro. Va diffondendosi largamente la politica della sterilizzazione dell'oro e sorge la domanda fino a quale punto le misure contemplate riusciranno efficaci per neutralizzare gli effetti che normalmente dovrebbe produrre l'aumento delle disponibilità in oro. Considerando la varietà delle circostanze che possono verificarsi, bisogna limitarsi ad esaminare soltanto pochi casi tipici e semplificati, onde far risaltare alcuni dei punti più importanti.

Suppongasì che l'oro venga spostato da un mercato all'altro, non per saldare la bilancia corrente dei pagamenti, ma per effettuare un trasferimento di capitali. A contropartita dell'oro, le banche commerciali del paese destinatario forniscono un volume equivalente di depositi e, se la banca centrale acquista l'oro senza compiere un'operazione di neutralizzazione, i saldi presso di essa delle banche commerciali risultano aumentati dello stesso importo. Se invece la banca centrale vende titoli per un importo corrispondente a quello dell'oro acquistato, neutralizza l'aumento dei saldi delle banche commerciali. Quello che accadrà ai depositi presso le banche commerciali differirà secondo che i titoli offerti siano acquistati dalle banche stesse ovvero dal mercato estero. I capitali trasferiti dall'estero non verranno presumibilmente adoperati per l'acquisto di merci, bensì, ove non rimangano in deposito, per l'acquisto di titoli d'investimento. Poichè, d'altra parte, l'intervento della banca centrale ha ingrossato il volume dei titoli sul mercato finanziario, si stabilirà un equilibrio fra la domanda e l'offerta di

titoli d'investimento sul mercato. In taluni casi isolati potranno esservi deviazioni da questa regola, inquantochè i fondi portati sul mercato potranno trovare collocamento in azioni o altro genere di investimento, anzichè sul mercato dei titoli di stato, ma in generale si può ritenere che finora l'afflusso di fondi e d'oro è stato neutralizzato, più o meno, nella maniera ora descritta. E' necessario, tuttavia, che il ricavo delle vendite di titoli da parte della banca centrale rimanga senza impiego e, pertanto, l'interesse fruttato da tali titoli costituirà una perdita netta per la banca centrale o, secondo il caso, per il governo. Non cambia essenzialmente la situazione quando l'ente che effettua le operazioni di neutralizzazione è un Fondo per i cambi anzichè la banca centrale. Occorre semplicemente che una quantità sufficiente di titoli di Stato sia disponibile per gli interventi sul mercato; l'istituzione di un Fondo dei cambi può essere un metodo (come è il caso a Londra) per provvedere questi titoli.

Un problema più difficile sorge quando l'oro proviene dalle miniere. In tale caso il primo effetto dell'acquisto dell'oro è, come nel caso precedente, l'incremento dei depositi presso le banche commerciali e dei saldi di riserva delle banche stesse alla banca centrale. E' vero altresì, che la vendita dei titoli da parte della banca centrale per un importo equivalente all'oro acquistato, riduce i saldi delle banche commerciali presso la banca centrale ed evita un'espansione del credito nel sistema bancario. Ma che cosa accade dei depositi creatisi presso le banche commerciali? In mano ai produttori d'oro tali depositi non costituiscono un investimento di capitale, bensì vanno spesi in salari, materiale, tasse e dividendi. Risulta accresciuta la domanda di beni diretti conseguentemente all'aumento del potere d'acquisto del pubblico. Tale espansione può tornare utile per controbilanciare un aumento di produzione di beni, ma ove fosse troppo grande, porrebbe il problema della neutralizzazione dell'eccesso di potere d'acquisto. Occorrerebbe allora restringere il volume del potere d'acquisto preesistente, in misura corrispondente all'aumento dello stesso cagionato dai produttori d'oro, nell'ipotesi che siano riusciti a vendere l'oro nel paese stesso. Si otterrebbe la voluta restrizione, se le somme impiegate all'acquisto dell'oro fossero state procurate mediante imposizione fiscale ovvero prestiti sottoscritti dal pubblico risparmio. Nel caso in cui la banca centrale vende titoli per neutralizzare gli acquisti d'oro, occorre che tali titoli assorbano una parte del risparmio di nuova formazione, al fine di impedire non soltanto l'allargamento della base del credito, ma anche l'aumento del potere d'acquisto impiegato nell'acquisto di beni di consumo. Può darsi che sia necessario, per rendere efficace l'intervento allo scopo di provvedere fondi per l'acquisto d'oro di nuova estrazione, spingere l'assorbimento del risparmio di nuova formazione fino al punto di produrre un inasprimento dei tassi d'interesse. Nell'impiego di misure creditizie per neutralizzare gli effetti di una produzione d'oro troppo abbondante, può sorgere,

pertanto, il problema, se sia possibile, o meno, di perseverare a lungo nella politica del denaro a buon mercato.

In pratica può riuscire difficile di identificare gli effetti dell'oro di nuova estrazione mineraria, dato che dai centri di produzione esso si avvia verso vari centri monetari, ma non può porsi in dubbio che questa produzione d'oro tenda ad aumentare la domanda dei consumatori.

Nel 1936 la quantità d'oro che fu oggetto di movimenti internazionali fu eccezionalmente grande, data la crescente produzione mineraria, le perduranti spedizioni dall'Oriente e l'offerta d'oro da parte del pubblico in Occidente. Inoltre una quantità d'oro altrettanto grande quanto l'intera produzione dell'annata uscì dalle riserve della Banca di Francia. E' ovvio, che alcune fra queste fonti di movimento dell'oro sono destinate ad inaridirsi: le spedizioni dall'Oriente furono più modeste che negli anni precedenti e potrebbero presto venir sostituite da movimenti in senso contrario; l'offerta d'oro da parte del pubblico, che cominciò in Occidente dopo la svalutazione delle monete del "blocco dell'oro", ha già diminuito buona parte della quantità tesoreggiata; ed il miglioramento della situazione economica e finanziaria della Francia ha avuto un'influenza moderatrice sull'esodo d'oro dal detto paese. Resta l'estrazione mineraria. Nel 1936 la produzione mondiale dell'oro superò, in peso, di quasi 80 % la produzione annuale del periodo 1924/1929. Al prezzo, sul mercato londinese, di 84 scellini 11 $\frac{1}{2}$ denari l'oncia, la produzione del 1929 rappresentava un valore di circa 80 milioni di sterline, di cui circa 50 milioni di sterline furono disponibili per scopi monetari; nel 1936 con un prezzo di circa 140 scellini per oncia d'oro, la produzione raggiunse il valore di sterline 245 milioni interamente disponibili per scopi monetari. Tutte le indicazioni che pervengono da paesi produttori tendono ad indicare che la produzione è in continuo aumento; nell'Africa del Sud comincia appena ora a risentirsi l'effetto degli ampliamenti degli impianti. Nell'U.R.S.S., la produzione dell'oro continua ad aumentare e l'esportazione ne è stata ripresa in marzo e aprile 1937. Nel Canada le relazioni ufficiali prevedono un grande aumento; sembra che soltanto negli Stati Uniti la produzione abbia raggiunto, se non proprio il massimo, almeno un livello che non sarà di gran che oltrepassato. E' stato pronosticato che fra non molto la produzione mondiale dell'oro sarà di 40 milioni d'oncie all'anno, cioè più del doppio della quantità prodotta nel 1929.

Il recente aumento della produzione è dipeso dalla condizione attuale dei prezzi e dei costi e può domandarsi, se l'aumento dei costi cui condurrà l'abbondanza dell'oro non avrà un'influenza limitatrice sulla produzione futura. Tale domanda si fonda sull'ipotesi che i provvedimenti già presi per sterilizzare l'oro, non riescano ad impedire che l'accresciuta produzione rialzi il livello dei costi e dei prezzi. Suppongasi, tuttavia, che i costi ed i prezzi dei beni di

consumo ritrovino un livello prossimo a quello degli anni 1926/1929; al prezzo di \$ 35, ovvero scellini 140, l'oncia, il prezzo dell'oro sarebbe ancora di 70 % superiore a quello degli anni predetti. La Union Corporation asserisce, nella sua relazione per il 1936, che "il prezzo medio dell'oro per testa d'abitante nel mondo intero trovasi ora a 85 % al di sopra del prezzo del 1929". In tale circostanza v'è poca probabilità, per parecchi anni, che l'aumento dei costi e dei prezzi eserciti un'influenza restrittiva sulla produzione dell'oro.

Passando a considerare la domanda d'oro, appare probabile che i paesi d'Oriente presto ricomincino a tesoreggiare il metallo. Nel periodo dal 1926 al 1929 la domanda d'oro dall'Oriente ammontò a circa £ 15 milioni all'anno e potrà accadere che una domanda leggermente maggiore si verifichi quando la prosperità ritornerà. Inoltre, l'introduzione dell'oro nelle riserve monetarie della Cina può fornire un nuovo sbocco all'oro in Oriente. Tuttavia, l'oro tesoreggiato in Oriente, di regola, viene acquistato mediante il risparmio ordinario e col favore d'una bilancia dei pagamenti attiva. Le quantità che potranno essere assorbite dall'Oriente non saranno quindi assai grandi.

Una domanda d'oro eccezionale potrà venire dai paesi ove attualmente scarseggiano le riserve monetarie. Tuttavia, senza l'aiuto di prestiti esteri, la ricostituzione di tali riserve non potrà, con ogni probabilità, che essere graduale. Per quanto riguarda la Francia, il rimpatrio dei capitali sarà indubbiamente accompagnato da grandi movimenti d'oro, ma questi non rappresenteranno, in fondo, che una redistribuzione delle scorte già esistenti, poichè non si tratterà che del rovesciamento d'un precedente efflusso. Ma in un'epoca in cui la produzione mondiale annuale dell'oro è di £ 245 milioni all'anno, anche un importante ritorno di capitali non potrà produrre che un sollievo temporaneo.

Va anche osservato che la domanda d'oro da parte delle arti ed industrie, che un tempo assorbiva 20 % della produzione annuale, ora non ne assorbe che 5 %.

In tali circostanze, i paesi che già possiedono vaste riserve monetarie continueranno, verosimilmente, a trovarsi di fronte al problema di assorbire cospicue quantità d'oro nuovo; e la politica della sterilizzazione li espone ad oneri sempre crescenti. Non sorprende pertanto che i problemi sopra accennati, attirino seria attenzione e provochino proposte di soluzione in vario senso. Per esempio, si è detto che la produzione dell'oro dovrebbe essere sottoposta a controlli e limitazioni, ma tale provvedimento, che pur merita d'essere ulteriormente studiato, è reso difficile, dato l'aumento dei centri di produzione negli ultimi anni. E' stato anche proposto di rimettere in circolazione monete d'oro. Ciò può essere possibile in taluni paesi, ma l'esperienza ha dimostrato che, quando il pubblico ha perduta l'abitudine di portare seco monete d'oro, è difficile reintrodurle in circolazione. Anche se ciò fosse possibile, il problema non sarebbe risolto: non

vi sarebbe certamente gonfiamento dei saldi delle banche commerciali presso la banca centrale, fintantochè l'oro venisse immesso nella circolazione, ma le nuove monete, se non tesoreggiate, aumenterebbero il volume del potere d'acquisto, mentre al contempo la produzione dell'oro non verrebbe ridotta. Cade a proposito il ricordare che prima della guerra, quando l'oro, circolava effettivamente in quantità che difficilmente si raggiungerebbero nuovamente, l'aumento della produzione d'oro nell'Africa del Sud cagionò un sensibile aumento dei prezzi.

E' stato anche proposto che il prezzo dell'oro per oncia venga abbassato dall'alto livello che ha raggiunto; verrebbe ridotta in tal modo la quantità di potere d'acquisto monetario rappresentata da un determinato peso d'oro, e un'influenza restrittiva ne risulterebbe sulla produzione dell'oro divenendo questa meno profittevole. Non può mettersi in dubbio che attualmente l'abbassamento del prezzo dell'oro aiuterebbe a risolvere i seri problemi che risultano dalla produzione sovrabbondante. Esso causerebbe tuttavia certe difficoltà in relazione alla valutazione delle riserve auree e della posizione relativa delle varie monete, posizione la quale, avendo ritrovato un principio di equilibrio, va disturbata il meno possibile. Inoltre, nascerebbe il pericolo, per l'avvenire, della manipolazione delle monete, che aggiungerebbe un elemento d'instabilità e sfiducia nel sistema monetario.

Le varie questioni sopra accennate non possono essere trascurate, per difficili che siano, quando si discuta intorno alla ricostituzione di un sistema monetario mondiale. Anche dal punto di vista dei produttori dell'oro, è importante che vengano stabilite delle condizioni, grazie alle quali l'oro continui ad essere utile come base delle monete, piuttosto che concentrare l'attenzione sui profitti immediati.

IV. I MOVIMENTI DI CAPITALI E L'INDEBITAMENTO INTERNAZIONALE A BREVE TERMINE.

Come nei due anni precedenti, anche nel 1936 i mercati dei cambi furono dominati da vasti movimenti di capitali fra i paesi creditori. Il trasferimento di capitali, effettuato mediante spedizioni d'oro in Inghilterra, nei Paesi Bassi, in Svizzera e specialmente negli Stati Uniti, è divenuto imbarazzante ed i possibili effetti di questi vasti movimenti sono oggetto di attento esame. Scarsi tuttora sono gli investimenti di capitali freschi in paesi esteri per nuove imprese ed anzi quei paesi debitori i quali si trovano in una migliore situazione di cambi, stanno rimborsando gli antichi prestiti e crediti, specialmente all'Inghilterra ed agli Stati Uniti. Vi sono tuttavia indizii d'una ripresa degli investimenti privati in quei paesi, come l'Argentina e l'Australia che, durante la depressione, fecero fronte ai loro impegni. Le disponibilità a breve termine in conto estero sui mercati di Londra e di Nuova York hanno continuato ad aumentare, mentre continua lentamente e con difficoltà la liquidazione, da parte dei paesi ove vigono restrizioni di cambi, dei crediti a breve termine ricevuti in passato dall'estero, nonchè la liquidazione di altri debiti bloccati. I paesi che stanno effettuando queste liquidazioni posseggono, generalmente, insufficienti risorse all'estero, mentre quelli che ricevono i capitali sono preoccupati dell'accrescimento delle loro riserve monetarie.

Il movimento più importante è avvenuto in direzione degli Stati Uniti ed è possibile studiarlo con una maggior precisione che non nel caso d'altri paesi, grazie al materiale statistico messo a disposizione dal Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti e, recentemente, anche dalla Tesoreria degli Stati Uniti.

Prima della guerra, gli investimenti in titoli americani per conto dell'estero erano valutati a circa 5 miliardi di dollari e, poichè i titoli esteri posseduti negli Stati Uniti erano pressochè trascurabili, questa cifra rappresenta all'ingrosso la posizione debitrice netta degli Stati Uniti. Durante la guerra, circa una metà di questi investimenti in America furono rivenduti e nuovi prestiti furono ottenuti dagli Stati Uniti, che divennero un paese creditore, anzi, a partire dal 1920 il più importante dispensatore di prestiti all'estero. In certa misura, però, i paesi esteri ricostituirono importanti portafogli di titoli americani. Nel 1931 cessarono i prestiti americani a lungo e a breve termine, ma d'altra parte l'estero liquidò gran parte delle sue disponibilità in dollari a breve termine, sicchè, nel saldo, si riscontra nel periodo 1931/33 un efflusso di capitali dagli Stati Uniti, accompagnato talvolta da uscite d'oro e accresciuto nel 1933 dalla fuga dei capitali americani per timore del deprezzamento del dollaro.

Un brusco cambiamento nella direzione dei movimenti dei capitali si produsse a seguito della fissazione, alla fine di gennaio 1934, del nuovo valore del dollaro, determinato dal rapporto di \$ 35 per oncia d'oro in luogo dell'antico rapporto di 20,67: da un giorno all'altro, gli Stati Uniti divennero il più importante paese importatore di capitali nel mondo intero. Nei tre anni dal 1934 al 1936 l'importazione di capitali ammontò di 4 miliardi di dollari, cifra quasi identica a quella dell'importazione d'oro durante lo stesso periodo (il saldo attivo nel conto corrente della bilancia dei pagamenti venendo coperto da importazioni d'argento). Questa cifra globale include diversi movimenti: ritorno di capitali americani; ritiri di crediti americani a paesi esteri; riacquisto e riscatto da parte dell'estero di prestiti emessi in passato a Nuova York; acquisti da parte dell'estero di titoli americani ed aumenti delle disponibilità a breve termine per conto dell'estero negli Stati Uniti.

Dei 4 miliardi di dollari costituenti l'afflusso di capitali, tre quarti sono "registrati" nelle statistiche annuali sulla bilancia dei pagamenti pubblicate dal Dipartimento di Commercio degli Stati Uniti; il resto, compresa una cifra aggiunta per tener conto di possibili errori ed omissioni nel conto corrente della bilancia dei pagamenti, è incluso nelle statistiche in una singola voce intitolata "residuo". In base a questi dati ed alle indicazioni fornite recentemente dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, è stato possibile compilare la seguente tabella, che mostra la composizione dei capitali affluiti durante gli anni 1934/36.

Capitale netto affluito	"registrato"			"residuo"	Totale generale	Nette importazioni d'oro
	a lungo termine	a breve termine	totale			
Anno	in milioni di dollari					
1934	194	192	386	482	868	1,132
1935	442	969	1,411	455	1,866	1,739
1936	792	403	1,195	146	1,341	1,117
Totale	1,428	1,564	2,992	1,083	4,075	3,988

* Compresa, per comodità di presentazione, alcune partite varie "registrate", ciò che spiega la differenza fra il totale dei movimenti "registrati" qui indicato e quello che figura alla pag. 54.

Il movimento raggiunse la sua massima ampiezza nel 1935, ed in questo anno preponderarono le importazioni di capitali a breve termine; esso rimase tuttavia cospicuo nell'anno successivo, nel quale predominarono le operazioni a lungo termine.

Sulla cifra di circa \$ 1560 milioni, cui ammontano, per il triennio, i saldi netti delle importazioni "registrate" di capitali a breve termine, \$ 560 milioni rappresentano fondi di proprietà delle banche americane, ritirati dall'estero, i quali, per quasi una metà, provennero dalla liquidazione progressiva dei crediti immobilizzati dei paesi europei e dell'America del Sud. L'estero (cioè, le persone

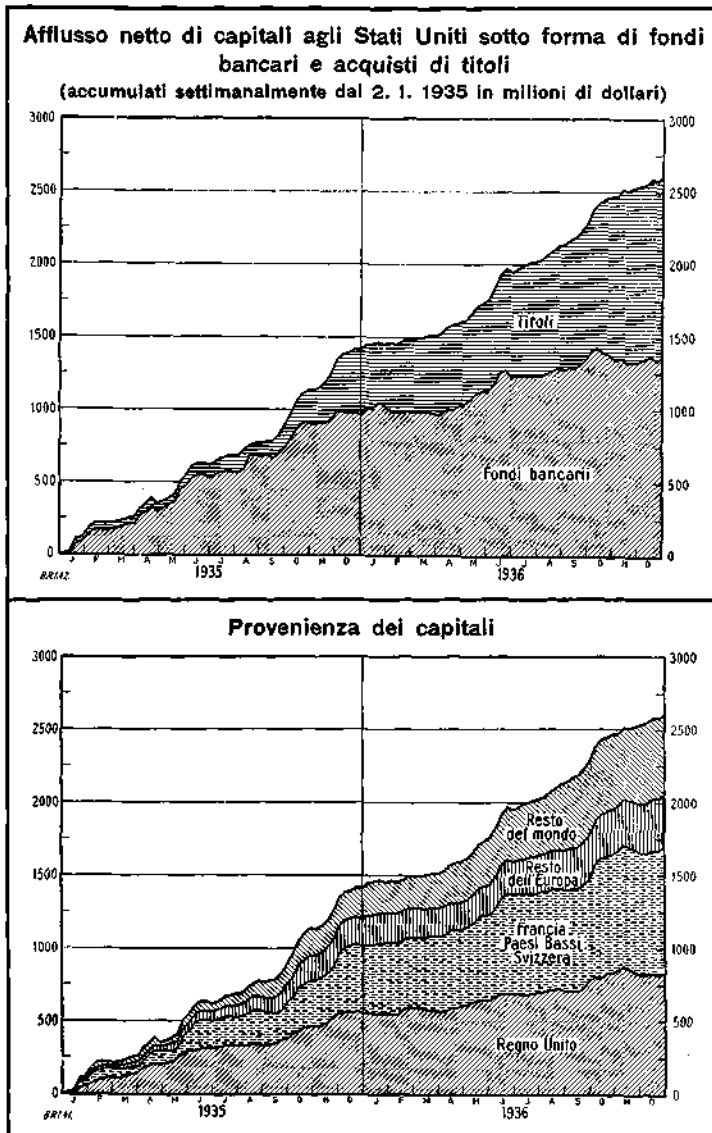
ed enti domiciliati all'estero) aumentarono i loro saldi creditori ed altri averi a breve termine negli Stati Uniti per complessivamente \$ 1000 milioni, raggiungendo alla fine del 1936 una cifra complessiva di disponibilità per \$ 1500 milioni, cioè circa il triplo di quella che l'estero aveva alla fine del 1933, ma soltanto metà del volume delle analoghe disponibilità del 1929. Ove però voglia istituirsi un raffronto con la situazione quale essa era sette o otto anni fa, occorre ricordare che, allora, le banche centrali possedevano scorte di dollari assai più cospicue delle attuali e che, d'altra parte, le cifre recenti sono più comprensive di quelle degli anni passati. Alla fine del settembre 1936, i principali paesi possessori di disponibilità a breve termine negli Stati Uniti erano i seguenti:

	Milioni di dollari	
Regno Unito	300	I saldi creditori della Francia, dei Paesi Bassi e della Svizzera poco diminuirono dopo il settembre 1936, ma più sensibile fu il regresso dei saldi creditori per conto britannico, in relazione ad una riduzione dello sconto sulla sterlina a consegna ed al leggero irrigidimento dei tassi d'interesse a Londra. I saldi creditori mantenuti dalle banche britanniche a Nuova York e quelli mantenuti dalle banche americane a Londra, sono molto sensibili ai movimenti dei tassi d'interesse
Francia	172	
Paesi Bassi	81	
Svizzera	154	
Canadà	174	
America latina	203	
Estremo Oriente	211	
Altri	201	
Totale:	<u>1.496</u>	

a breve termine e dei corsi del cambio a consegna tra sterlina e dollaro.

Talune attività a breve termine, tenute in conto estero negli Stati Uniti, sono talvolta fondi che colà hanno cercato rifugio ed il fatto che la loro accumulazione, per conto dell'Inghilterra e dei paesi del "blocco dell'oro", si produsse ad intervalli irregolari durante i periodi di incertezza politica e monetaria in Europa, dà a pensare che in avvenire queste accumulazioni si rivelino instabili. Non va trascurato il fatto, però, che una parte importante di queste attività, nonché quelle appartenenti ad altri paesi i quali le hanno accumulate in maniera regolare, rappresentano capitali d'esercizio abitualmente impiegati su mercati esteri. "Col migliorare del commercio mondiale non è improbabile che i capitali d'esercizio impiegati in questo paese aumentino rapidamente", scrisse il Segretario della Tesoreria degli Stati Uniti in una lettera aperta nel settembre 1936; e ciò si dimostra vero particolarmente all'epoca attuale, in cui tanti paesi sono costretti a finanziare da sé il loro commercio estero, non potendo ottenere crediti in dollari.

Gli acquisti netti "registrati" di titoli da parte dell'estero durante il triennio ammontarono a \$ 1430 milioni, di cui \$ 535 milioni, ossia più di un terzo, rappresentano acquisti netti e riscatti di titoli esteri e, pertanto, possono essere considerati un movimento di carattere irreversibile. Per quanto riguarda gli acquisti di titoli americani da parte dell'estero, per un ammontare di \$ 895



milioni, essi non cominciarono in realtà prima del maggio 1935, ma da allora in poi ebbero tendenza ad aumentare. Il Bollettino di Riserva Federale del luglio 1936 contiene l'osservazione che "l'acquisto di titoli americani da parte dell'estero, dopo il maggio 1935, sembra riflettere piuttosto la situazione degli Stati Uniti che non quella dell'Europa" e che "il carattere sostenuto di questo movimento, ad epoche alle quali i saldi europei non aumentavano, anzi diminuivano, come per esempio durante i cinque mesi terminati coll'aprile 1936, dà l'idea che i capitalisti esteri ritenessero di trovare sul mercato

americano possibilità di investimenti redditizi dei loro fondi." Analogamente, dopo le svalutazioni del settembre 1936, gli acquisti di titoli americani proseguirono più attivamente che mai.

Non s'ebbe nessuna notizia sicura circa l'ammontare totale degli investimenti negli Stati Uniti per conto estero, fino al momento in cui il Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti pubblicò i risultati di un'inchiesta particolareggiata, la quale permise di formare il quadro relativo alla fine del 1935, che figura alla pagina seguente.

"Durante la depressione, sebbene i titoli possano aver cambiato di mano e le loro quotazioni possano aver variato, l'estero ha conservato in questo paese un volume di titoli sostanzialmente eguale all'attuale" — osserva il Bollettino di Riserva Federale, aggiungendo che "non sembra che più di 10 % dei 5 miliardi

Totale degli investimenti negli Stati Uniti	Gran Bretagna	Blocco dell'oro*	Canada	Altri paesi	Totale
	in milioni di dollari				
Azioni ordinarie (al valore di mercato) . .	372	552	408	683	2.015
Azione preferenziali (alla pari)	146	64	66	53	329
Obbligazioni (alla pari) . . .	91	338	49	129	607
Investimenti diretti	362	276	322	85	1.045
Altri investimenti	403	235	161	240	1.039
Totale	1.374	1.465	1.006	1.190	5.035

* Francia, Paesi Bassi e Svizzera.

di dollari di attività a lungo termine posseduto dall'estero alla fine del 1935, siano stati da loro acquistati posteriormente al 1933". Nel 1936, l'acquisto da parte dell'estero di titoli americani per \$ 600 milioni e l'aumento delle quotazioni di borsa possono aver portato a circa \$ 6250 milioni il volume degli investimenti americani per conto dell'estero alla fine del 1936. Se l'esperienza del passato deve servire di guida, si può concludere che molti di questi investimenti non subiranno alterazioni per parecchi anni. Aggiunge ancora il Bollettino di Riserva Federale "che non sembra esservi stato un persistente ritiro dei titoli dal mercato americano neppure durante i primi anni della depressione, quando scarsa era la fiducia e rapidamente calavano i prezzi." Quantunque un afflusso di capitale, che continua da più di tre anni ad una media d'oltre 100 milioni di dollari al mese, debba essere motivo di preoccupazione, non sembra probabile che si produca una brusca inversione del movimento.

Nell'insieme, gli investimenti all'estero per conto americano sono stati assai più variabili nel corso dell'ultimo decennio, che non gli investimenti negli Stati Uniti per conto estero. Nel 1926, 1927 e 1928 furono lanciate nuove emissioni estere negli Stati Uniti ad una media d'oltre 1 miliardo di dollari all'anno; ma durante gli ultimi tre anni il totale dei crediti degli Stati Uniti verso l'estero a breve termine o per obbligazioni è andato restringendosi assai rapidamente. Va osservato che gli investimenti diretti americani all'estero sotto forma di affari industriali e commerciali, partecipazioni ecc. si sono mantenuti assai più stabili, che non il volume degli investimenti sotto forma di obbligazioni e crediti a breve termine. In realtà, gli investimenti diretti americani all'estero sono andati aumentando durante la depressione ed alla fine del 1935 entravano per \$ 7835 milioni nell'insieme degli investimenti americani all'estero, ammontanti a \$ 12.630 milioni.

Può domandarsi, donde provennero i fondi che hanno costituito il vasto movimento di capitali verso gli Stati Uniti negli ultimi anni. Per gettare luce su tale questione è interessante riassumere, come segue, le cifre pubblicate dalla Tesoreria degli Stati Uniti, relative all'afflusso di capitali negli anni 1935 e 1936, le quali hanno servito di base ai grafici riprodotti più sopra.

	in milioni di dollari		in milioni di dollari
Capitale a breve termine:		Provenienza dei capitali affluiti:	
Ritiri netti da parte americana di capitali all'estero	456	Regno Unito	830
Afflusso netto di capitali stranieri	916	Francia	300
	1.372	Paesi Bassi	230
Affari in titoli:		Svizzera	335
Acquisti netti di titoli americani	917	Altri paesi europei	356
Acquisti netti di titoli esteri	316	Totale Europa	2.051
	1.234	Altri paesi	556
Afflusso complessivo di capitale	2.607	Totale	2.607

Ai ritiri dei crediti americani durante gli ultimi due anni fu fatto fronte principalmente con mezzi imputabili al conto corrente della bilancia dei pagamenti dei paesi interessati, come per esempio, in Finlandia, mediante suoi saldi creditori, oppure, in Germania, mediante devoluzione a questo scopo di particolari categorie d'attività del conto corrente della bilancia dei pagamenti (vendite di "marchi registrati"). Anche le somme impiegate per il rimpatrio, o il rimborso in contanti, di obbligazioni in dollari provennero in gran parte dalle disponibilità in conto corrente dei paesi che, come la Finlandia, il Belgio e l'Argentina, si sono trovati in grado di servirsi di questo mezzo per restringere il loro indebitamento verso l'estero. Quanto all'acquisto di titoli americani ed all'accumulazione di saldi creditori in dollari, non può dirsi che ciò si sia fatto servendosi di disponibilità nel conto corrente della bilancia dei pagamenti, tranne in pochi casi, come quello del Canada. Circa l'Inghilterra, il trasferimento di capitali prettamente inglesi fu probabilmente compensato in gran parte dai fondi ricevuti a titolo di rimborso di vecchi prestiti in sterline (tanto a lungo, quanto a breve termine) ma per la Francia, in particolare, l'esodo di fondi s'effettuò unicamente mediante prelevamenti sulle riserve auree monetarie.

Le esportazioni di capitale della Francia si diressero in parte verso gli Stati Uniti, maggiormente verso l'Inghilterra, ma anche verso il Belgio, la Svizzera ed i Paesi Bassi. Le cifre della Tesoreria americana non indicano forti importazioni di capitale della Francia. Per l'intervallo di ventun mesi decorsi dal principio del 1935 alla svalutazione nel settembre 1936, sono "registrati" soltanto 200 milioni di dollari in provenienza dalla Francia (\$ 130 milioni a breve termine e \$ 70 milioni per acquisti di titoli) ciò che equivale a 3000 milioni di franchi del 1928. Ma le esportazioni complessive di capitali francesi ammontarono a più volte questa cifra. Durante lo stesso intervallo, la Banca di Francia perdette oro per 32 mi-

liardi di franchi, cui vanno aggiunti 5 miliardi di franchi in crediti ottenuti all'estero. Va tenuto conto però dello sbilancio nel conto corrente della bilancia dei pagamenti durante il periodo considerato, dei ritiri di capitali esteri, del tesoreggiamento d'oro nell'interno della Francia e di altre partite, cioè nell'insieme di circa 14 miliardi di franchi i quali, dedotti dalla cifra lorda di 37 milioni di franchi, lasciano una differenza di 23 milioni di franchi (all'incirca \$ 1500 milioni) quale misura del capitale francese esportato durante il periodo considerato. Benchè grande, questa cifra rappresenta appena la metà di quella a cui venne stimata l'esportazione di capitali francesi negli anni 1924/26; però allora il conto corrente della bilancia dei pagamenti della Francia presentava un saldo attivo mentre la tensione negli ultimi anni fu sopportata direttamente dalla Banca di Francia e dal mercato parigino.

Il vasto esodo di capitali dal mercato francese durante i primi nove mesi del 1936 costituì il fattore principale dell'inasprimento del cambio del dollaro contro la sterlina, il quale passò da 4,95, al principio di marzo, ad oltre 5,05, nel settembre 1936. Dopo la svalutazione alla fine di settembre 1936, il detto cambio fu liberato bruscamente dalla pressione dei capitali provenienti dal continente e rapidamente cadde a 4,90 al principio d'ottobre. Prima della svalutazione, le vendite allo scoperto di franchi francesi si fecero per lo più contro sterline, e questa posizione speculativa fu coperta nelle prime tre settimane d'ottobre 1936. Il ritorno dei capitali in Francia dopo la svalutazione non assunse vaste proporzioni e nel novembre e nei mesi successivi fu sostituito da nuove esportazioni. Nel febbraio 1937, le ferrovie francesi emisero un prestito di £ 40 milioni a Londra e, dopo la riuscita emissione in Francia del prestito della sicurezza nazionale alla metà di marzo 1937, il pubblico francese vendette sterline per far fronte alle sottoscrizioni in franchi e furono anche venduti dollari contro franchi.

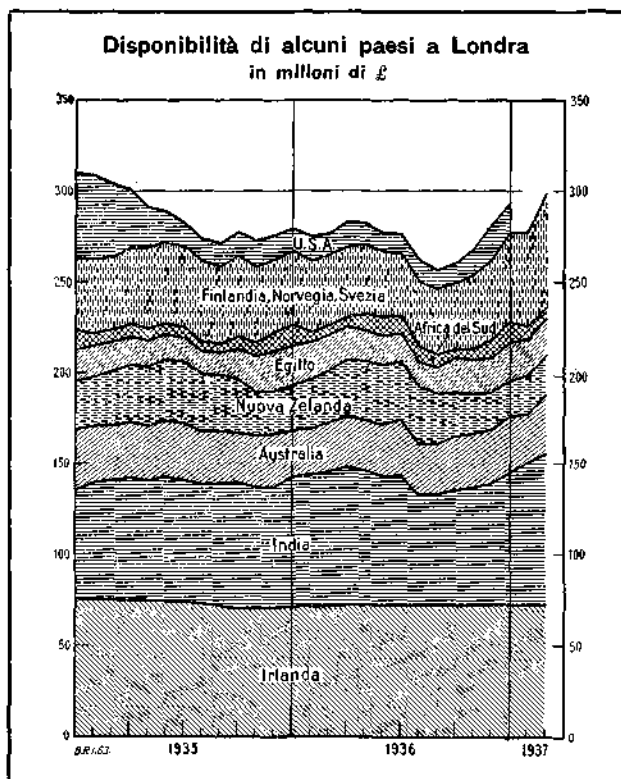
Il ritorno dei capitali svizzeri, d'altra parte, avvenne rapidamente dopo la svalutazione ed appare completo già nel dicembre 1936, dopo la quale epoca ricominciò una leggera esportazione. Nell'ultimo trimestre 1936, le disponibilità di tesoreria delle due grandi banche svizzere a carattere internazionale passarono da franchi 250 milioni a franchi 660 milioni e quelle di quattro banche minori da franchi 135 milioni a franchi 225 milioni, mentre la tesoreria delle banche cantonali passò da franchi 150 milioni a franchi 300 milioni. Nello stesso tempo i fondi a vista alla Banca nazionale svizzera salirono da franchi 460 milioni alla fine di settembre a franchi 1360 milioni alla fine dell'anno. La rapidità di questo afflusso è indicata dal fatto che 85 % dell'aumento si produsse nel solo mese d'ottobre.

Oltre il capitale svizzero v'è indubbiamente del capitale estero rifugiato in Svizzera e ciò solleva il difficile problema dell'impiego di questi fondi in

soprannumero, senza cagionare una inflazione di valori. In assenza di nuove emissioni sul mercato per conto dell'estero, è stata proposta l'introduzione alle borse svizzere di titoli esteri selezionati, già quotati in borse d'altri paesi; ma sebbene tale misura possa condurre ad assorbire parte della plethora di fondi in Svizzera, è probabile che, qualora riuscisse, essa implicherebbe l'esportazione d'oro verso paesi che già posseggono abbondanti riserve.

Il rimpatrio di capitali olandesi fu più lento al principio ed anzi fu preceduto dall'afflusso di capitali esteri. Verso la fine dell'anno, tuttavia, questo movimento si accelerò ed alla metà di febbraio 1937 sembrava essersi esaurito. Nonostante i vasti trasferimenti d'oro causati dall'afflusso di fondi ai mercati svizzeri ed olandesi, le riserve monetarie a Londra e Nuova York, lungi dal diminuire, crebbero notevolmente nell'ultimo trimestre 1936 ed al principio del 1937. L'offerta d'oro sui mercati subì incremento per effetto della produzione mineraria, delle offerte dal pubblico e dell'esodo d'oro dalla Francia, a partire del novembre in poi.

L'aumento, nell'estate 1936, del cambio della sterlina a pronti contro dollari, ad un livello che non si pensò potesse durare, produsse un flusso di fondi bancari da Londra in cerca d'impiego a Nuova York e fu possibile coprirlo con profitto, dato il forte sconto sulla sterlina a consegna. Il grafico seguente, che mostra il volume delle disponibilità mantenute a Londra, per conto

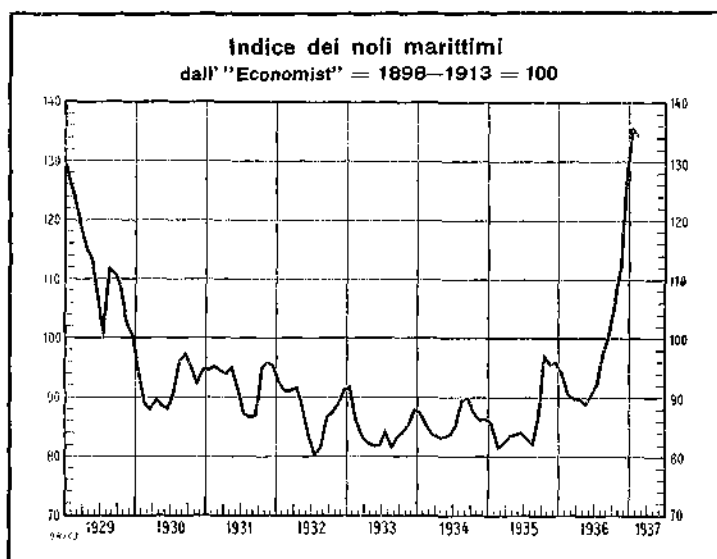


di taluni paesi, indica che i saldi in conto americano si ritirano nel 1935 dall'alto livello che avevano alla fine del 1934; questo fatto si spiega, data l'esistenza d'una forte margine di sconto sulla sterlina a consegna, sufficiente per compensare l'effetto del maggior tasso d'interesse a Londra e togliere ogni attrattiva all'impiego di fondi americani a Londra. Il basso livello nell'autunno 1935 sembra corrispondere ai minimi saldi creditori necessari per queste banche.

Oltre i saldi delle banche degli Stati Uniti, il grafico mostra anche le scorte in sterline conservate da taluni enti di paesi dell'Impero britannico e della

"area della sterlina". Le disponibilità in sterline della Commissione della moneta e l'eccedenza delle attività in sterline sopra le passività nella stessa moneta delle banche stabilite nello Stato libero irlandese si sono mantenute assai stabili, dato il loro carattere permanente di investimento all'estero. L'India e l'Africa del Sud insieme, rimborsarono, mediante fondi loro propri, come sarà detto nel capitolo seguente, circa £ 35 milioni nel 1936 di vecchi debiti in sterline. L'Australia si trovò in migliori condizioni nel 1936, grazie soprattutto al rialzo, nell'ultima parte dell'anno, dei prezzi dei prodotti esportati. Vi fu anche nel detto paese un certo afflusso di capitali esteri. Le scorte in sterline della Banca della Comunità s'accrebbero durante l'anno di circa £ 5 milioni; anche le banche commerciali si trovarono in grado di provvedere all'aumento delle loro disponibilità a Londra di cui provavano acuto bisogno, avendole assottigliate durante gli anni di depressione. Nella relazione dei consiglieri della Banca della Comunità al 30 giugno 1936 trovasi scritto: "Le disponibilità a Londra sono attualmente sufficienti per i bisogni normali, ma non costituiscono ancora un'adeguata riserva in caso di necessità." D'altra parte, le disponibilità in sterline della Banca di Riserva della Nuova Zelanda e delle banche commerciali di questo paese diminuirono di £ 5 milioni nel corso dell'anno, riducendosi a £ 20 milioni, ciò che rappresenta il loro più basso livello da che esiste la Banca di Riserva. Benchè il totale dei fondi mantenuti a Londra sia superiore a quello del periodo anteriore agli acquisti di sterline da parte del governo nel 1933, le ampie fluttuazioni stagionali alle quali vanno soggette le importazioni della Nuova Zelanda, rendono desiderabile il mantenimento di adeguati fondi a Londra. Le disponibilità in sterline delle banche centrali della Finlandia, della Norvegia e della Svezia aumentarono di £ 10 milioni, mentre le loro riserve auree aumentarono di circa £ 20 milioni durante il 1936, continuando a crescere nei primi mesi del 1937. Queste tre banche trattengono soltanto una parte del loro oro come riserva metallica e riguardano l'eccedenza di metallo come una copertura secondaria, che in Norvegia viene specificamente chiamata "attività temporanee mantenute in oro". La posizione della Svezia è non comune. Le banche commerciali della Svezia generalmente conservano attività a breve termine all'estero per un importo netto da 100 a 200 milioni di corone; nel settembre 1936, queste attività ammontavano a 130 milioni di corone, ma nei mesi successivi la situazione si invertì bruscamente ed alla fine di marzo 1937 le situazioni della banca indicavano un deficit netto di 155 milioni di corone in questa posizione. L'apparizione di una passività netta non va ascritta alla bilancia dei pagamenti che, al contrario, continua a dimostrare un saldo attivo, bensì ad un afflusso di capitali in Svezia (v. pag. 90) dipendente dalla credenza che la corona riguadagnerà il margine di 7% che la separa dall'antica parità colla sterlina. I cambi esteri furono ceduti alla Riksbank e forniscono la spiegazione dell'aumento nelle sue riserve in oro e cambi in misura anormale durante il primo trimestre del 1937.

La Finlandia, dopo aver rimborsato un prestito a lungo termine in dollari nel 1936, si trovò in grado di aumentare le sue disponibilità a breve termine all'estero. Il miglioramento della posizione a breve termine all'estero della Norvegia e della Danimarca è però dovuta, in entrambi i casi, in parte al lancio di nuovi prestiti esteri a lungo termine. I prestiti svedesi al Governo norvegese ed alla Banca Ipotecaria del Regno di Norvegia ammontarono a 40 milioni di corone nel 1936 e la Norvegia trasse anche profitto dall'aumentato provento dei noli marittimi, assai importante ora che la sua flotta mercantile è in piena attività.



Il Governo danese contrasse, nel maggio 1936, un prestito di 40 milioni di corone svedesi a Stoccolma, il cui ricavo fu di 45 milioni di corone danesi e la Banca Ipotecaria del Regno di Danimarca ottenne nel dicembre 1936 un prestito di £ 1,5 milioni a Londra, autorizzato dalla Tesoreria britannica in considerazione del fatto che

il suo ricavo era destinato a rafforzare le riserve in sterline di un paese compreso nell'"area della sterlina". Il debito estero a breve termine della Banca nazionale di Danimarca fu diminuito nel 1936 e in sua vece s'ebbe perfino, alla metà dell'anno, un piccolo saldo attivo, per la prima volta dal 1933. Nel gennaio 1937 il debito netto in valuta estera della Banca nazionale ammontava a 14 milioni di corone, rivelando un miglioramento di circa 54 milioni di corone rispetto al gennaio 1936.

Durante il 1936 la bilancia commerciale dell'Italia migliorò, il saldo passivo riducendosi a £ 2100 milioni da £ 3200 milioni nel 1935. La pubblicazione della situazioni dei vari conti di compensazione tra l'Italia e altri paesi fu ripresa nel dicembre 1936 e rivelò una situazione non sfavorevole.

Il debito estero della Germania fu ridotto, come sotto indicato, per effetto di rimborsi e delle svalutazioni monetarie nei paesi creditori avvenute negli ultimi anni.

Debito	Luglio 1931	Nov. 1931	Febb. 1932	Febb. 1933	Febb. 1934	Febb. 1935	Febb. 1936
	in miliardi di marchi alla fine del mese						
A lungo termine .	10.7	10.7	10.5	10.3	7.2	6.4	6.1
A breve termine .	13.1	10.6	10.1	8.7	6.7	6.7	6.3
Totale .	23.8	21.4	20.6	19.0	13.9	13.1	12.4

Le cifre per il 1931 sembrano dover essere state in realtà più alte, perchè nelle situazioni che si riferiscono a quell'anno furono inclusi soltanto i debiti eccedenti 50.000 marchi, mentre negli anni più recenti il limite fu abbassato a 5000 marchi. Il debito estero della Germania in valore oro si è dunque dimezzato, posteriormente alla crisi di liquidità. Le svalutazioni del 1936 cagionarono ulteriori riduzioni del debito, il quale ora ammonta a circa 11.500 milioni di marchi. Gli scoperti (credit lines) governati dagli accordi di proroga, seguirono a diminuire da 1567 milioni di marchi alla fine di febbraio 1936 a 1165 milioni di marchi alla fine di febbraio 1937, sulla quale cifra furono utilizzati 1041 milioni di marchi. Le conversioni in "marchi registrati" durante i primi nove mesi di funzionamento dell'accordo del 1936 ammontarono a 306 milioni di marchi, di cui 255 milioni furono impiegati a scopo turistico. L'accordo di proroga è stato rinnovato nel febbraio 1937 per un anno, con leggere modificazioni. Il rallentamento subito nel 1934 dal movimento di rapida riduzione dell'indebitamento tedesco a breve termine fu dovuto, in parte, alla scadenza di debiti a lungo termine i quali, a causa delle restrizioni dei cambi, non dettero luogo trasferimenti ed in parte all'accumulazione di nuovi debiti. Nella prima metà del 1934, vennero ridotte gradualmente le quote di cambi esteri assegnate agli importatori e durante l'anno aumentarono considerevolmente i debiti commerciali verso l'estero. I debiti tedeschi nei conti di compensazione ed altri raggiunsero il livello massimo di 567 milioni di marchi nel marzo 1935, dopo di che cominciarono a sentirsi gli effetti del Nuovo Piano per il mantenimento dell'equilibrio tra importazioni ed esportazioni e da allora, si iniziò la diminuzione di questi debiti. Il totale dei debiti nei conti di compensazione scese da 500 milioni di marchi, al principio del 1936, a 415 milioni di marchi, in novembre 1936. Naturalmente questi conti registrano soltanto i saldi debitori creati dalla scadenza di debiti e pertanto non presentano un quadro completo. In particolare, negli ultimi anni, la Germania ha in misura crescente esportato a credito e le somme dovute ad esportatori tedeschi e non ancora venute a scadenza non sono insignificanti. Durante il 1936, furono completamente ripagati i vecchi debiti commerciali all'Inghilterra ed al Belgio e, nel regime dei vigenti accordi di pagamento con questi paesi, non è possibile che debiti di questo genere si accumulino in avvenire. Anche altri paesi, tra cui

l'Olanda e la Francia, poterono ottenere importanti riduzioni; d'altra parte, i debiti tedeschi nei conti di compensazione con taluni altri paesi aumentarono, specialmente il debito verso la Polonia relativo al transito ferroviario attraverso il "Corridoio".

Le difficoltà provenienti da questa e da altre accumulazioni di debiti verso la Polonia crearono seri imbarazzi per questo paese, il quale ebbe a subire, al principio del 1936, una evasione di capitali; gli esportatori cominciarono a lasciare all'estero il ricavo delle loro esportazioni, aumentarono le importazioni pagabili in contanti e le banche accelerarono il rimborso di crediti esteri. Nell'aprile 1936, furono introdotte restrizioni dei cambi, nel maggio, il controllo del commercio estero e, nel giugno, restrizioni dei trasferimenti per servizio dei debiti esteri. Il saldo attivo della bilancia commerciale cadde da 177 milioni di zloty, nel 1934, a 64 milioni di zloty nel 1935 ed a 23 milioni di zloty nel 1936; inoltre s'ebbero importazioni di monete d'oro a scopo di tesoreggiamento. La riserva aurea della Banca di Polonia scese da 510 milioni di zloty, alla metà del 1935, a meno di 370 milioni di zloty, nell'estate del 1936, ma la situazione migliorò verso la fine dell'anno. I crediti concessi dall'estero alle banche polacche furono, nel corso dell'anno, ridotti dell'equivalente di 50 milioni di zloty, per effetto di rimborsi e delle svalutazioni monetarie del settembre; ma nel frattempo andarono accumulandosi gli interessi e le altre somme bloccate per effetto delle restrizioni dei cambi. Alla fine dell'anno fu ottenuto un importante credito in Francia.

Il debito estero totale dell'Ungheria è stato recentemente valutato a 2400 milioni di pengö, contro 4300 milioni nel 1931, ma queste cifre esprimono il valore in oro e la riduzione apparente si spiega principalmente col deprezzamento delle monete dei paesi creditori; però qualche rimborso di capitali e rimpatrio di obbligazioni hanno anche contribuito alla diminuzione.

Vi sono pochi segni di una ripresa nel finanziamento del commercio internazionale. Su vaste zone l'esistenza di accordi di compensazione preclude un miglioramento del commercio estero attraverso il meccanismo normale. Il Governatore della Banca d'Inghilterra indicò recentemente la quantità delle cambiali commerciali circolanti sul mercato di Londra in £ 130 milioni nella primavera 1936, contro £ 220 o 230 milioni cinque anni prima (le cifre non sono necessariamente complete, ma sono comparabili). La diminuzione dei finanziamenti del commercio in dollari è anche più notevole, le accettazioni bancarie in dollari in circolazione essendo diminuite da oltre \$ 1500 milioni, alla fine del 1930, a meno di \$ 400 milioni nel 1935/36.

L'esportazione dei prodotti alimentari e delle materie prime si pratica in generale contro crediti a brevissima durata o a contanti ed in qualche caso è perfino richiesto il pagamento in anticipo (allo scopo di finanziare i raccolti) mentre per l'esportazione di manufatti si praticano crediti di tre mesi o più.

Ne segue che i paesi agricoli, venendo pagati in contanti per le loro esportazioni, si trovano normalmente indebitati per conto del loro commercio di importazione per tre mesi e più. Allorquando i paesi industriali abbreviarono i crediti da loro consentiti od anche richiesero il pagamento in contanti per le loro esportazioni, essi spesso imposero gravi oneri ai paesi agricoltori che, generalmente, sono paesi debitori, e ciò fino al punto di costringerli talvolta a introdurre restrizioni dei cambi.

Purtroppo si dispone di scarse informazioni circa le condizioni di credito praticate nel commercio internazionale, ma in alcuni paesi, per i quali questi crediti sono di grande importanza, si sono fatte delle stime in relazione ai calcoli della bilancia dei pagamenti. A titolo d'esempio, si può notare che le importazioni in Polonia furono in media di zl. 3000 milioni all'anno, mentre i crediti commerciali in esistenza superarono zl. 1000 milioni, cosicchè in media le importazioni di quattro mesi erano regolarmente fatte a credito. I crediti concessi dagli esportatori polacchi, d'altra parte, ammontavano a circa zl. 300 milioni, equivalenti a circa le esportazioni di un mese e mezzo. Col diminuire del commercio dopo il 1929, i crediti commerciali furono ridotti anche più severamente, le importazioni polacche diminuirono e, proporzionatamente, richiesero minori finanziamenti ma gli importatori esteri concessero crediti più brevi e più piccoli. Le importazioni polacche diminuirono di un terzo dal 1929 al 1930, ma i crediti esistenti furono ridotti della metà; le importazioni furono nuovamente diminuite di un terzo dal 1930 al 1931 ed ancora una volta i crediti furono più che dimezzati. Nel 1932, il valore delle importazioni polacche ammontò poco più di un quarto di quello che era stato nel 1928/29, mentre i crediti commerciali consentiti dagli esportatori esteri ammontarono ad appena un ottavo e rappresentarono il valore di meno di due mesi di importazioni. I crediti concessi dagli esportatori polacchi non poterono essere ridotti altrettanto facilmente e si mantennero all'equivalente di circa un mese e mezzo d'esportazioni. In termini di moneta questo fatto significa che, complessivamente, la Polonia ha rimborsato in tre anni circa 800 milioni di zloty di crediti commerciali, prova impressionante della liquidità di questi crediti; l'importanza di questa somma per la Polonia può concepirsi facilmente confrontandola colla riserva d'oro e cambi esteri della Banca di Polonia, la quale, al suo più alto livello nel 1928, fu di zl. 1350 milioni.

Parecchi altri paesi, i quali esportano principalmente prodotti agricoli o simili, si trovano attualmente in una posizione analoga, avendo quasi interamente rimborsato i crediti normali dovuti ad esportazioni e continuando ad acquistare unicamente in contanti. Questi paesi verranno a trovarsi in una posizione forte, quando il commercio tornerà a svilupparsi: ogni allungamento della durata dei crediti concessi per le loro importazioni si tradurrà direttamente in un beneficio per la loro situazione dei cambi e faciliterà la ricostituzione delle riserve delle

banche centrali. Il sensibile aumento del commercio estero dall'estate 1936 in poi è stato indubbiamente accompagnato da qualche ripresa dei finanziamenti internazionali al commercio, ma ben poche nuove facilitazioni sono state concesse ai paesi che hanno una difficile situazione di cambi. Da un punto di vista puramente tecnico, non è facile combinare le concessioni dei crediti con gli attuali sistemi di compensazione.

Nel campo dei crediti a medio termine va menzionato l'accordo per un credito commerciale di £ 10 milioni alla Russia, da parte del Regno Unito, per una durata di cinque anni, a $5\frac{1}{2}$ %, colla garanzia, per il capitale e l'interesse, del Dipartimento di Garanzia ai Crediti all'Esportazione. Inoltre, un rappresentante di questo Dipartimento è stato inviato in Cina, per studiare la possibilità di concedere analogo credito a questo paese. Se pure tali piani d'affari si propongono di aumentare le esportazioni britanniche, nondimeno essi favoriscono l'incremento del commercio in generale, prolungando la durata dei crediti. Ora che la Russia, per varie ragioni, compresa la grande produzione d'oro, ha meno bisogno di crediti commerciali che non in passato, le vengono concessi crediti a medio termine a condizioni favorevoli da parte di varii paesi, tra cui la Cecoslovacchia, la Germania e l'Inghilterra.

Il perdurante ristagno dei finanziamenti esteri è, in parte, la conseguenza di difficoltà tecniche (quali i sistemi di compensazione) in parte, quella della persistente incertezza circa l'evoluzione generale, monetaria e politica. Sta di fatto che gli effetti dei diversi fattori sono strettamente interdipendenti. Si ha l'impressione, tuttavia, che vada diffondendosi una migliore comprensione delle perdite che il mondo subisce per effetto dell'insufficiente impiego dei mezzi offerti dall'esistente organizzazione creditizia nelle relazioni internazionali. Spesso, negli ultimi anni, è stato messo in rilievo quale ausilio possano apportare le operazioni del credito a favore della ripresa interna delle singole economie nazionali. Ma lo stesso si può affermare circa le relazioni internazionali ed in un momento, in cui si sente l'urgente necessità di sviluppare il commercio estero allo scopo di preservare l'equilibrio nella ripresa economica, questo fattore non dovrebbe venire trascurato.

V. LA TENDENZA DEI TASSI DI INTERESSE.

Se si esaminano i paesi nel loro insieme si constata che, nell'anno 1936, i tassi d'interesse sui capitali a breve e a lungo termine continuarono a tendere al ribasso. Su ventisei banche centrali europee, nove ridussero il loro saggio ufficiale dello sconto, due l'aumentarono e le altre lo lasciarono immutato. Fuori d'Europa si assiste allo stesso fenomeno: il saggio ufficiale dello sconto è stato ridotto nel gennaio 1937 in Giappone e nelle Indie orientali olandesi; in nessun paese v'è stato aumento. La nota dominante sui mercati monetari è stata la liquidità, generalmente mantenuta e, in molti casi, aumentata; solo in qualche paese dell'"area della sterlina" e precisamente in Australia, Danimarca e Norvegia, s'ebbero alcuni indizi d'aumento dei tassi durante il 1936; sul mercato di Nuova York i tassi, già inconsuetamente bassi, aumentarono leggermente nel primo trimestre del 1937. Nel corso dell'anno i tassi sui capitali a lungo termine andarono adattandosi a livelli più bassi, ma anche in questo campo si avvertono sintomi di reazione in qualche paese, specialmente nei primi mesi del 1937, come quando, in gennaio e febbraio, le quotazioni dei titoli di Stato britannici precipitarono e, in marzo, quelle dei buoni del Tesoro degli Stati Uniti cominciarono a scendere. I crediti concessi dalle banche per scopi industriali nel loro complesso sono aumentati di ben poco, ma in un gran numero di paesi si è verificato un aumento piuttosto sensibile del volume dei finanziamenti al commercio, che riflette il rialzo dei prezzi.

1. MERCATI DEI CAPITALI A BREVE TERMINE.

La tabella seguente mostra le variazioni dei saggi ufficiali dello sconto, rispetto alle cifre del periodo 1925/29 ed a quelle d'epoche più prossime.

Alla fine del 1936, in tutti i paesi europei, tranne unicamente la Spagna, il saggio ufficiale dello sconto era più basso del saggio minimo praticato negli anni dal 1925 al 1929. E' particolarmente notevole la situazione nei paesi dell'Europa centrale e meridionale: in Austria, per esempio, vige attualmente il saggio di $3\frac{1}{2}\%$, contro saggi da 6 a 13% nel periodo 1925/29. Fra i nove paesi europei ove il saggio dello sconto fu ridotto nel corso dell'anno 1936, sono compresi quei sei paesi che, nell'autunno del detto anno, modificarono il valore della loro moneta, ovvero imposero il divieto d'esportazione dell'oro, cioè: Cecoslovacchia, Francia, Italia, Lettonia, Paesi Bassi e Svizzera. Cinque anni prima, allorquando, in piena crisi del sistema bancario, caddero le monete

Saggi di sconto delle banche centrali europee	1925-1929		Fine 1935	Fine 1936	Variazione durante 1936	Fine marzo 1937 (d)
	massimo	minimo				
1. Saggi abbassati nel 1936						
Svizzera	4	3½	2½	1½	-1	—
Francia	7½	3½	6	2	-4	4
Paesi Bassi	5½	3½	3½	2	-1½	—
Cecoslovacchia	7	5	3½	3	-½	—
Italia	7	5½	5	4½	-½	—
Portogallo	9	8	5	4½	-½	—
Lettonia	8	6	5½(a)	5 (a)	-½	—
Lituania	8	7	6	5½	-½	—
Albania	12	9	7½	7	-½	6½
2. Saggi rimasti invariati nel 1936						
Belgio	7½	4	2	2	—	—
Inghilterra	6½	4	2	2	—	—
Svezia	5½	3½	2½(b)	2½(b)	—	—
Austria	13	6	3½	3½	—	—
Ungheria	12½	6	4	4	—	—
Finlandia	9	6	4	4	—	—
Germania	10	5	4	4	—	—
Estonia	10	7½	4½(c)	4½(c)	—	—
Romania	9½	6	4½	4½	—	—
Danzica	10	5½	5	5	—	4
Polonia	12	6	5	5	—	—
Spagna	5½	5	5	5	—	—
Jugoslavia	7½	5½	5	5	—	—
Bulgaria	10	9	6	6	—	—
Grecia	11	7½	7	7	—	6
3. Saggi rialzati nel 1936						
Danimarca	7	5	3½	4	+½	—
Norvegia	6½	4½	3½	4	+½	—

(a) ½% in più per le ditte private.

(b) ½% in meno per il risconto alle banche.

(c) ½% in meno per le accettazioni bancarie.

(d) nel caso di mutamenti dopo la fine del 1936.

della Gran Bretagna e di altri paesi, i saggi di sconto delle rispettive banche centrali furono mantenuti per parecchi mesi a 6% e più, per reagire contro le perdite di capitali. Nulla di simile occorse nell'autunno del 1936, al contrario, il risultato immediato dei cambiamenti monetari fu il rimpatrio dei capitali sui mercati sui quali il valore della moneta era stato modificato.

Tra i paesi già appartenenti al "blocco dell'oro", la Svizzera ha conservato, durante gli ultimi anni, un saggio di sconto pressochè stabile; vi fu soltanto un aumento da 2 a 2½% nell'estate del 1935, quando si manifestò una forte tensione sul franco svizzero. In Francia e nei Paesi Bassi il saggio ufficiale dello sconto fu invece modificato parecchie volte, come conseguenza delle condizioni momentanee del mercato, ovvero nell'intento di influenzarle: in Francia il saggio dello sconto fu cambiato dieci volte nel 1935 e non meno di dodici volte nel 1936; nei Paesi Bassi vi furono quindici cambiamenti nel 1935 e nove nel 1936. La pressione sul mercato olandese non fu ad alcun momento così forte come quella sul mercato francese il quale, salvo un momento di calma dopo la svalutazione nell'autunno, subì costantemente nel 1936 gli effetti del continuo esodo di capitali e dell'ininterrotta richiesta di fondi da parte del governo. In Francia, l'onere dei finanziamenti allo Stato ricadde in parte sulla Banca di Francia, la quale, nel corso dell'anno, non soltanto prese in sconto obbligazioni del Tesoro dal mercato, ma anche operò anticipazioni al Tesoro. L'articolo 13 della legge del 24 luglio

1936, che modifica gli statuti della Banca di Francia, determina che tutti i titoli compresi nel debito fluttuante del governo, i quali vengano a scadenza entro tre mesi al massimo, siano ammessi illimitatamente al risconto presso la Banca, purchè non presentati direttamente dalla Tesoreria. In base alla legge dell'agosto 1936, la Banca di Francia ha anche scontato effetti girati dall'Ufficio del Grano ed ha riscontato effetti per la Cassa centrale delle banche popolari; l'insieme dei crediti concessi sotto queste varie forme ammontava a 1,4 miliardi di franchi, alla fine di dicembre 1936.

Durante l'anno le operazioni d'anticipazione per trenta giorni al massimo, contro titoli di Stato a scadenza non posteriore a due anni, proseguirono attivamente ed ormai queste facilitazioni, istituite nel febbraio 1935, hanno preso carattere di consuetudine sul mercato, specialmente come espediente per alleggerire le pressioni di fine mese. I tassi su queste anticipazioni si sono mantenuti identici al saggio ufficiale dello sconto e quindi ne hanno seguito le fluttuazioni. Sotto questa forma sono state concesse durante l'anno anticipazioni per 38 miliardi di franchi, contro 16,5 miliardi nei dieci mesi terminati col dicembre del 1935.

Le esportazioni di capitali ed il tesoreggiamento di biglietti durante i primi nove mesi dell'anno, si tradussero in una pressione continua sul mercato monetario, la quale in certi momenti divenne acuta. La rarefazione dei capitali disponibili sul mercato è rivelata dalla diminuzione dei depositi nelle casse di risparmio da 63 miliardi, alla fine di gennaio, a 58,5 miliardi, alla fine di settembre; durante lo stesso periodo, le quattro grandi banche di Parigi videro scendere il totale dei loro depositi da 27,5 miliardi a 21,5 miliardi e la circolazione dei "bons de la défense" si restrinse di oltre 1 miliardo (mentre nel periodo corrispondente degli anni precedenti essa aveva accusato un leggero aumento). Se ne risentirono i tassi d'interesse del mercato i quali, specialmente nei momenti di tensione massima, si avvicinarono moltissimo al saggio ufficiale dello sconto e qualche volta perfino lo superarono, ciò che è indice d'una situazione del tutto anormale. E' caratteristico del 1936, come dell'anno precedente, il fatto che il saggio ufficiale dello sconto sia stato rialzato soltanto quando ciò è stato imposto dalle condizioni del mercato ed stato abbassato quando, contrariamente all'abitudine della Banca di Francia, si è voluto imprimere una tendenza al mercato.

Una delle difficoltà che si sono frapposte al controllo effettivo dei tassi d'interesse sul mercato è stato l'alto sconto sui cambi a consegna che, in qualche momento, rese possibile di guadagnare perfino 35% su un riporto di cambio a tre mesi. Benchè questi tassi si applichino soltanto ad operazioni speciali, essi tendono ad influire sui saggi di mercato, nonostante ogni misura che possa venir presa sotto forma di restrizioni ufficiali od altre, per impedire la formazione di forti scoperti sui mercati dei cambi.

Il 7 luglio 1936 la Banca neerlandese abbassò il suo saggio di sconto da $3\frac{1}{2}$ a 3% , livello a cui si trovava ancora allorquando fu imposto il divieto dell'esportazione dell'oro. Due riduzioni successive, nell'ottobre e nel dicembre, lo portarono a 2% , ciò che rappresenta il più basso tasso di sconto che sia mai stato in vigore nei Paesi Bassi dal 1850 in poi, tranne un breve periodo dal maggio al settembre 1931. Il mercato monetario di Amsterdam si trovò esposto a pressioni soltanto per un breve periodo durante l'estate, quando lo sconto privato oltrepassò momentaneamente il saggio ufficiale; tale fatto contribuì a fare rialzare il saggio ufficiale fino a $4\frac{1}{2}\%$, massimo livello nel 1936, al quale rimase per tre settimane in giugno; ma poi la pressione venne a cessare e, nel settembre 1936, il tasso dello sconto privato rimase fra $1\frac{1}{3}$ e $1\frac{1}{2}\%$. Nei Paesi Bassi, il mercato non si trovò a dover sostenere nuovi oneri di finanziamento allo Stato. Infatti, il debito fluttuante, composto di cambiali del Tesoro, diminuì da circa 590 milioni di fiorini in gennaio a 525 milioni di fiorini nell'ultima settimana di settembre. Il tipico tasso del mercato di Amsterdam, che va sotto il nome di "prolongatie" (anticipazioni a un mese contro titoli) salì al massimo a $4\frac{3}{4}\%$ in giugno 1936 mentre a varie riprese aveva raggiunto $6\frac{1}{3}\%$ nel 1935. Nel settembre 1936, il tasso medio fu $1,3\%$, assai prossimo al minimo livello dell'anno; ma la domanda per questo tipo di operazioni fu relativamente piccola, nonostante il fatto che l'attività della Borsa, rilevabile dal rendimento della tassa sulle operazioni di Borsa, sia stata maggiore che in passato; gli acquisti nel 1936 furono effettuati in gran parte impiegando disponibilità liquide.

In Svizzera, la pressione sul mercato fu ancora minore che in Olanda ed infatti la Banca nazionale svizzera abbassò il suo saggio ufficiale da $2\frac{1}{2}$ a 2% il 9 settembre, tre settimane prima della svalutazione della moneta. Con un'ulteriore riduzione a $1\frac{1}{2}\%$ il 26 novembre, il saggio ufficiale giunse al livello più basso che esso abbia mai avuto dall'epoca della fondazione della Banca nazionale nel 1907, livello veramente assai basso anche per un paese come la Svizzera, dove per tradizione i tassi d'interesse sono bassi e dove non si è mai visto negli ultimi dieci anni un saggio ufficiale di sconto superiore a $3\frac{1}{2}\%$. La riserva aurea, che si trovava al di sotto di 1200 milioni di franchi svizzeri nel 1935, superava 1500 milioni al momento della sospensione del regime aureo e stava aumentando perfino nell'ultima settimana di settembre.

Tale miglioramento di condizioni nel 1936 fu l'effetto di un riflusso di capitali verso le grandi banche; la cifra totale di bilancio dell'insieme di queste banche, che era andata diminuendo senza interruzione dal 1930 al 1935, aumentò di circa 9% nei primi tre mesi del 1936. Il saggio dello sconto privato si mantenne a circa $\frac{1}{4}\%$ al di sotto del saggio ufficiale fino al principio di settembre e quando quest'ultimo fu ridotto a 2% , il margine di distacco dal saggio privato crebbe fino a $\frac{1}{2}\%$, di modo che fu necessario ridurre il saggio ufficiale

a $1\frac{1}{2}\%$ per riportare la banca centrale in contatto col mercato. Il denaro ha continuato ad affluire alle banche e nel febbraio 1937 il saggio dello sconto privato è caduto a 1% .

In Italia, il saggio ufficiale dello sconto fu ridotto da 5 a $4\frac{1}{2}\%$ nel maggio 1936. Le anticipazioni della Banca d'Italia all'Istituto per la ricostruzione industriale aumentarono, nel corso dell'anno, da 802 milioni di lire a 4708 milioni di lire e alla fine dell'anno il limite delle anticipazioni ordinarie al Tesoro fu fissato a 1000 milioni di lire, mentre quello delle anticipazioni straordinarie contro buoni del Tesoro veniva stabilito in 2000 milioni di lire. Per compensare questi aumenti, la Banca d'Italia ridusse il volume degli sconti ed anticipazioni per conto privato da 8988 milioni di lire alla fine del 1935 a 2866 milioni di lire alla fine del 1936. Tale riduzione si rese possibile perchè le banche si trovavano ad avere una posizione liquida in seguito alle spese dello Stato e alle operazioni dell'Istituto. Fu evitato in tale modo l'accrescimento del volume totale dei crediti concessi; la circolazione dei biglietti aumentò soltanto da 16.297 milioni alla fine del 1935 a 16.525 milioni di lire alla fine del 1936, comprendendosi in quest'ultima cifra anche l'importo dei biglietti spediti nell'Africa Orientale Italiana, stimato a circa 1480 milioni di lire.

Gli aumenti del saggio dello sconto in Danimarca ed in Norvegia furono modesti e cioè soltanto $\frac{1}{2}\%$, ciò che portò in entrambi i casi il detto saggio al livello di 4% . In Danimarca, il saggio ufficiale fu rialzato il 19 novembre 1936 a cagione della scarsità di divise estere, causata dall'aumento delle importazioni e dalla difficoltà di ottenere i pagamenti delle esportazioni dai paesi aventi restrizioni sui cambi. Peraltro, questo rialzo del costo del denaro va giudicato nel quadro più ampio dell'abbandono della politica espansionista che era stata iniziata nel 1933/34, allo scopo di favorire le conversioni dei debiti a lungo termine. Il saggio ufficiale dello sconto era stato abbassato a $2\frac{1}{2}\%$ nel novembre 1933 e tanto la Banca nazionale quanto il Fondo di crisi, il quale operava con fondi prestati direttamente dalla banca, effettuarono cospicui acquisti di buoni sul mercato libero, producendo il rialzo delle quotazioni. Nel marzo 1935, raggiunto il culmine dell'espansione, la banca possedeva obbligazioni per 153 milioni di corone ed il conto del Fondo di crisi salì a 142 milioni di corone. A partire della primavera 1935, la Banca nazionale cominciò a vendere le obbligazioni e nell'agosto 1935 aumentò il saggio ufficiale a $3\frac{1}{2}\%$. Le vendite di obbligazioni venendo continuate durante venti mesi, la banca ridusse il suo portafoglio di obbligazioni a meno di 50 milioni di corone alla fine di dicembre 1936, ciò che rappresenta presso a poco la cifra normale; il conto del Fondo di crisi si ridusse a 130 milioni di corone per effetto del rimborso di taluni crediti, senza che occorresse vendere obbligazioni di sua proprietà. Il mercato delle obbligazioni fece prova di molta resistenza, tanto più che anche le banche commerciali avevano vendute, durante

il 1936, obbligazioni per circa 50 milioni di corone. All'aumento di $\frac{1}{2}\%$ del saggio ufficiale di sconto nel novembre 1936, seguì un aumento parallelo dei tassi praticati dalle banche commerciali.

L'aumento del saggio ufficiale in Norvegia va collocato entro un quadro assai differente. Il ricavo dei prestiti emessi in Svezia, gli accresciuti proventi di talune esportazioni e specialmente dei noli marittimi, migliorarono la posizione dei cambi e la riserva della Norges Bank aumentò sensibilmente. Il miglioramento della posizione nel confronto dell'estero avrebbe normalmente dovuto aumentare la liquidità del sistema bancario; senonchè, all'espansione dei depositi presso le banche nel 1935, succedette nel 1936 una brusca contrazione, per effetto dell'istituzione di una tassa su tali depositi; inoltre, verso la fine dell'anno, il mercato dei titoli diede prova di grande attività, donde un brusco rialzo delle quotazioni. L'aumento del saggio ufficiale di sconto, il 7 dicembre 1936, permise alle banche di aumentare i tassi d'interesse corrisposti sui depositi e si spera che questo fatto, in aggiunta ad una modificazione della tassa sui depositi, determini un aumento di questi ultimi.

Nei paesi d'Europa, nei quali il saggio ufficiale dello sconto non ha subito modificazioni, l'anno 1936 non è trascorso senza avvenimenti. In Inghilterra il saggio ufficiale dello sconto si mantiene ora da quasi cinque anni ininterrottamente a 2% , livello che in passato fu raggiunto soltanto nel nono decennio del secolo scorso; esso resta tuttavia alquanto superiore ai tassi del mercato, il saggio medio di sconto delle cambiali del Tesoro essendo stato di $0,58\%$ nel 1936. Nei primi nove mesi v'è stato un vasto afflusso di fondi provenienti specialmente dalla Francia. Nel corso dell'anno si è avuta una espansione delle anticipazioni delle dieci "clearing banks" sul mercato interno, per £ 80 milioni, cioè il triplo dell'aumento del 1935. Nonostante il rimborso di capitali esteri negli ultimi tre mesi del 1936, il complesso dei depositi presso le dieci primitive "clearing banks" raggiunse alla fine del 1936 l'alta cifra di £ 2238 milioni, cioè £ 500 milioni più del totale alla fine del 1931. Grazie all'azione stabilizzatrice del Fondo di perequazione dei cambi e degli acquisti d'oro da parte della Banca d'Inghilterra, l'afflusso dei capitali esteri, i cambiamenti monetari del settembre 1936, la concessione e poi il rimborso del credito di £ 40 milioni al Governo francese ed infine il credito alle ferrovie francesi nel 1937 influirono assai meno sui tassi del mercato, che non i fattori puramente stagionali e tecnici.

Le fluttuazioni stagionali delle entrate e delle uscite dello Stato, nonchè i pagamenti effettuati dalle banche, tendono a concentrare la pressione sul mercato monetario sulla fine di giugno e sulla fine di dicembre. Il largo margine fra il saggio ufficiale dello sconto ed i tassi del mercato, combinato col predominio sul mercato delle cambiali del Tesoro (il volume delle quali in media è circa quadruplo del volume degli altri effetti trattati sul mercato dello sconto)

ha avuto per conseguenza uno spostamento della pressione stagionale: siccome le cambiali del Tesoro sono a scadenza a tre mesi, le banche fanno largo acquisto di quelle che scadono alla fine di giugno ed alla fine di dicembre, di modo che, in una certa maniera, la ripercussione sui tassi d'interesse viene spostata di tre mesi. Alla fine di giugno e di dicembre, le banche chiedono il rimborso delle cambiali del Tesoro ed in tale modo costringono quest'ultimo a ricorrere in loro vece alla Banca d'Inghilterra per anticipazioni.

Tra i fattori che influirono sul mercato durante l'autunno vi fu un inconsueto aumento dei "public deposits" (cioè i depositi per conto del governo e di altri enti ufficiali) il quale ebbe per conseguenza l'abbassamento della copertura in disponibilità liquide delle "clearing banks" a 9,9% in ottobre. Naturalmente questa è una percentuale media per tutte le banche, le percentuali per le singole banche trovandosi comprese fra 8,7 e 10,4%. Si reputa comunemente che le "clearing banks" mantengano una percentuale di copertura praticamente costante di 10%, ma in realtà le variazioni tra banca e banca e, per una stessa banca, da un'epoca all'altra sono assai sensibili e, difatti, nell'aprile 1934, la percentuale media fu di 12,0%, mentre per le singole banche variò da 7,9 a 14,6%.

In Germania il saggio ufficiale dello sconto si mantiene da quattro anni e mezzo a 4%. Tranne un breve periodo nel 1930, questo saggio è il più basso che si sia avuto dopo la guerra; a titolo di raffronto si può indicare che la media del saggio tra il 1925 e il 1929, cioè durante l'epoca della massima affluenza di capitali esteri, fu d'oltre 7%. I tassi del mercato continuano invece a diminuire:

Saggio medio	Prestiti giornalieri %	Sconto privato %
1931	8,4	6,8
1932	6,4	4,9
1933	5,5	3,9
1934	4,4	3,8
1935	3,4	3,2

Nel 1936 entrambi questi tassi si mantennero leggermente al di sotto di 3%.

I depositi delle grandi banche di Berlino crebbero da 6120 milioni di marchi nel gennaio 1936 a 6530 milioni nel gennaio 1937, mentre i crediti chirografari diminuirono da 3850 a 3600 milioni di marchi; d'altra parte, i portafogli effetti passarono da 1660 a 2390 milioni di marchi (gli effetti commerciali genuini hanno però avuto tendenza a diminuire, venendo sostituiti da carta statale). Inoltre, gli impegni delle banche per accettazioni e girate sono diminuiti, ed è stato rimborsato il totale della carta riscontata a titolo straordinario durante la crisi. Anche il portafoglio effetti della Reichsbank è aumentato considerevolmente, specie nel 1936, in cui il totale degli effetti e assegni passò da 4498 a 5448 milioni. Questo cambiamento, mentre il sistema bancario è liquidissimo e sta rimborsando i suoi debiti, denota un aumento del risconto diretto di carta

statale da parte della banca centrale, senza passare per il tramite delle banche commerciali.

Allo scopo di assorbire il sovrappiù delle disponibilità sul mercato di Berlino, la Golddiskontbank ha emesso sino dalla primavera 1935 i "Solawechsel", che sono riscontabili. Le variazioni dell'ammontare totale di queste cambiali in circolazione sono indicate nella tabella a fianco.

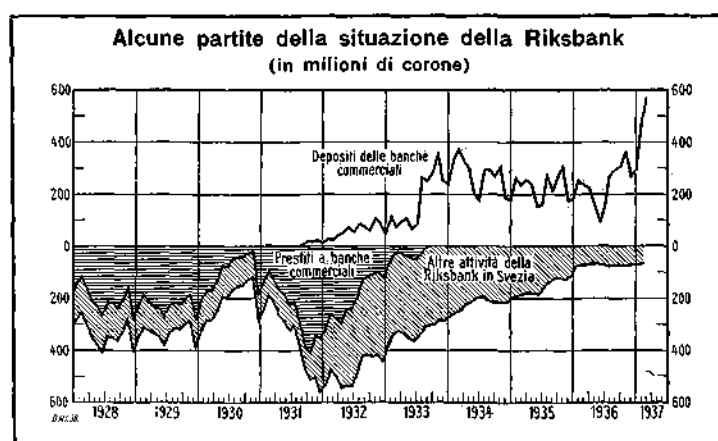
Solawechsel Golddiskontbank	1935	1936	1937
	in milioni di marchi		
Gennaio . . .	—	629	700
Febbraio . . .	—	716	1185
Marzo	—	750	1082
Aprile	—	862	
Maggio	202	655	
Giugno	358	716	
Luglio	546	396	
Agosto	651	71	
Settembre . .	495	30	
Ottobre	492	406	
Novembre . . .	701	463	
Dicembre . . .	701	400	

Le cospicue emissioni di questi effetti nella primavera del 1936 e al principio del 1937 denotano le facili condizioni del mercato. La contrazione delle cifre alla fine di agosto e di settembre 1936 si riconnette all'emissione di buoni del Tesoro da parte del Reich; nell'ottobre erano già scomparse le difficoltà temporanee del mercato.

Nel Belgio l'Istituto di risconto e garanzia procedette a parecchie emissioni di effetti, offerti all'asta nel corso dell'anno a tassi compresi fra 0,425 e 1,25%, basso livello che non trova precedenti sul mercato di Bruxelles. Il saggio ufficiale

dello sconto si mantiene da due anni a 2 %.

La liquidità del mercato di Stoccolma, che ha caratterizzato le condizioni della Svezia per alcuni anni, divenne più marcata al principio del 1937. Anteriormente al 1932, le banche svedesi possedevano saldi a vista alla Riksbank per cifre appena nominali, mantenendosi invece normalmente indebitate complessivamente per circa 200



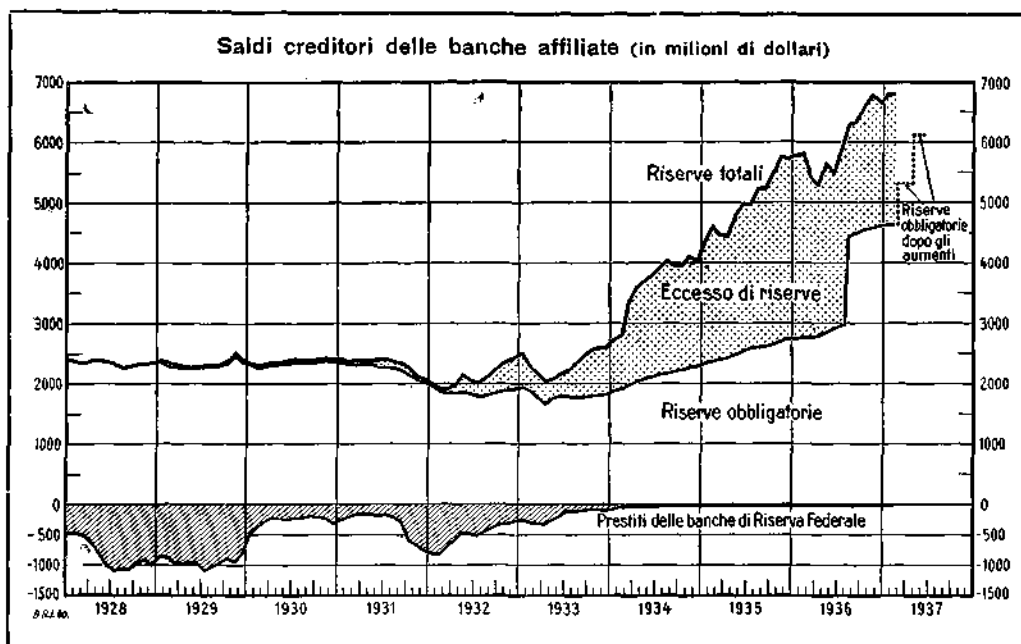
milioni di corone, come si rileva dal grafico. A partire dall'autunno del 1931, le banche rimborsarono rapidamente i loro debiti e tra la metà del 1933, quando la corona svedese fu collegata alla sterlina al cambio fisso di 19,40, ed il principio

del 1936, i saldi creditori delle banche presso la Riksbank si mantennero all'incirca a 200—300 milioni di corone. Le altre attività della Riksbank in Svezia sceseo

più lentamente, per riflesso della sovvenzione concessa dal governo alla Skandinaviska Kreditaktiebolaget, ora completamente rimborsata. Attualmente il totale delle attività della Riksbank in Svezia è inferiore a 100 milioni di corone e i saldi delle banche commerciali sono saliti nel marzo 1937 a 590 milioni di corone. Il totale delle disponibilità liquide di tutte le banche alla fine del marzo 1937 ammontava a 755 milioni di corone, di cui 635 milioni appartenevano alle tre maggiori banche. Allo scopo di mettere l'Ufficio del Debito Pubblico in grado di ridurre l'ammontare delle disponibilità liquide, esso è stato autorizzato a mettere a disposizione della Riksbank cambiali e buoni del Tesoro da vendersi sul mercato. È stato anche proposto di istituire l'obbligo per le banche commerciali di mantenere un minimo di disponibilità di cassa a fronte dei conti correnti, ma questa proposta trovava ancora allo studio (aprile 1937).

Sebbene fuori d'Europa non vi sia stato alcun aumento di saggio ufficiali di sconto, sono stati presi importanti provvedimenti che interessano le condizioni del credito, specialmente negli Stati Uniti. I saggi del risconto delle Banche di Riserva Federale sono rimasti invariati dal marzo 1935, a $1\frac{1}{2}\%$ per Nuova York e Cleveland, a 2% per le rimanenti dieci banche; il saggio di sconto che più rassomiglia ai saggi ufficiali delle banche centrali in Europa, vale a dire il tasso minimo della Banca di Riserva Federale di Nuova York per l'acquisto di accettazioni bancarie a 90 giorni, è rimasto invariato a $\frac{1}{2}\%$ dall'ottobre 1933 (quantunque nel marzo 1937 i tassi del mercato abbiano avuto tendenza ad oltrepassare questo livello). Mentre da un lato il danaro a breve termine rimase a tassi assai bassi, d'altro lato furono presi provvedimenti per eliminare l'eccesso di riserve delle banche affiliate, il quale altrimenti potrebbe servire di base ad una pericolosa espansione del credito.

Il problema dell'eccesso di riserve è relativamente nuovo. Tra il 1925 e il 1929, le banche affiliate avevano preso a prestito dalle Banche di Riserva tra 500 e 1000 milioni dei 2250—2500 milioni di dollari di saldi creditori, che per legge, erano obbligate a mantenere in riserva presso le banche di Riserva Federale. Generalmente parlando, le banche affiliate non soltanto non possedevano allora "eccessi" di riserva, ma in realtà avevano contratto debiti per circa 40% delle loro riserve "obbligatorie". Soltanto nel 1932 cominciarono ad apparire riserve eccessive, come conseguenza dei vasti acquisti di titoli governativi da parte delle banche di riserva e fino al 1933 tali eccessi di riserve non aumentarono rapidamente. Il Consiglio dei governatori del Sistema di Riserva Federale ha dichiarato nel gennaio 1937 che "... nell'intervallo tra il "banking holiday" del 1933 e il 24 dicembre del 1936 ... l'afflusso d'oro ammontò complessivamente a \$ 4000 milioni. Questo afflusso d'oro ebbe per effetto di accre-



scere d'un eguale importo le riserve delle banche affiliate nonchè i loro depositi. L'importo totale dei depositi nelle banche e nelle casse postali di risparmio, più i biglietti in circolazione fuori delle banche, supera attualmente di \$ 2000 milioni quello dell'estate del 1929".

Le riserve totali delle banche affiliate al Sistema di Riserva Federale salirono a \$ 6000 milioni nel 1936, cioè ad una cifra doppia dell'ammontare obbligatorio e, almeno in teoria, anche i depositi avrebbero potuto raggiungere un volume doppio di quello che effettivamente avevano. Questa situazione presentava i pericoli che erano già stati avvertiti nel 1935; infatti la nuova legge bancaria di quell'anno (*consacrate, con alcune modificazioni, le misure straordinarie prescritte dall'"Agricultural Relief Act 1933"*) autorizzò il Consiglio dei Governatori a raddoppiare i limiti delle riserve obbligatorie delle banche affiliate "allo scopo di impedire una dannosa espansione del credito". Il Consiglio deliberò un aumento di 50% della percentuale delle riserve obbligatorie rispetto ai depositi a partire dal 16 agosto 1936. Continuando l'oro a venire importato, nell'autunno 1936 il Consiglio decise di fare pieno uso delle sue facoltà e prescrisse un ulteriore aumento di 50% (per cui le percentuali primitive venivano raddoppiate) da effettuarsi in due rate eguali il 1° marzo e il 1° maggio 1937. La scelta di questo metodo per assorbire gli eccessi di riserve, di preferenza alle vendite di titoli di Stato raccomandate dalla Consulta del Sistema di Riserva Federale nel novembre 1935, si spiega col fatto che i cambiamenti delle percentuali interessano tutte le banche affiliate qualunque sia la situazione della loro riserva e "pertanto vanno apportati quando le riserve sono largamente disseminate".

A partire dal 1° maggio 1937, le banche affiliate di Nuova York e Chicago sono obbligate a mantenere alle banche di riserva saldi equivalenti a 26 % dei loro depositi netti a vista; nelle altre città dove esistono Banche di Riserva Federale, la percentuale è di 20 % e in provincia 14 %. Di fronte ai depositi a termine è obbligatoria dappertutto una copertura di riserva di 6 %. Fu previsto che gli aumenti di percentuali stabiliti per il 1937 ridurrebbero gli eccessi di riserve a circa \$ 500 milioni, contro oltre \$ 3000 milioni al principio di agosto 1936; ma può darsi che questa previsione sia modificata per effetto degli acquisti di titoli effettuati nell'aprile 1937 da parte delle Banche di Riserva.

In una dichiarazione del 31 gennaio 1937, il Consiglio espresse l'opinione che "il volume attuale dei depositi, qualora venga utilizzato con un ritmo paragonabile a quello anteriore alla depressione, è sufficiente a sostenere una più vasta attività d'affari di quella che esiste oggigiorno. Pertanto, per mantenere ed accrescere la ripresa, il commercio, l'industria e l'agricoltura del paese necessitano di un impiego più completo e produttivo dei depositi esistenti, piuttosto che di ulteriori aumenti dell'ammontare attuale dei depositi".

L'aumento delle percentuali delle riserve obbligatorie si applica soltanto alle banche affiliate al Sistema di Riserva Federale. È vero che la loro importanza relativa è cresciuta dopo la chiusura delle banche nel 1933; nondimeno alla fine di giugno 1936 i depositi delle banche affiliate (esclusi quelli interbancari) rappresentavano soltanto \$ 34.000 milioni, su un totale, per tutte le banche, di \$ 51.000 milioni, dei quali \$ 10.000 milioni presso casse di risparmio mutue e \$ 7000 milioni presso banche non affiliate. La relazione annuale per il 1936 della Corporazione federale d'assicurazione dei depositi attira l'attenzione su questo difetto di unificazione legislativa. In realtà, però, le banche non affiliate sono costrette a tenere la maggior parte delle loro riserve presso le banche affiliate, sicché in ultima analisi i depositi a riserva delle banche affiliate rappresentano le riserve a copertura di tutti i depositi negli Stati Uniti.

Sul mercato dei valori intervennero parimenti, nel 1936, in virtù del "Securities Exchange Act of 1934", misure dirette a restringere l'espansione potenziale del credito; a tal fine, il Consiglio di Riserva Federale spinse a livelli relativamente alti i margini di copertura obbligatori per i titoli a riporto titoli: i clienti debbono depositare presso gli agenti di cambio 55 % del valore di mercato dei titoli e le banche debbono anch'esse richiedere una copertura analoga. Varie altre norme sono state prescritte.

Caratteristico del 1936 è stato l'aumento dei prestiti per conto del commercio presso tutte le banche affiliate, che si riscontra in un aumento della voce "other loans" di \$ 1035 milioni (nel 1935 un aumento di soli \$ 300 milioni); ma la cifra raggiunta, \$ 6040 milioni alla fine del 1936, sebbene sia la più alta dopo il "banking holiday" del 1933, è pur tuttavia piccola in confronto cogli

anni anteriori e col volume dei fondi attualmente disponibili per prestiti. Generalmente si ritiene che questo aumento di prestiti al commercio indichi l'esistenza d'una domanda d'ulteriori capitali da parte dei produttori e distributori di merci. Un'altra spiegazione è quella, che siano aumentati presso le banche gli effetti di compagnie finanziarie, ma sembra che questo elemento non sia stato il principale fattore dell'incremento in parola. Le situazioni pubblicate da quindici fra le principali compagnie finanziarie mostrano che, al 30 giugno 1936, il volume complessivo dei crediti concessi da queste compagnie ammontava a circa \$ 1200 milioni, cioè 45 % di più che nel 1929 e tre o quattro volte il volume nel 1932. I crediti consentiti da queste compagnie sono destinati per lo più a finanziare acquisti

Crediti concessi da quindici compagnie finanziarie	Dodici auto-mobilistiche	Tre d'industrie varie	Totali
	milioni di \$ alla fine dell'anno		
1929	677	152	829
1932	275	63	338
1933	368	80	448
1934	500	101	601
1935	715	155	870
1936 (30 giugno)	971	225	1.196

d'automobili, ma anche di altri prodotti, come apparecchi di riscaldamento e ventilazione, ghiacciaie ed altri apparecchi domestici; le compagnie finanziarie si procurano circa due terzi dei loro fondi per mezzo di prestiti concessi loro dalla banche e mediante vendite di pagherò. Si ritiene che queste cifre forniscano un indice della situazione del credito ai consumatori

negli Stati Uniti. Le vendite ai consumatori hanno ricevuto uno stimolo, che non si ripeterà più, dal pagamento nel giugno 1936 del premio agli ex-combattenti e dalla legge fiscale che costrinse le società a ripartire gli utili precedentemente accumulati e non ripartiti, per effetto della quale i dividendi dichiarati nel novembre ammontarono a \$ 880 milioni, contro \$ 400 milioni nel novembre 1935 (dicembre 1936: \$ 440 milioni, contro \$ 300 milioni).

D'altra parte i crediti concessi da parte di enti statali tendono a diminuire, come risulta dalle seguenti cifre, che si riferiscono ai crediti concessi da tre importanti enti finanziati interamente dal Governo degli Stati Uniti.

	Fine 1935	Fine 1936
	in milioni di \$	
Reconstruction Finance Corporation	1.401	1.174
Commodity Credit Corporation	271	212
Public Works Administration	165	129
	<u>1.837</u>	<u>1.515</u>

Nel luglio 1936, i tassi d'interesse sui prestiti concessi dalla Reconstruction Finance Corporation furono ridotti, per i prestiti alle banche, da 4 a 3 % e per gli altri corrispondentemente; a partire dell'ottobre fu anche ridotto a 3 % il tasso d'interesse corrisposto dalle banche sulle azioni preferenziali, sui pagherò

e sulle obbligazioni delle banche stesse possedute dalla Reconstruction Finance Corporation.

V'è stato anche, specialmente nei primi mesi del 1937, un leggero inasprimento dei tassi a breve termine sul mercato di New York, ove negli ultimi anni essi erano stati mantenuti a livelli eccessivamente bassi. I seguenti esempi caratteristici descrivono il fenomeno: i prestiti giornalieri della borsa salirono da $\frac{3}{4}\%$ al principio del 1936 a 1% in giugno; le accettazioni bancarie a 90 giorni da $\frac{1}{8}$ a $\frac{3}{16}\%$ nel luglio 1936, $\frac{1}{4}\%$ nel gennaio 1937, $\frac{5}{16}\%$ in febbraio e $\frac{7}{16}\%$ nel marzo 1937; le cambiali della Tesoreria (a 273 giorni) che trovavano collocamento a $\frac{1}{4}\%$ e meno nel 1936, salgono gradualmente a partire del principio del 1937 fino a $0,7\%$ alla fine di marzo.

Le nuove banche centrali del Canada, della Nuova Zelanda, dell'India e dell'Argentina, i cui saggi di sconto sono compresi fra 2 e $3\frac{1}{2}\%$ non hanno quasi praticato risconti, perchè le banche commerciali nei rispettivi paesi godono di una liquidità eccezionale. Nel Canada, le banche posseggono il doppio delle disponibilità di cassa e saldi creditori alla banca centrale cui la legge le obbliga; nella Nuova Zelanda e in India, esse posseggono il triplo delle riserve obbligatorie. Le riserve di cassa delle banche in Argentina non sono aumentate sensibilmente al di sopra del minimo legale, sebbene le riserve in oro e cambi esteri del Banco Central siano aumentate di 170 milioni di pesos nel corso dell'anno. Come fu rammentato nella precedente relazione annuale, il Banco Central ebbe, al momento della sua fondazione nel maggio 1935, buoni del Tesoro consolidati 3% per 400 milioni, dei quali 180 milioni erano stati venduti sul mercato fino al dicembre 1935. Durante il 1936 anche il saldo di 220 milioni fu venduto per assorbire l'eccesso di disponibilità di cassa delle banche. Si è avuta notizia al principio del 1937 che, per assorbire ogni ulteriore eccedenza di disponibilità, si provvederebbe d'ora in poi mediante vendite di cambiali del Tesoro. Il saggio ufficiale dello sconto è stato mantenuto a $3\frac{1}{2}\%$, mentre il tasso per le cambiali del Tesoro non riscontabili, che sono ormai abitualmente messe all'asta ogni mese a Buenos Aires, discese continuamente nel corso dell'anno, raggiungendo in dicembre 2% per le cambiali a 30 giorni e $2\frac{1}{2}\%$ per le cambiali a 90 giorni.

La Banca di Riserva dell'India conserva il suo saggio ufficiale dello sconto a 3% , senza rapporto col mercato, sul quale il tasso medio per le cambiali del Tesoro fu nel 1936 inferiore a $\frac{3}{4}\%$. Similmente nel Canada, ove la Banca del Canada ha mantenuto invariato il suo saggio ufficiale a $2\frac{1}{2}\%$, il tasso per le cambiali del Tesoro discese da $1\frac{1}{4}\%$ al principio del 1936 a meno di $\frac{3}{4}\%$ in dicembre. Nel corso dell'anno le disponibilità di cassa delle banche sono aumentate per effetto dell'acquisto di titoli da parte della banca centrale. Il denaro

è sempre più a buon mercato e le banche hanno abbandonato l'usanza di corrispondere interessi sui conti correnti; il tasso sui depositi a risparmio è stato diminuito di $\frac{1}{2}\%$ ed è ora $1\frac{1}{2}\%$. I tassi per i prestiti sono anche diminuiti, ma le anticipazioni contro titoli costano tuttora da 5 a 6%. Nella Nuova Zelanda la legge dell'aprile 1936, chiamata "Reserve Bank of New Zealand Amendment Act", colla quale fu statizzata la Banca di Riserva, offre anche maggiori possibilità allo Stato ed alle aziende statali di ricorrere alla Banca. L'ammontare delle anticipazioni allo Stato ed alle aziende di Stato, che era nullo durante la prima metà dell'anno, salì a 8 milioni di lire neo-zelandesi nel dicembre 1936; inoltre la banca aumentò i suoi investimenti per £ NZ 1 milioni. Nel corso dell'anno la circolazione dei biglietti aumentò di £ NZ 3 milioni ed i saldi creditori delle banche di £ NZ 1,5 milioni, mentre la riserva in lire sterline diminuì di £ NZ 5 milioni. Le riserve effettive mantenute dalle banche commerciali presso la banca centrale ammontavano alla fine del 1936 a £ NZ 11 milioni, mentre il minimo legale prescritto dalla legge era meno di £ NZ 3,5 milioni. In virtù della legge sopra menzionata, il Governatore della Banca di Riserva, coll'autorizzazione del Ministro delle finanze, ha facoltà di aumentare le prescrizioni di riserve delle banche. Il saggio ufficiale dello sconto fu abbassato da $2\frac{1}{2}\%$ a 2% verso la metà del 1936.

Nell'Africa del Sud, le banche commerciali per lungo tempo mantennero grandi eccedenze di riserva presso la Banca di Riserva. Nel 1932, queste si trovavano al livello obbligatorio di 4 milioni di lire sud-africane. Sospeso il regime aureo alla fine di dicembre 1932, in pochi mesi i saldi creditori della banca salirono ad oltre £ SA 20 milioni. Nel febbraio 1936 raggiunsero il massimo a £ SA 33 milioni, rappresentante il quadruplo del minimo legale di £ SA 8 milioni; ma poi rapidamente scesero a meno di £ SA 18 milioni in settembre. Nei sei mesi terminati il 30 settembre 1936, le banche acquistarono £ SA 8 milioni di titoli. Come verrà rammentato nel successivo sottocapitolo, il governo emise un prestito interno per rimborsare debiti scaduti a Londra ed in tale modo assorbì contemporaneamente la plethora di disponibilità tanto all'interno quanto all'estero. Senonchè i saldi creditori delle banche alla banca centrale salirono presto ad oltre £ SA 20 milioni e continuarono ad aumentare nei primi mesi del 1937; il saggio ufficiale dello sconto rimase immutato dal 1933 a $3\frac{1}{2}\%$.

In Australia, sebbene i tassi per le anticipazioni della Banca della Comunità d'Australia siano rimasti immutati a $4\frac{1}{4}\%$ fino dal 1934, v'è stato un percettibile inasprimento dei tassi a breve termine; ciò è mostrato dall'aumento da 1 a 2% , subito nel marzo 1936 dal tasso per i depositi vincolati a tre mesi alla Banca della Comunità d'Australia. L'inasprimento dei tassi è dovuto alla progressiva espansione dei prestiti da parte delle banche commerciali, contrariamente al desiderio della Banca; assottigliate le disponibilità di cassa e le

altre attività liquide, la posizione delle banche commerciali è divenuta più difficile ed i loro tassi sugli scoperti sono stati aumentati a $5\frac{1}{2}\%$; tuttavia, recentemente la posizione è migliorata per effetto del favorevole sviluppo delle esportazioni.

Nel Giappone il saggio ufficiale dello sconto è stato ridotto da 3,65 a 3,29% nell'aprile 1936 e nel corso dell'anno diminuirono anche i tassi di mercato libero a Tokio ed i tassi d'interesse sui depositi presso le banche. Il denaro fu abbondante durante tutto l'anno e l'incidente del febbraio 1936 ebbe un'influenza soltanto passeggera.

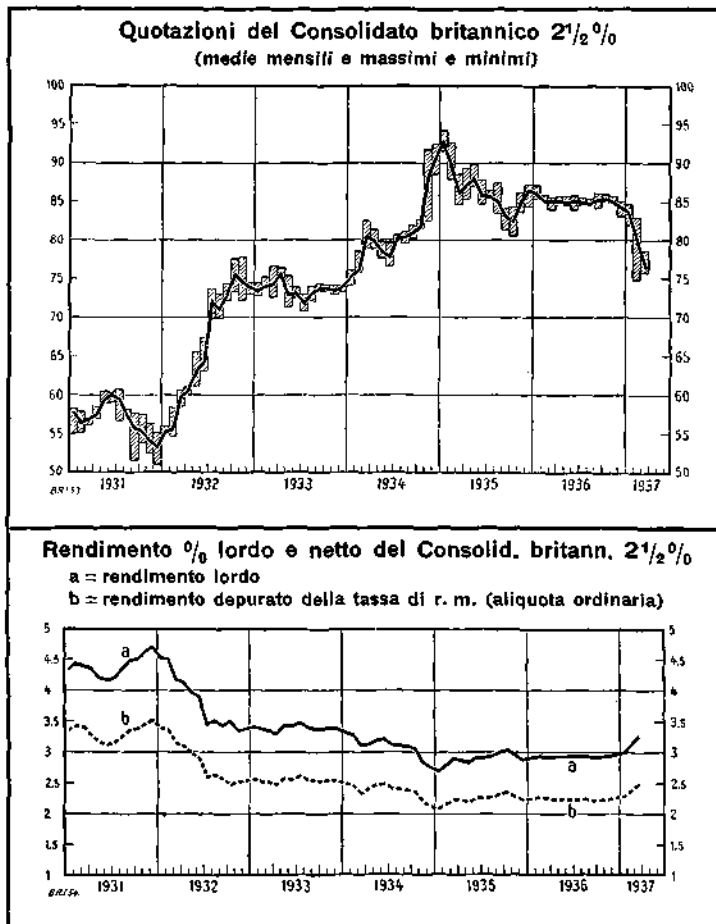
Nonostante il recente inasprimento dei tassi d'interesse a breve termine su qualche mercato, la caratteristica generale dei sistemi creditizi è stato l'alto grado di liquidità. In parecchi centri sono state accumulate vaste riserve da parte delle banche commerciali. In alcuni casi si è reso necessario di prendere provvedimenti straordinari per restringere le possibilità di sviluppo del credito già esistenti, onde impedire pericolose espansioni in avvenire. È notevole che il metodo della obbligatorietà di percentuali minime di riserva, ideato in origine allo scopo di assicurare alle banche un sufficiente grado di liquidità, sta convertendosi in un'arma per minacciare di ridurre la liquidità delle stesse. Sotto parecchi punti di vista, la situazione attuale non ha precedenti; mai si tentò su così vasta scala di immobilizzare le disponibilità di cassa delle banche e particolarmente di neutralizzare gli effetti degli acquisti d'oro. La politica attuale tende a diminuire il volume del credito e finora non è aumentato il costo del suo uso (il tasso d'interesse).

2. MERCATO DEI CAPITALI A LUNGO TERMINE.

I tassi d'interesse sugli investimenti a lungo termine hanno mostrato recentemente una comune tendenza al livellamento tra i vari mercati. Mentre sui mercati britannico, americano ed altri, ove i tassi d'interesse erano già relativamente bassissimi, negli ultimi mesi è apparsa una tendenza all'aumento del rendimento dei titoli di Stato a lungo termine; in molti altri paesi, dove in passato il movimento di ribasso dei tassi non era stato altrettanto pronunziato, sono state proseguite le conversioni di debiti.

Le più alte quotazioni dei titoli di Stato nella Gran Bretagna s'ebbero nel gennaio 1935, per effetto d'acquisti dovuti ad un eccesso d'ottimismo; da allora in poi le quotazioni andarono ribassando per quasi nove mesi, dopo di che s'ebbe un periodo di relativa stabilità durante l'anno 1936. Una brusca debolezza sul mercato dei titoli di Stato si verificò al principio del 1937; nello spazio di poche settimane il rendimento di tali titoli aumentò di quasi $\frac{1}{2}\%$. Questa debolezza può venire attribuita a parecchie cause che influenzarono il

movimento dei capitali sul mercato; l'annuncio del ricorso al credito per l'esecuzione del programma di riarmo ebbe indubbiamente un'influenza psicologica sui capitalisti. Il grafico seguente raffigura le quotazioni del consolidato $2\frac{1}{2}\%$ il quale, essendo un debito perpetuo e di primissimo ordine, costituisce un sensibilissimo barometro delle condizioni di mercato a Londra.



Questo titolo perdetto 10 punti nei primi due mesi del 1937, mentre nell'intero anno 1936 l'oscillazione tra le quotazioni massima e minima era stata di punti $4\frac{1}{2}$. Al più basso corso di 74 raggiunto nel febbraio 1937, questo consolidato si trovò a 20 punti al di sotto della massima quotazione, raggiunta nel gennaio 1935 (momento in cui si può dire, approssimativamente, che ebbe termine il periodo dei grandi acquisti di questo titolo da parte delle banche commerciali) ossia di nuovo al livello del principio del

1934. La tenuta degli altri titoli a lungo termine a interesse fisso non subì allo stesso grado le influenze d'ordine psicologico, ma partecipò alle stesse tendenze fondamentali. Già nel novembre 1936, l'emissione al prezzo di $98\frac{1}{2}$, di £ 100 milioni d'obbligazioni redimibili $2\frac{3}{4}\%$ a 16—21 anni preannunciò la venuta di condizioni più rigide per il credito a lungo termine sul mercato di Londra. Le condizioni d'emissione di questo prestito furono, infatti, nettamente più sfavorevoli alla Tesoreria che non quelle del prestito di £ 200 milioni del dicembre 1935, il quale era stato offerto a $96\frac{1}{2}$ con un interesse di $2\frac{1}{2}\%$ ed una durata di 20—25 anni. Quest'ultima emissione, tuttavia, era stata in gran parte assorbita da istituti pubblici e affini e, malgrado un rialzo del "tap price" (ossia del corso al quale vengono offerti al mercato i titoli da parte degli istituti di cui

sopra) per preparare il nuovo prestito, la quotazione, nel novembre 1936, era 3 punti al disotto del prezzo di emissione originale.

Negli Stati Uniti, il rendimento dei buoni del Tesoro continuò a diminuire durante il 1936 e la tendenza cominciò a invertirsi soltanto nel primo trimestre del 1937. Il rendimento medio per tutti i buoni del Tesoro in circolazione, redimibili o scadenti posteriormente a otto anni, cadde da 2,73 % nel dicembre 1935 al 2,27 % nel dicembre 1936. Nel confrontare i tassi fra Nuova York e Londra, è importante ricordare che i titoli governativi degli Stati Uniti sono esenti da tasse, mentre per il portatore di titoli di Stato britannici l'effetto della tassa di ricchezza mobile sul rendimento è considerevole, come si rileva dal grafico alla pagina precedente. Durante l'anno la Tesoreria continuò a sviluppare il suo programma di consolidamento del debito. Il debito a breve termine in biglietti, certificati e cambiali diminuì di \$ 1800 milioni riducendosi alla cifra di \$ 13.100 milioni, nonostante un aumento di \$ 4100 milioni nel debito fruttifero il cui totale raggiunse \$ 33.700 milioni. Contemporaneamente fu estesa la durata dei buoni di nuova emissione:

Data d'emissione	Scadenza
1935 settembre	10—12 anni
1936 marzo	12—15 „
giugno	15—18 „
settembre	20—23 „

I tassi d'interesse per tutte queste emissioni fu $2\frac{3}{4}$ %. Tuttavia, nel dicembre 1936 furono emessi buoni a $2\frac{1}{2}$ % a scadenza di soltanto 13 a 17 anni ed un'altra emissione a condizioni analoghe fu fatta nel marzo 1937, a scopo di conversione. A quell'epoca, le mutate condizioni di mercato avevano già cominciato a farsi sentire sulle obbligazioni di primo ordine ed in particolare il mercato delle obbligazioni municipali aveva già dato segni di non poter più sostenere nuove emissioni. Da principio le obbligazioni governative non subirono influenza, ma gli scarti fra i vari rendimenti cominciarono ad aumentare. Parecchi fattori influirono sul mercato: i tassi a breve termine a Nuova York diedero segni di irrigidimento: furono fatti preparativi in previsione della prossima entrata in vigore di misure destinate a ridurre gli eccessi di riserve delle banche affiliate; infine l'andamento del mercato dei titoli di Stato a Londra produsse una certa influenza psicologica. Senonchè, mentre gli investimenti delle undici "clearing banks" di Londra aumentarono di ben 30 milioni di sterline nei sei mesi terminati col gennaio 1937, contro un aumento di soli 10 milioni di sterline nei sei mesi precedenti, l'insieme delle banche affiliate al Sistema di Riserva Federale, dopo avere aumentato, nella prima metà del 1936, il loro portafoglio di obbligazioni del Governo degli Stati Uniti (dirette ed indirette) per \$ 1400 milioni, lo diminuirono di \$ 125 milioni nella seconda metà dell'anno. Le banche

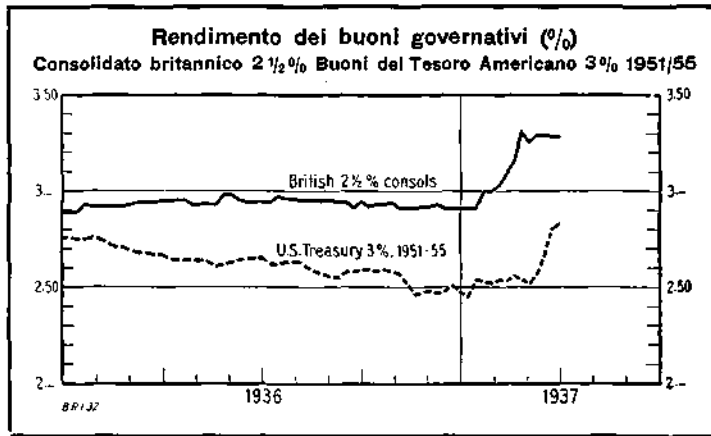
di Nuova York vendettero \$ 555 milioni, mentre altre banche acquistarono \$ 430 milioni. La riduzione dei portafogli delle banche in obbligazioni del Governo degli Stati Uniti continuò nel 1937: le situazioni settimanali delle banche affiliate indicano una diminuzione di \$ 885 milioni, nei primi tre mesi del 1937, contro \$ 320 milioni nell'ultimo semestre del 1936; la diminuzione cominciata al principio di febbraio si constata non soltanto a Nuova York, ma anche nelle altre banche e nel febbraio e marzo le vendite furono imputabili non solo alle banche, ma anche ad altri portatori. Recentemente le Banche di Riserva Federale hanno aumentato la parte assegnata, nella composizione del loro portafoglio di complessivi \$ 2430 milioni d'obbligazioni del Governo degli Stati Uniti, ai buoni del Governo degli Stati Uniti (\$ 635 milioni alla fine di marzo 1937 contro \$ 265 milioni un anno avanti) mentre sono diminuiti invece i biglietti e le cambiali a breve termine. Al principio d'aprile 1937, il Comitato del mercato libero del Consiglio di Riserva Federale annunciò che, "allo scopo di esercitare la sua influenza per fa-



vorire la creazione di condizioni normali sul mercato monetario" e di facilitare l'adattamento delle riserve delle banche affiliate ai nuovi obblighi, esso compierebbe operazioni d'acquisto d'obbligazioni del Governo degli Stati Uniti sul mercato libero "nei quantitativi ed alle epoche che apparirebbero opportuni". Nelle prime due settimane dell'aprile 1937, il Sistema Federale aumentò di \$ 56 milioni il suo portafoglio di obbligazioni del Governo degli Stati Uniti; fu questa la prima volta, da più di tre anni a questa parte, che tale portafoglio veniva aumentato. Quale esempio del-

la tendenza generale del mercato, si può citare il fatto che i buoni 4¹/₄% 1947/52 scesero dalla massima quotazione da essi raggiunta, cioè 121⁷/₈ il 12 dicembre 1936, a circa 120 in febbraio e poi precipitarono a 115, alla fine di marzo, ed a 113¹/₂ (il livello più basso dalla fine del 1934) il 2 aprile 1937. Quello stesso giorno l'emissione 2¹/₂% sopra rammentata toccò 96¹/₄, contro 101³/₄ nella seconda settimana del febbraio 1937.

Circa \$ 14.000 milioni del debito fruttifero degli Stati Uniti, ammontante a \$ 33.700 milioni alla fine del 1936, verrà a scadenza entro i prossimi cinque anni. E' stato notato recentemente che, mentre la quasi totalità del debito governativo degli Stati Uniti verrà a scadenza entro venticinque anni, in Inghilterra



Il grafico qui accanto raffigura la tendenza dei rendimenti del consolidato a Londra (lordo) e dei buoni del Tesoro americano 3% 1951/55 a Nuova York, a partire del principio del 1936.

L'ininterrotto consolidamento del debito fluttuante ha caratterizzato il mercato dei capitali in Germania, ove il risparmio disponibile è stato accuratamente canalizzato verso i titoli di Stato. In luglio e novembre 1936 ed in febbraio 1937 furono fatte emissioni di buoni del Tesoro 4 1/2% per importi di 700, 600 e 700 milioni di marchi rispettivamente, a 98 3/4, con una durata media di nove anni. Complessivamente, sono già stati consolidati 5000 milioni di marchi di debito a breve termine del Reich, dal 1933, ma il volume di quest'ultimo rimane ancora considerevole. Al principio del 1937 furono ammesse deroghe al divieto di nuove emissioni industriali, per importi relativamente alti, occorrenti alle ditte in relazione all'esecuzione del piano quadriennale. Inoltre, un prestito prussiano di 200 milioni di marchi a 4 1/2% fu emesso in dicembre 1936 a 97 1/4—97 1/2, di cui 40 milioni di marchi rappresentarono denaro fresco.

Il ritorno dei capitali emigrati, che si verificò dopo la svalutazione nei Paesi Bassi e in Svizzera migliorò la posizione del mercato dei capitali in questi paesi, facendo scendere il tasso d'interesse a lungo termine in entrambi i paesi ad un livello fra 3 e 3 1/2% alla fine del 1936, e costituendo in tale modo un punto di partenza per future conversioni di titoli di Stato. Anche prima della svalutazione, fu emesso alla pari sul mercato svizzero il prestito per la difesa 3%, la cui sottoscrizione fu più che coperta, ma in questo caso il prestito apparve attraente al pubblico per motivi patriottici e per l'esenzione fiscale di cui gode.

La persistenza dell'esportazione di capitali francesi, i quali seguitano a restare all'estero, complica grandemente il problema dell'abbassamento dei tassi d'interesse a lungo termine in Francia. Nel dicembre 1936 fu firmata una convenzione,

circa 70% del debito governativo interno è perpetuo, ovvero a scadenza più lontana, e questa è un'altra diversità che rende estremamente difficile il confronto fra i tassi d'interesse a lungo termine. Fatte le debite riserve circa la possibilità di confronto, il gra-

in virtù della quale il Governo assegnò 3 miliardi di franchi, provenienti dall'utile netto sulla rivalutazione delle riserve auree della Banca di Francia, al Credito Fondiario, per permettere a questo istituto di diminuire i suoi tassi d'interesse nella seguente misura:

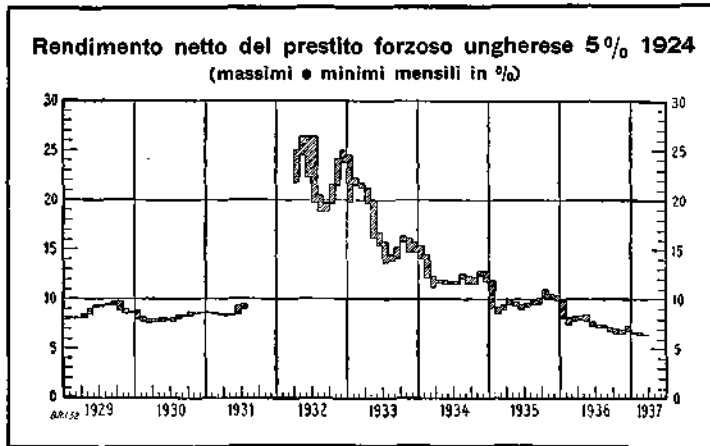
- per prestiti ad enti pubblici, dal preesistente 6,80 a 5⁰/₁₀₀;
- per prestiti su fondi rustici da 8,05 a 6,30⁰/₁₀₀;
- per i crediti navali da 8,45 a 6,70⁰/₁₀₀.

La riduzione di 10⁰/₁₀₀ sulle cedole delle rendite e degli altri titoli di Stato, istituita dal decreto del luglio 1935, fu soppressa, sotto certe condizioni, dalla legge finanziaria del dicembre 1936.

Nel marzo 1937 è stato emesso il prestito della sicurezza nazionale 4¹/₂⁰/₁₀₀, redimibile in 60 anni; una porzione per 5 miliardi di franchi fu emessa a 98 con speciali garanzie per il pagamento dell'interesse e del capitale in vari modi secondo l'opzione dei portatori, venendo garantiti i cambi in sterline o dollari ai corsi esistenti al momento dell'emissione (franchi 106,95 per la sterlina e 21,90 per il dollaro). La sottoscrizione di questo prestito fu immediatamente più che coperta ed una settimana più tardi fu emessa un'altra porzione di 3 miliardi di franchi. Il rendimento della rendita francese, dopo un leggero ribasso nell'ottobre 1936, tornò al principio del 1937 all'alto livello che aveva un anno prima. Da una parte, il mercato dei capitali subì la tensione prodotta dall'esodo di fondi, d'altra parte, esso rimase esposto alle continue richieste del Governo per coprire i disavanzi e le spese fuori bilancio. Il debito interno dello Stato francese, compreso il cumulo dei debiti delle ferrovie, è cresciuto di circa 40⁰/₁₀₀ negli ultimi sei anni.

In Cecoslovacchia fu emesso, nel corso del 1936, un prestito di difesa, diviso in due porzioni, emesse entrambe al prezzo di 97, l'una a 4¹/₂⁰/₁₀₀, l'altra a 3⁰/₁₀₀, redimibili mediante sorteggio tra il 1938 al 1987; le obbligazioni a tasso d'interesse più basso godono determinate esenzioni fiscali. Le sottoscrizioni a questo prestito superarono i 4000 milioni di corone cecoslovacche. Nel Belgio, fu emesso il 1° marzo 1937 al prezzo di 97 un prestito 3¹/₂⁰/₁₀₀ a 60 anni, per un importo di 1500 milioni di franchi belgi; precedentemente, nell'autunno del 1936 era stato emesso un prestito a 4⁰/₁₀₀. Una serie di prestiti prebellici della Svezia è stata convertita da 3¹/₂⁰/₁₀₀ a 3⁰/₁₀₀, il che ha comportato anche il riscatto di partite possedute all'estero.

In Ungheria il rendimento del prestito forzoso del 1924, dedotto dai prezzi praticati in negoziazioni private, scese nel 1936 per la prima volta dalla chiusura della borsa valori nell'estate 1931 al di sotto di 8⁰/₁₀₀. Questo abbassamento va attribuito al miglioramento della situazione economica, che si tradusse nel più alto rendimento delle tasse e nella conseguente cessazione delle emis-



sioni del Tesoro sul mercato.

Passando ad esaminare i paesi fuori d'Europa, si notano, nello scorso anno, nel Giappone, una serie di conversioni, per effetto delle quali buoni del Tesoro 5% per 2000 milioni di yen sono stati sostituiti da buoni

3½%, emessi leggermente al di sotto della pari. Nel gennaio 1937, il rendimento medio dei buoni del Governo è sceso a 3,9%, contro 4,3% un anno prima. Nel Giappone, come negli Stati Uniti, il debito interno dello Stato è raddoppiato negli ultimi sei anni. In ambedue i paesi le banche commerciali e le casse di risparmio, che durante la depressione trovarono scarso impiego per i loro fondi, hanno aumentato considerevolmente i loro portafogli di obbligazioni governative, ma il loro potere di assorbimento potrà subire una rapida contrazione quando, ripresa l'attività economica e rialzati i prezzi, aumenterà la domanda di capitali.

In India, i tassi del mercato a lungo termine seguitarono a scendere verso livelli assai bassi nel 1936; per esempio, il rendimento del prestito governativo 4% 1960—70 scese da 3,4%, in dicembre 1935, a 3,1%, in dicembre 1936; ma al principio del 1937 i titoli di Stato discesero, seguendo la tendenza del mercato di Londra. Nel maggio 1936, il Governo indiano riuscì ad emettere un prestito interno a 12—16 anni per 12 crores di rupie (equivalenti a £ 9 milioni) di denaro fresco al basso tasso di 2¾%. Il grande miglioramento delle condizioni in Argentina durante l'anno, e la fermezza del mercato, consentirono al Governo di emettere del dicembre 1936 100 milioni di pesos a 4%, il tasso più basso per un prestito di questa natura che si sia offerto da che esiste quella Repubblica. In Australia, d'altra parte, i tassi d'interesse a lungo termine volsero al rialzo durante il 1936, come si vede dalla tabella seguente:

Data d'emissione	Importo in milioni £ A	Condizioni				Risultato
		Interesse %	Prezzo	Anni di durata	Rendimento %	
Novembre 1935	7½	3¾	99¾	14	3,775	più che coperto per £ A 0,3 milioni
Giugno 1936	9	3¾	98½	15	3,875	non coperto per £ A 1,8 milioni
Novembre 1936	7½	3¾	97½	15	3,967	non coperto per £ A 2 milioni

Nell'aprile 1937, il Consiglio dei prestiti approvò un'ulteriore emissione di £ A 7,5 milioni di buoni $3\frac{7}{8}\%$, offerti a $99\frac{1}{2}$.

Secondo la relazione della Banca della Comunità d'Australia per il giugno 1936, la tendenza più ferma può attribuirsi in gran parte alla crescente domanda di nuovi capitali per l'industria australiana. I tassi stanno diventando fermi anche nella Nuova Zelanda, dove un prestito governativo ($3\frac{1}{2}\%$ per venti anni oppure 3% per quattro anni e mezzo) emesso nel gennaio 1937 per £ NZ 13,9 milioni e destinato in parte a scopo di conversione ed in parte per ottenere denaro fresco, fu sottoscritto soltanto per circa £ NZ 11 milioni.

L'adattamento dei tassi d'interesse a livelli più bassi è stato fatto anche nel campo dei prestiti esteri, sebbene le operazioni di conversione siansi qui limitate ai prestiti il cui servizio era stato eseguito regolarmente durante tutta la depressione. Primaria importanza ha avuto il piano di conversione dell'Argentina, esteso alla totalità dei debiti esteri in dollari del detto paese. Negli anni 1933 e 1934 furono fatte conversioni del debito federale interno; negli anni 1934 e 1935 furono convertite obbligazioni per circa £ 15 milioni sul mercato londinese dai tassi $5-5\frac{1}{8}\%$ a $4\frac{1}{8}\%$. Nell'ottobre 1936, le obbligazioni argentine in circolazione negli Stati Uniti ammontavano a \$ 236 milioni, per lo più emesse fra il 1923 ed il 1928 a 6% . Una prima emissione di \$ 23,5 milioni di obbligazioni $4\frac{1}{2}\%$ a 35 anni fu fatta al prezzo di $92\frac{1}{2}$ nel novembre 1936 a scopo di conversione. Il successo che coronò quest'operazione rese possibile l'emissione nel febbraio 1937 di un secondo prestito di conversione di \$ 70 milioni d'obbligazioni 4% a 35 anni al prezzo di 91; nell'aprile 1937 è stata annunciata un'ulteriore emissione di \$ 35 milioni di obbligazioni 4% a 35 anni per la maggior parte a $89\frac{1}{2}$. Inoltre, £ 118 milioni in contanti sono stati forniti dalle risorse proprie del paese. Così si è provveduto alla totalità del debito in dollari, venti anni e più prima della scadenza, rimborsandosene metà in contanti e convertendosene l'altra metà in debiti a tassi d'interesse inferiori. Inoltre, il Governo argentino ha deciso di rimborsare certe obbligazioni provinciali in dollari, fruttanti interesse a 7% , ed ha preso accordi per rimborsare piccoli prestiti in franchi francesi ed in pesos oro. Si è anche profittato del migliorato credito del governo per convertire, nell'ottobre 1936, sul mercato di Londra, £ 2,5 milioni d'obbligazioni ferroviarie 4% in obbligazioni governative $3\frac{1}{2}\%$ a 35 anni. I termini di conversione corrispondono ad un prezzo di emissione di $84\frac{1}{2}\%$. Una volta terminata l'esecuzione di questo piano, l'intero debito esterno dell'Argentina, che rappresenta circa £ 100 milioni, si troverà sulla base dei tassi di 4 a $4\frac{1}{2}\%$.

Nel Belgio, durante gli anni delle violente oscillazioni dei cambi (1924/26), il Governo contrasse vari prestiti esteri per un importo di \$ 230 milioni, ad alti

tassi d'interesse. Essi furono ottenuti, per \$ 180 milioni, sul mercato americano e per l'equivalente di \$ 50 milioni (metà del prestito di stabilizzazione 7% del 1926) sui mercati d'Europa. Nel maggio 1935, obbligazioni per \$ 99 milioni, comprese nel prestito di \$ 180 milioni originariamente collocato sul mercato americano, furono stampigliate e convertite in obbligazioni interne in franchi a 4%, operazione, questa, che s'aggiunse al normale ammortamento; il volume delle obbligazioni stampigliate fornisce un'indicazione del ritorno dei capitali in patria alla detta epoca. Alla fine dell'agosto 1936 la posizione dei prestiti americani era la seguente:

	Milioni di \$
Importo convertito nel maggio 1936 . . .	99
Importo ritirato per l'ammortamento . . .	37
Importo rimasto in circolazione	<u>44</u>
Totale . . .	180

Il 1° novembre 1936, il Governo belga decise di rimborsare le rimanenti obbligazioni in dollari del Prestito di stabilizzazione; alla fine dell'anno ne rimanevano in circolazione soltanto \$ 30 milioni. Le emissioni britannica, olandese e svedese del prestito di stabilizzazione 7% furono anch'esse ridotte alla base di 4% nel corso dell'anno e l'emissione svizzera fu rimborsata. Inoltre, talune obbligazioni estere a breve termine del Governo belga e del Congo belga furono rimborsate, portandosi così il totale dei rimborsi durante l'anno 1936 sui vari mercati esteri alla cifra di 1450 milioni di franchi belgi (vale a dire all'incirca a \$ 50 milioni).

In Finlandia, il Governo ha fatto un ulteriore progresso nel rimborso dei debiti esteri contratti ad alti tassi d'interesse. Fu dato preavviso per il rimborso il 1° settembre 1936 ai portatori d'obbligazioni del prestito in dollari 6½% del 1926. Questo prestito ammontava originariamente a \$ 15 milioni, ma alla data della chiamata ne rimanevano in circolazione soltanto \$ 12,8 milioni, di cui più di un terzo posseduti in Finlandia; un prestito interno di 400 milioni di marchi finlandesi a 4½% e 30 anni fu emesso a 98½ per ottenere i fondi necessari all'ammortamento. Mediante successivi rimborsi, il debito estero consolidato del Governo finlandese si ridusse da un totale equivalente a 76 milioni alla fine del 1930, a \$ 39 milioni alla fine del 1936. Durante lo stesso intervallo, il debito complessivo dello Stato, interno ed estero, si ridusse dall'equivalente di \$ 90 milioni a \$ 82 milioni, ma i prestiti esteri furono sostituiti da prestiti interni in tale misura, che la parte rappresentata da debiti esteri nel detto totale scese da 90 a meno di 50%.

In Inghilterra, il saldo ancora in circolazione dei \$ 20 milioni del prestito del Regno Unito 5½%, emesso per \$ 144 milioni nel 1917, fu rimborsato il

1° febbraio 1937. In Canada, obbligazioni governative 5% per circa \$ 90 milioni furono rimborsate al 1° marzo 1937, in parte mediante fondi disponibili (\$ 7,5 milioni) ed in parte col ricavo (\$ 82,5 milioni) di due nuove emissioni, una per \$ 30 milioni di obbligazioni settennali 2 $\frac{1}{4}$ % emesse a 99 $\frac{1}{2}$ e l'altra per \$ 55 milioni di obbligazioni trentennali a 3% emesse a 98. Il ministro delle Finanze, nella sua relazione sul bilancio del 1937, dichiarò che, nel 1936, erano state ritirate dall'estero obbligazioni canadesi di varia specie ("bonds" e "debentures") per \$ 255 milioni e, poichè queste operazioni erano state finanziate fino a \$ 110 milioni mediante nuove emissioni, specialmente negli Stati Uniti, ai bassi tassi d'interesse allora in vigore, l'indebitamento verso l'estero si trovava ed essere ridotto di \$ 145 milioni. Nel gennaio 1937 il Governo norvegese emise, a 98 $\frac{1}{4}$, un prestito 4% a 26 anni, per l'ammontare di \$ 29 milioni, il cui ricavo fu destinato a rimborsare il prestito di 30 milioni di dollari a 5% del 1928.

Vasti rimborsi di vecchi prestiti sono avvenuti durante l'anno sul mercato di Londra mediante risorse proprie dei paesi debitori. I Governi dell'India e dell'Africa del Sud rimborsarono complessivamente nel 1936 circa £ 35 milioni; l'India riscattò le £ 16,8 milioni del prestito 5 $\frac{1}{2}$ % 1936/38 e l'Africa del Sud rimborsò le £ 18,5 domiciliate a Londra dei prestiti 3 $\frac{1}{2}$ % 1929/49 e 4% 1936, con disponibilità ottenute, in ambedue i casi, mediante emissioni all'interno. Il Governo della Svezia ha dato preavviso del riscatto nel 1937 di £ 3 milioni di prestito prebellico, di cui meno della metà si trova all'estero. Attualmente la quantità d'obbligazioni del governo detenute all'estero è insignificante.

In nessun paese si riscontrano indizi reali d'una ripresa di nuove emissioni di capitali a lungo termine per l'estero. Non soltanto i prestiti per conto dei governi, ma anche gli investimenti diretti in nuove imprese, sono limitati a cifre minime. Negli Stati Uniti le nuove emissioni per conto dell'estero ammontarono a \$ 20 milioni nel 1936 contro \$ 1330 milioni nel 1927. In Inghilterra, le emissioni destinate a paesi fuori dell'Impero britannico ammontarono nel 1936 a soli £ 3 milioni contro £ 56 milioni nel 1927; perfino nei paesi d'oltremare dell'Impero britannico il totale delle nuove emissioni fu soltanto di £ 28 milioni, nel 1936, contro £ 95 milioni, nel 1927. A Stoccolma furono emessi prestiti per conto dei governi della Norvegia e della Danimarca per un importo complessivo di 75 milioni di corone svedesi, doppio di quello dell'anno precedente. Nel settembre 1936 fu concluso un accordo franco-polacco per un totale di 2600 milioni di franchi francesi, dei quali 2060 rappresentati da un prestito allo Stato polacco e 540 milioni da obbligazioni da emettersi sul mercato di Parigi per conto della Società ferroviaria franco-polacca, colla garanzia del Governo polacco. Il prestito allo Stato polacco consisterà in 810 milioni di franchi in contanti e per il resto in crediti mercantili; l'utilizzazione del prestito avverrà

nello spazio di quattro anni. Esso sarà rimborsato, in parte, durante 15 anni ed in parte, entro 35 anni; il tasso medio d'interesse è di $5\frac{1}{4}$ %.

Vari paesi che dieci anni fa si trovavano in bisogno di capitali esteri, posseggono attualmente risorse sufficienti, non soltanto a finanziare le loro occorrenze all'interno, ma anche a riscattare parte dei debiti esteri precedentemente contratti. In altri casi, le difficoltà che si riscontrano in relazione ai prestiti esistenti hanno reso impossibile un ulteriore ricorso ai crediti esteri e le incertezze di natura monetaria o politica rendono, per il momento, impossibili nuovi prestiti dall'estero. Anche le condizioni legislative ed amministrative in taluni paesi prestatori si ripercuotono sulla situazione. Negli Stati Uniti, non è stato modificato il "Johnson Act", che restringe le possibilità di prestiti consentiti all'estero dal detto paese. Nell'aprile 1936, in Inghilterra, il Cancelliere dello Scacchiere nominò un comitato per l'esame delle singole domande dei prestiti sul mercato di Londra e dei principii secondo i quali va interpretato il divieto di prestiti all'estero in vigore fino dal 1932. Nel marzo 1937, il Cancelliere diede a conoscere d'aver approvato la conclusione del Comitato, già notificata alle Investment Trust Companies, secondo cui le compagnie, le quali si proponessero di lanciare nuove emissioni sul mercato di Londra, devono limitare gli investimenti all'estero "al minimo necessario per la gestione degli affari, in armonia colla pratica abitualmente seguita dagli Investment Trusts"; inoltre, ove la parte effettiva investita all'estero sia "inconsuetamente grande", essa va ridotta quando se ne presenta l'occasione. In seguito sono state emanate norme particolareggiate in proposito.

È venuta creandosi una situazione, in cui i riscatti, i rimborsi ed i rimpatri di vecchi prestiti all'estero superano di gran lunga l'ammontare delle nuove emissioni per conto estero sui mercati americano, e britannico e probabilmente qualche altro. Si sono prodotti vasti movimenti di capitali, come fu riferito nel capitolo precedente, per l'acquisto di obbligazioni sui mercati esteri, ma questi movimenti non significano altro che spostamenti di attività già esistenti. Disgraziatamente, queste operazioni non danno origine ad un movimento di merci, in direzione dei paesi verso i quali affluiscono i capitali, nella stessa misura del movimento cui dà lo spunto l'emissione di nuovi prestiti per conto estero, sia per lavori pubblici, sia per investimenti. Il piccolo volume delle emissioni per conto estero è, pertanto, una delle cause che mantengono depresso il commercio internazionale.

La domanda di nuovo capitale per impiego all'interno è cresciuta sul mercato britannico negli ultimi tre anni e sul mercato americano specialmente nel 1936. Ma negli altri paesi indicati nella tabella seguente l'attività è ancora scarsa.

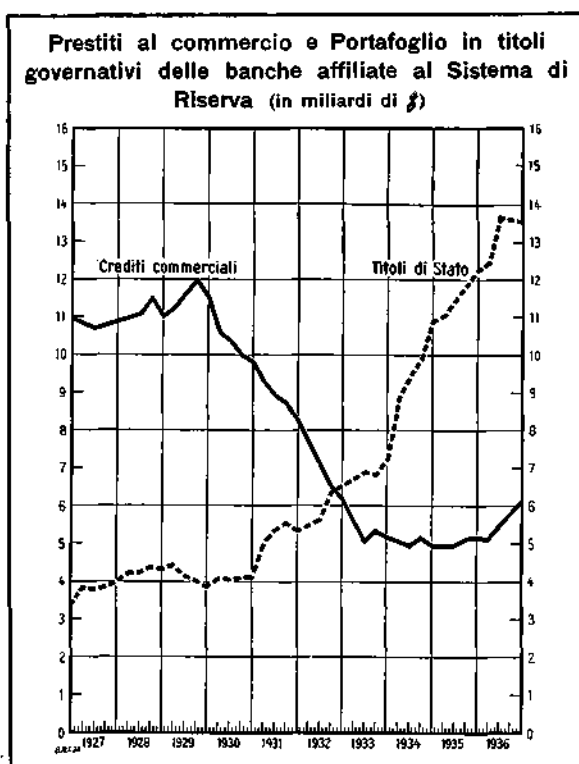
Emissioni interne di nuovi capitali per conto privato ed industriale (escluse le emissioni e conversioni per conto di governi e simili)					
Anno	Stati Uniti d'America	Inghilterra	Francia	Svizzera	Paesi Bassi
In milioni di unità di moneta nazionale					
1927	4.660	121	7.000	287	81
1928	5.350	159	9.900	322	281
1929	8.000	135	14.700	529	259
1930	4.480	93	20.500	269	107
1931	1.550	33	14.200	302	26
1932	325	77	5.300	121	14
1933	160	70	3.200	114	8
1934	180	91	3.100	122	28
1935	400	141	2.100	117	5
1936	1.190	166	1.150	52	9

Negli Stati Uniti l'ammontare delle emissioni nel 1936 continuò a mantenersi basso rispetto ai precedenti, anteriori alla depressione. Il mercato fu principalmente occupato dalle emissioni a scopo di rimborso, le quali raggiunsero la cifra senza precedenti di \$ 3385 milioni, contro una media annuale di \$ 1250 milioni negli anni 1925/29. In Inghilterra, la tabella sopra riportata mostra che le nuove emissioni per l'industria nazionale raggiunsero nel 1936 il livello dell'anno eccezionale 1928. In realtà vi sono motivi per ritenere che l'aumento fu anche maggiore di quello che le cifre indicano. Le statistiche ordinarie delle emissioni di capitali sono compilate in base ai manifesti d'emissione e non comprendono i capitali collocati per mezzo della borsa anziché per offerta diretta al pubblico mediante manifesti. E' stato calcolato che le società industriali ed altre si sono procurate in tal modo oltre £ 200 milioni, contro £ 100 milioni nel 1935. Non si dispone, disgraziatamente, dei dati per gli anni precedenti, ma non vi è dubbio che i collocamenti in borsa sono considerevolmente aumentati. Mentre un'emissione diretta va fatta ad una data precisa, alla quale potrà poi accadere che si manifestino influenze momentanee sfavorevoli all'emissione stessa, il collocamento sulla borsa consente l'esito dei titoli al momento più favorevole. Una tattica analoga si è osservata in relazione a recenti prestiti governativi, pei quali l'emissione diretta fu sottoscritta in contanti da uffici governativi ed istituti semi-ufficiali; questi, più tardi, collocarono i titoli per il tramite della borsa, secondo le occasioni che si presentavano. I prestiti per conto di industrie nazionali, che nel 1933, dietro l'esempio d'abbassamento dei tassi offerti dalla conversione del debito di guerra avvenuta l'anno precedente, avevano dato luogo ad un attivo movimento di rimborsi e conversioni nella cifra complessiva di £ 60 milioni, non offrirono un'analogo movimento, nel 1936, che nella misura ridotta di £ 30 milioni.

La prima importante emissione sul mercato italiano, dopo l'estate del 1935, è stata effettuata dall'Istituto per la Ricostruzione Industriale con 900 milioni di lire di obbligazioni $4\frac{1}{2}\%$ a 20 anni, a 99, di cui 400 milioni collocate privatamente ed il resto offerto in sottoscrizione al pubblico.

Nel corso dell'anno, in una larga schiera di paesi, vi sono stati forti movimenti di azioni ed alte quotazioni sulle borse. La domanda di titoli governativi e altre obbligazioni a interesse fisso provenne in misura considerevole da enti come le compagnie assicuratrici e le casse di risparmio, cui il carattere loro proprio preclude, più o meno, l'investimento in titoli a rendimento variabile. Misure legislative hanno in parecchi paesi vietato alle banche commerciali di possedere azioni e partecipazioni. Pertanto, quando questi istituti si sono trovati ad aumentare i loro investimenti, hanno acquistato obbligazioni, principalmente titoli di Stato, ed in parecchi paesi essi, perciò, hanno rappresentato una parte nel finanziamento dello Stato e nell'adattamento dei tassi d'interesse a livelli decrescenti. Esiste però un limite alle possibilità di assorbimento di titoli da parte delle banche e questo limite si manifesta particolarmente quando la crescente attività economica ed i crescenti prezzi aumentano il ricorso al credito bancario da parte di quei commerci e di quelle industrie che hanno superato nella ripresa lo stadio caratterizzato dallo smobilizzo e dal rimborso di vecchi debiti verso le banche. Inoltre, i fondi detenuti dalle banche per conto di aziende industriali

e commerciali in eccedenza dei minimi ad esse occorrenti in tempo di depressione e che spesso venivano impiegati nell'acquisto di titoli di stato, ora possono trovare impiego negli affari.



Il Bollettino della Riserva Federale per il febbraio 1937 pubblica che "negli Stati Uniti gli avvenimenti bancari più notevoli nel 1936 sono rappresentati da un considerevole aumento, per la prima volta dopo il 1929, del ricorso al credito bancario da parte del commercio, dall'arresto dell'espansione dei portafogli d'obbligazioni del Governo degli Stati Uniti presso le banche e da un ulteriore forte aumento dei depositi."

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

La ripresa negli affari, estesasi a quasi tutti i paesi, si riflette nel miglioramento generale della liquidità e della solvibilità degli istituti di credito. Le autorità pubbliche non si trovano più costrette, come accadde in molti paesi durante la depressione, a correre in aiuto del sistema bancario mediante finanziamenti diretti ed anche creando nuovi istituti col compito di restituire alle banche la liquidità compromessa dall'immobilizzo dei loro crediti; oppure prestando la garanzia del governo ai depositanti; oppure accordando moratorie parziali o totali. Oggi, invece, molti provvedimenti straordinari sono stati aboliti, oppure, anche se non legalmente aboliti, sono divenuti superflui. Per quanto riguarda la legislazione bancaria a carattere più permanente, sono state promulgate nuove leggi di vasta portata, regolanti l'attività delle banche commerciali, in Turchia, nel Venezuela e nella Costa Rica; in altri paesi, i provvedimenti presi nel corso dell'anno interessano particolari branche del sistema creditizio, riferendosi, per esempio, alla posizione della banca centrale, o alla gestione di istituti di carattere pubblico o semipubblico. Vi sono indizi che, colla ripresa dell'attività economica, sorgeranno problemi di nuovo genere, causati dai provvedimenti intesi non già ad aumentare, ma a restringere l'eccessiva liquidità delle banche commerciali (l'imposizione di più alte percentuali di copertura dei depositi e la politica di vendite di titoli sul mercato libero a scopo di restringerne le disponibilità liquide).

Un aspetto tipico del processo di liquidazione dei provvedimenti straordinari presi durante la crisi è costituito dal rimborso dei prestiti consentiti alle banche in tempo di crisi; per esempio, le banche tedesche hanno rimborsato integralmente tali crediti e, in Svezia, nell'aprile 1936, la Skandinaviska Kreditaktiebolaget rimborsò l'ultima porzione della sovvenzione governativa ricevuta nel 1932. Tipica parimenti è la liberazione graduale delle banche dal controllo statale diretto o indiretto come, per esempio, in Germania la rivendita delle azioni della Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft già possedute dallo Stato ed ora tutte collocate in mani private; negli Stati Uniti il rimborso da parte delle banche delle azioni preferenziali già possedute dalla Reconstruction Finance Corporation. Particolarmente interessante è l'istituzione, in Belgio, di uno speciale "Ufficio per la liquidazione degli interventi di crisi", il quale accentrerà la gestione dei crediti già accordati con la garanzia dello Stato e li liquiderà progressivamente. In generale, il numero dei fallimenti e liquidazioni di banche è attualmente basso

in confronto col periodo anteriore alla depressione. In Svizzera vi è stato qualche nuovo caso in cui si è dovuta applicare la legge federale sulle banche del 1934, in virtù della quale si possono prendere misure proroganti le scadenze di certi debiti, ma il ritorno dei capitali al mercato svizzero nell'ultimo trimestre del 1936, come pure la ripresa degli affari, hanno migliorato in generale la posizione delle banche. Nei paesi come, per esempio, la Norvegia e l'Egitto, dove è occorsa l'assistenza dello Stato per dar vita a nuovi istituti di credito, non si trattava di prendere misure per combattere la crisi, ma di fondare istituti di carattere permanente.

Nel campo delle banche centrali sono stati apportati, nel corso dell'anno, alcuni importanti cambiamenti nelle relazioni fra talune banche centrali e i rispettivi governi.

La legge del 7 aprile 1936 ha trasformato la Banca nazionale di Copenaghen nella Banca nazionale di Danimarca, secondo il progetto elaborato due anni addietro. È interessante rammentare che la banca d'emissione che poi divenne la Banca nazionale di Copenaghen fu fondata come banca statale nel 1813; dopo cinque anni di esercizio sotto quella forma, fu trasformata in una società per azioni, sottoscritte dal pubblico, e in tal modo divenne e rimase per oltre cento anni indipendente dallo Stato. Nel 1936 fu nuovamente statizzata, gli azionisti venendo estromessi mediante consegna di obbligazioni (al doppio del valore nominale delle azioni) mentre il governo costituì un fondo di capitale di 50 milioni di corone sotto forma di un certificato, il quale verrà gradualmente ammortizzato mediante accantonamento di una parte degli utili annuali. L'interesse sulle obbligazioni è iscritto a debito del conto generale d'esercizio della banca, prima di determinare l'utile annuale.

Il governo della Banca nazionale di Danimarca spetta al consiglio d'amministrazione, al comitato d'amministrazione e al consiglio dei governatori. Il consiglio d'amministrazione comprende venticinque consiglieri, dei quali otto sono membri del Parlamento e vengono designati da quest'ultimo, mentre nessuno dei rimanenti diciassette consiglieri può appartenere al Parlamento; due consiglieri, uno dei quali deve essere un economista e l'altro un giurista, sono nominati dal ministro del Commercio, Industria e Navigazione; gli altri quindici membri sono eletti dal consiglio d'amministrazione fra le personalità che hanno una perfetta conoscenza del commercio. Nella scelta di questi ultimi, si deve avere particolare riguardo al principio della rappresentanza completa dei vari settori dell'economia e dei lavoratori in ciascuno di essi ed assicurare una rappresentanza alle varie divisioni amministrative del paese. Il comitato d'amministrazione si compone di sette membri e costituisce una delegazione del consiglio d'amministrazione. Infine, il consiglio dei governatori si compone di tre membri, di cui uno di nomina regia, gli altri due nominati dal consiglio d'amministrazione. Al momento

della trasformazione della banca s'ebbe cura di rispettare il principio della continuità: tutti i membri del consiglio della Banca nazionale di Copenaghen, tranne uno che manifestò il desiderio di ritirarsi, furono nominati membri del nuovo consiglio d'amministrazione della Banca nazionale di Danimarca. Inoltre, nulla fu alterato nelle direttive principali della politica monetaria; in particolare la politica di vendita d'obbligazioni sul mercato libero, inaugurata al principio del 1935 dalla Banca nazionale di Copenaghen, continuò sotto la nuova banca.

Negli statuti e nella gestione della Banca di Riserva della Nuova Zelanda sono stati introdotti dei cambiamenti ancora più fondamentali. Questa banca fu fondata nel 1934 sotto forma di società privata per azioni sul modello ordinario; era allora amministrata da un consiglio composto del governatore e del vicegovernatore, entrambi di nomina governativa, di quattro consiglieri in rappresentanza degli azionisti ed eletti dall'assemblea degli azionisti, tre consiglieri in rappresentanza dello Stato nominati dal Governatore generale, più il Segretario del Tesoro in qualità di membro d'ufficio senza diritto di voto. Per effetto di una legge supplementare entrata in vigore nell'aprile 1936, la Banca di Riserva fu statizzata; le azioni furono ritirate in cambio di titoli di Stato, oppure contro pagamento in contanti in base alla quotazione di borsa delle azioni stesse. I consiglieri in carica continuarono a restarvi ma fu provveduto alla loro progressiva eliminazione; fu abolita la distinzione fra consiglieri in rappresentanza degli azionisti ovvero dello stato e tutte le nuove nomine saranno fatte dal Governo. Inoltre, fu attribuito il diritto di voto in consiglio al Segretario del Tesoro.

La funzione principale della Banca di Riserva, entro i limiti delle sue facoltà, quali sono definite della nuova legge, consiste nel «dare effetto nella massima misura possibile alla politica monetaria del Governo, secondo le comunicazioni che la banca riceverà di tanto in tanto dal Ministro delle Finanze». Alla banca è stata data facoltà di prendere a fermo qualsiasi prestito che il governo intenda emettere, di consentire anticipazioni contro cambiali del Tesoro per un massimo equivalente all'intero reddito dello Stato previsto per l'anno in corso, e di finanziare l'acquisto e lo smercio dei prodotti della Nuova Zelanda per conto del governo o di qualsiasi ente incaricato di tali acquisti e vendite. (Va notato che, in virtù di un'altra legge, il Governo è autorizzato a prendere accordi per incamerare e mettere sul mercato qualsiasi genere di prodotti basici destinati all'esportazione; queste facoltà sono state usate finora nei riguardi del burro e dei formaggi). Inoltre, il governatore della Banca di Riserva ha facoltà di modificare, coll'autorizzazione del Ministro delle Finanze, le percentuali minime di riserve liquide prescritte alle banche commerciali, a condizione che i saldi minimi tenuti presso la Banca di Riserva non siano inferiori a 7% degli impegni a vista e 3% degli impegni a termine nella Nuova Zelanda (percentuali

già prescritte dalla vecchia legge). Infine, sono state emanate disposizioni relative alle informazioni da fornirsi alla Banca di Riserva, specialmente per quanto riguarda l'ammontare complessivo dei fidi concessi dalle banche commerciali ai loro clienti.

Alcuni cambiamenti importanti, sebbene di minor portata che non quelli della Nuova Zelanda, furono introdotti nella Banca del Canada, per effetto della legge del 23 giugno 1936. Questa banca fondata nel 1935, ebbe il capitale sottoscritto da azionisti privati, ma un governatore ed un vicegovernatore di nomina governativa. In virtù della nuova legge, la banca resta un ente autonomo, ma il suo capitale è stato aumentato mediante l'emissione alla pari di 102.000 azioni di classe B al nome del ministro delle finanze, che le detiene per conto del Dominio del Canada, mentre gli antichi azionisti restano come possessori d'azioni di classe A. I consiglieri d'amministrazione che si trovavano in carica al momento del cambiamento, vi rimasero fino al termine del loro mandato, ma il ministro delle finanze, in qualità di azionista e coll'autorizzazione del "Governor in Council" (il Governatore Generale sanzionante una deliberazione del Gabinetto) ha diritto di nominare sei consiglieri (ciascuno disponente di due voti) prima dell'Assemblea generale del 1940, a partire dalla quale data i consiglieri eletti dagli azionisti di classe A si ridurranno a tre.

Durante l'anno furono introdotte importanti modificazioni nello statuto della Banca di Francia. Per effetto della legge del 25 luglio 1936 il consiglio di reggenza, composto di rappresentanti dei duecento principali azionisti, fu sostituito da un consiglio generale composto del governatore e dei due vicegovernatori, di venti consiglieri e tre censori, questi ultimi col diritto di partecipare alle discussioni, ma non quello di votare. La nuova composizione mira a costituire una larga rappresentanza dei diversi interessi. Infatti, due consiglieri sono eletti dagli azionisti, nel campo industriale e commerciale, a condizione che non abbiano legami con istituti bancari. Un consigliere è eletto dalla Commissione superiore delle casse di risparmio; uno dal personale della Banca di Francia; uno dal Consiglio economico nazionale tra i suoi vicepresidenti; sei sono scelti dal ministro delle Finanze su liste di tre nomi presentate da determinate federazioni od assemblee economiche importanti come, per esempio, la Federazione nazionale delle cooperative di consumo, la Confederazione generale del lavoro, l'Assemblea permanente dei presidenti delle camere di agricoltura. Inoltre, i ministri delle Finanze, dell'Economia nazionale e delle Colonie hanno ciascuno un rappresentante nel consiglio. Infine, sei alti funzionari dipendenti del Ministero delle Finanze o da certi istituti di credito pubblici o semi-pubblici, come per esempio la Cassa dei depositi e consegne e il Credito fondiario, fanno parte d'ufficio del consiglio generale. Nessun membro del Parlamento può appartenere al consiglio generale e nessuno dei consiglieri nominati dai

ministri, su proposta degli enti interessati, può restare in carica più di tre anni consecutivi, la rielezione potendo avvenire soltanto dopo un intervallo di assenza di tre anni. Per il governo effettivo della banca, il consiglio generale può delegare i suoi poteri in tutto o in parte a un comitato permanente, che comprende il governatore, i vicegovernatori e quattro consiglieri, di cui uno scelto dal ministro delle Finanze fra i consiglieri d'ufficio e tre nominati dal consiglio generale.

Con legge del 23 giugno 1936 fu approvata una convenzione fra il Tesoro francese e la Banca di Francia, relativa al rimborso, fino a concorrenza di 14 miliardi di franchi, di buoni del Tesoro riscontati dalla banca, ed alla concessione al Tesoro d'una ulteriore anticipazione di 10 miliardi di franchi. Contemporaneamente fu stabilito che le situazioni pubblicate dalla Banca debbano far figurare sotto voci separate il totale del portafoglio governativo riscontati dalla Banca e il totale delle anticipazioni consentite al Tesoro in virtù della convenzione.

In Germania, con legge del 10 febbraio 1937, sono state introdotte modificazioni negli statuti della Reichsbank, fra cui le principali sono le seguenti: 1) soppressione della disposizione che consacrava l'indipendenza della Banca dal Governo; 2) dipendenza diretta del direttorio della Banca dal Führer e Cancelliere; 3) soppressione di talune prescrizioni che si ricollegavano colle riparazioni. Quando la legge fu pubblicata, il presidente della Banca chiarì che, l'aver posto quest'ultima alla diretta dipendenza della più alta autorità dello Stato, significava l'impossibilità, per l'amministrazione delle Finanze, di ricorrere alla facoltà di emissione della Banca, poichè nell'ipotesi in cui un simile tentativo fosse fatto, la banca d'emissione potrebbe opporvisi, ricorrendo direttamente al Capo dello Stato. Per quanto riguarda la soppressione di talune disposizioni statutarie che stabilivano un legame colla Banca dei Regolamenti Internazionali, il presidente dichiarò che la Reichsbank continuerà a collaborare con quest'ultima non più per obbligo impostole, ma volontariamente, allo stesso modo delle altre banche centrali.

Nel Paraguay, in virtù d'un decreto del 23 febbraio 1936, è stata istituita una nuova banca centrale, la Banca della Repubblica del Paraguay, sotto la forma di una banca di Stato e in sostituzione della "Oficina de Cambios", di cui essa ha ripreso le attività e le passività. I poteri della Banca del Messico sono stati allargati nell'agosto 1936 in relazione colla riorganizzazione monetaria e la ripresa emissione di monete d'argento.

Le svalutazioni monetarie dell'autunno del 1936 non sono state accompagnate da modificazioni delle norme di legge relative alla copertura in oro od altre scorte, dei biglietti e di altri impegni delle banche centrali. In Lettonia, tuttavia, la copertura minima in oro dei biglietti in circolazione già era stata ridotta il

2 giugno 1936 da 50 a 30%. In Danimarca, la legge istitutiva della Banca nazionale stabilì la copertura minima in oro della circolazione effettiva di biglietti in 25% anziché 30%, quale essa era prima. In luogo d'oro, la copertura può comprendere fondi a vista infruttiferi presso banche centrali estere, fino a concorrenza di 5% della circolazione di biglietti. In Norvegia, una legge del 30 giugno 1936 portò da 250 milioni di corone a 300 milioni la facoltà della Norges Bank di emettere biglietti in eccedenza sulla scorta d'oro. La riserva aurea della banca continuò ad essere valutata all'antica parità e, siccome la circolazione di biglietti andava aumentando, fu ritenuto opportuno di accrescere l'elasticità della banca allargando la sua facoltà d'emissione. La stessa legge chiarì che la Norges Bank ha facoltà di eseguire acquisti e vendite di titoli sul mercato libero, ciò che era dubbio in base all'antica legge.

Anche la Banca neerlandese ha ottenuto la facoltà di compiere operazioni sul mercato libero, concessale in occasione del rinnovo del suo privilegio per cinque anni; quest'ultimo, in virtù della legge del 22 febbraio 1937, si rinnoverà in seguito d'anno in anno, salvo denuncia da parte del Governo o della Banca, nel qual caso il privilegio scadrà il 1° aprile successivo al termine d'un triennio dalla data della denuncia. Queste operazioni consistono nell'acquisto e vendita di tratte accettate da banche o banchieri stabiliti nei Paesi Bassi e di obbligazioni del Tesoro a condizione, però, che queste ultime siano acquistate sul mercato, per escludere la possibilità di finanziamenti diretti della Banca allo Stato. In vari paesi la questione se convenga autorizzare la banca centrale ad effettuare operazioni sul mercato libero si trova allo studio, mirandosi a trovare mezzi opportuni per restringere la grande liquidità delle banche commerciali. Per permettere alla Sveriges Riksbank di assorbire disponibilità dal mercato, questa banca centrale è stata autorizzata, nel giugno 1936, a corrispondere interessi su tutti i depositi, mentre in precedenza essa era autorizzata soltanto a corrispondere interessi sui depositi a termine (né l'una né l'altra autorizzazione è stata finora utilizzata).

Un nuovo progetto di legge si trova allo studio nel Belgio, inteso a coordinare gli statuti degli istituti di credito pubblici o semi-pubblici, al fine di specializzare le funzioni dei vari istituti e chiarire le relazioni tra di loro ed i loro rapporti coi mercati del denaro e dei capitali, nonché col pubblico in genere.

Nel campo delle banche commerciali non si sono presi importanti provvedimenti legislativi durante l'anno, per quanto riguarda l'Europa e gli Stati Uniti. La più importante innovazione legislativa è la promulgazione in Francia d'una legge sulle banche popolari (cooperative e analoghe). In Germania sono stati emessi decreti per l'esecuzione della riforma bancaria prevista dalla legge del 5 dicembre 1934; le leggi bancarie della Svezia e della Svizzera hanno anch'esse subito alcuni ritocchi. In Romania e in Giappone sono stati presi provvedimenti

destinati a facilitare la fusione di piccole banche. La nuova legge bancaria turca del 1° giugno 1936 segue nell'insieme i precedenti della legislazione moderna in questo campo: gli istituti di credito debbono possedere certi minimi di capitale e di riserve per poter accogliere depositi e sono prescritte norme relative alla liquidità, alla ripartizione dei rischi e all'accrescimento delle riserve.

Al termine del primo anno di funzionamento della Commissione bancaria belga, fu pubblicata un'estesa relazione che, per la prima volta, riporta i bilanci combinati delle banche commerciali, come è prescritto dalla legge. Si può anche notare che le "clearing banks" inglesi pubblicano ora la classificazione delle anticipazioni nella forma suggerita dal Comitato Macmillan nel 1931. Le nuove leggi bancarie di vasta portata, introdotte negli ultimi anni in parecchi paesi, impongono generalmente una maggiore pubblicità e, grazie a tali prescrizioni di legge, o anche in loro assenza, si ottiene ora regolarmente un notevole materiale informativo concernente gli istituti di credito sui vari mercati. In base alle informazioni così raccolte, è ora possibile seguire dappresso la situazione di ciascun singolo istituto, il che rappresenta in un certo senso un controllo. Tale materiale offre anche la possibilità di conoscere più intimamente l'andamento dell'attività economica quale si riflette nel movimento bancario. Il mondo bancario si interessa naturalmente al significato che viene attribuito ai dati disponibili e in più modi esso ne facilita l'interpretazione, fornendo anche informazioni supplementari attraverso i suoi propri commenti nelle relazioni annuali e nei bollettini mensili. Va diffondendosi la convinzione della necessità di perfezionare la conoscenza del sistema bancario, del modo come esso funziona e delle proporzioni delle singole parti che lo compongono.

Già precedentemente in questo rapporto si è accennato alla maggior liquidità degli istituti di credito in generale ed il crescente sviluppo, su certi mercati, dei crediti bancari consentiti al commercio. Resta da aggiungere che, salvo in pochi paesi, nel 1936 si è avuto un aumento della circolazione dei biglietti in misura spesso raggiungente, o superante, 10%. Tale aumento risponde, in generale, all'accresciuto fabbisogno di biglietti, per le aziende e le persone, dovuto al più grande smercio e al rialzo dei salari, in concomitanza coll'aumento del reddito nazionale. Anche nei paesi dove i pagamenti sono generalmente fatti mediante assegni bancari, una parte importante del reddito nazionale, specialmente quella che ha forma di salari, viene spesa mediante biglietti.

In certi paesi, il movimento è stato accentuato da cause speciali. Una parte dell'accresciuta circolazione dei biglietti della Banca d'Inghilterra fu tesoreggiata all'estero, come si è già accennato in precedenza. In qualche paese, come per esempio in Finlandia, un maggior numero di pagamenti si fecero in biglietti anziché in natura o per baratto; ma anche in Finlandia il fattore principale dell'aumento è stato il movimento ascensionale degli affari, come recentemente ha rilevato il

Governatore di quella banca centrale. In alcuni paesi sembrerebbe anche, che l'aumento della circolazione di biglietti dovesse attribuirsi all'esecuzione di grandi lavori pubblici, destinati ad impiegare la maggior possibile quantità di mano d'opera. E' più difficile stimare in quale misura le variazioni della velocità abbiano influito sul volume della circolazione; vi sono indizii che essa è ora inferiore alla velocità della circolazione anteriormente alla depressione, ma è dubbio se nell'ultimo triennio vi sia stato alcun cambiamento notevole.

Circolazione di biglietti	Unità monetaria	Fine 1929	Fine 1935	Fine 1936	Variazione percentuale dal 1935 al 1936
		In milioni di unità moneta nazionale			
Argentina	peso	1.247	1.178	1.302	+ 10,5
Austria	scellino	1.094	976	944	- 3,2
Belgio	franco	13.933	20.864	22.702	+ 8,8
Bulgaria	leva	3.609	2.497	2.571	+ 3,0
Canada	dollaro		170	191	+ 12,4
Cecoslovacchia	corona	8.230	5.761	6.478	+ 12,4
Danimarca	corona	367	384	399	+ 3,8
Danzica	florino	38	29	32	+ 9,7
Estonia	corona	34	40	44	+ 11,3
Finlandia	marco	1.361	1.381	1.630	+ 18,1
Francia	franco	68.571	81.150	89.342	+ 10,1
Germania	marco	5.624	4.833	5.348	+ 10,7
Giappone	yen	1.642	1.767	1.866	+ 5,6
Grecia	dracma	5.193	5.968	6.203	+ 3,6
Italia	lira	16.744	16.297	16.525	+ 1,4
Jugoslavia	dinaro	5.818	4.890	5.409	+ 10,6
Lettonia	lat	46	38	44	+ 14,0
Lituania	lita	95	104	110	+ 6,6
Norvegia	corona	318	348	429	+ 23,2
Paesi Bassi	florino	851	809	792	- 2,0
Polonia	zloty	1.340	1.007	1.034	+ 2,7
Regno Unito	sterlina	370	412	467	+ 13,5
Romania	leu	21.144	23.127	25.663	+ 11,0
Stati Uniti d'America	dollaro	4.578	5.882	6.543	+ 11,2
Svezia	corona	569	786	893	+ 13,6
Svizzera	franco	999	1.366	1.482	+ 8,5
Ungheria	pengö	501	417	436	+ 4,6

* Manca la cifra comparabile.

Non v'è dubbio che, in taluni paesi, le variazioni nel volume dei biglietti in circolazione siano state influenzate da circostanze speciali, ma l'aumento, più o meno universale negli ultimi anni scorsi, può considerarsi nel suo insieme come riflettente l'espansione degli affari. Le emissioni di biglietti, in generale, non scemarono durante la depressione e, per effetto dei recenti aumenti, la circolazione si trova in parecchi paesi a livelli superiori di 40 % a quelli del 1929. Qualche preoccupazione comincia a destare l'aumento del volume dei biglietti che si trovano in mano al pubblico, specialmente nei paesi dove il costo della vita è sensibilmente aumentato. La possibilità di frenare ciò che può considerarsi come un pericoloso aumento di volume del mezzo circolante, è questione che dipende dalla politica monetaria generale; in un periodo di crescente offerta d'oro e di accumulazione di riserve monetarie, scarso effetto possono avere, di regola, le esistenti norme legali di copertura.

VII. LE OPERAZIONI ORDINARIE DELLA BANCA.

1. L'ATTIVITÀ DEL DIPARTIMENTO BANCARIO.

Il bilancio della Banca alla data del 31 marzo 1937, certificato dai sindaci, è riportato all'allegato II della presente relazione. La cifra totale è di 619 milioni di "franchi svizzeri oro", contro 661 milioni di "franchi svizzeri oro" al 31 marzo 1936. Per "franco svizzero oro" si intende l'unità nella quale è espresso il capitale della Banca e cioè quella che corrisponde a 0,29032258 grammi d'oro fino. Tuttavia, questo peso d'oro fu valutato in modo differente alle due date suddette: al 31 marzo 1936 fu preso per base il corso ufficiale della Banca di Francia per la vendita dell'oro e la conversione dell'attività e della passività della Banca nelle varie divise in franchi francesi fu eseguita in base al cambio del franco francese su ciascun mercato l'ultimo giorno del mese. Al 31 marzo 1937, invece, il valore dell'unità di 0,29 grammi d'oro fino è stato calcolato in base al corso ufficiale per la vendita dell'oro a New York, convertendosi le attività e le passività nelle varie divise ai cambi rispettivi contro dollari.

Riesce pertanto difficile di confrontare i due bilanci, tanto più che, dalla fine di settembre in poi, talune fra le grande valute si convertono in un minor numero di "franchi svizzeri oro".

In linea generale, si può dire che l'attività della Banca accusa, rispetto all'esercizio precedente, uno sviluppo ben evidente. Tale incremento è tanto più interessante in quanto si aggiunge a quello che già fu segnalato nella precedente relazione. È motivo di particolare soddisfazione di poter constatare, a tale riguardo, che un crescente numero di banche centrali o di istituzioni internazionali sembrano essersi interessati quest'anno ai servizi che la Banca è in grado di rendere. In parecchi campi la Banca dispone attualmente di meccanismi nuovi di cui l'esperienza ha rivelato la duttilità e le possibilità di sviluppo: quest'anno essa ha potuto mettere correntemente a disposizione delle banche centrali che le si sono rivolte, dei metodi nuovi, elaborati progressivamente entro i limiti imposti dagli statuti e dal carattere speciale di talune partite al passivo.

Quantunque le cifre al 31 marzo 1937 non siano esattamente paragonabili a quelle del 31 marzo 1936, e ciò per i motivi sopra esposti, è possibile, tuttavia, istituire raffronti fra talune posizioni del bilancio alle dette date.

1. Passivo. Il totale dei depositi a lungo termine è sceso, durante l'esercizio, da 295 a 274 milioni di franchi svizzeri oro. Si tratta soltanto d'una conseguenza delle modificazioni subite dal valore delle monete nelle quali tali depositi sono espressi. La cifra di 274 milioni figura già nella situazione mensile alla fine d'ottobre 1936, mentre quella al 30 settembre 1936 indicava ancora — se si trascurano le differenze provenienti dalle oscillazioni pressochè normali dei cambi — la vecchia cifra di 295 milioni.

I depositi delle banche centrali in conto proprio ammontavano a 130 milioni al 31 marzo 1937 contro 139 milioni al principio dell'esercizio, e quelli delle banche centrali in conto di terzi a 4 contro 14 milioni. I primi si erano elevati fino a 155 milioni prima del settembre 1936; discesi a 108 milioni alla fine d'ottobre, risalirono infine a 150 milioni al 31 gennaio 1937.

D'altra parte, i "depositi a vista in oro" ammontavano a 23 milioni il 31 marzo 1937 contro 19 milioni un anno prima. Più volte nel corso dell'esercizio essi sono giunti alla cifra di 28 milioni e l'hanno anche oltrepassata. Anche in questo capitolo si è constatato un sensibile accrescimento del volume delle operazioni registrate in questi conti, i quali del resto sono anche cresciuti di numero. Questi conti, oltre ad offrire la possibilità di procurare rapidamente ai loro titolari la divisa desiderata mediante prelevamento d'oro a carico dei conti stessi, si sono rivelati particolarmente utili per facilitare in pratica certi conguagli resi necessari dalle operazioni sul metallo giallo, specialmente quelle di scambio d'oro tra mercati diversi. Mediante giri tra i conti d'oro accantonato e quelli di deposito in peso d'oro, è divenuto ora possibile mantenere questi ultimi ad un livello minimo, oppure alimentarli in vista d'operazioni da effettuare a loro carico.

2. Attivo. Il confronto delle attività al 31 marzo 1937 con quelle al 31 marzo 1936 pone in evidenza varii movimenti assai chiari.

Le posizioni di disponibilità immediata sono aumentate considerevolmente. L'"oro in barre" ammonta a 45 milioni, massima cifra finora raggiunta, contro 24 milioni l'anno precedente; le disponibilità di "cassa" salgono a 26 milioni contro 10, dopo aver raggiunto perfino 39 milioni; infine le disponibilità in "fondi a vista", dopo aver subito considerevoli oscillazioni, salgono a 26 milioni contro 13. Pertanto l'aumento complessivo di queste tre posizioni è di 50 milioni.

Il "portafoglio riscontabile" (effetti, accettazioni e buoni del Tesoro) è diminuito, invece, in misura meno considerevole in via relativa, ma più importante in via assoluta, la diminuzione raggiungendo 106 milioni.

I "fondi vincolati fruttiferi" scendono da 36 a 29 milioni; gli effetti e investimenti diversi" passano da 227 a 259 milioni.

Nell'insieme, le posizioni rappresentanti disponibilità sono dunque diminuite di 56 milioni, mentre gli investimenti a termine sono aumentati di 25 milioni soltanto. Tenendo conto della diminuzione di 11 milioni nella partita altre attività, si arriva ai 42 milioni che rappresentano la diminuzione totale del bilancio.

La liquidità della Banca resta tuttavia importante. Il complesso dei depositi a breve termine e a vista in valute estere e dei depositi in oro a vista rappresentava al 31 marzo 1937 25,4% del totale del bilancio; in contropartita le sole attività a vista, compreso l'oro in barre, raggiungevano 53,2% del totale, cioè più del doppio dei detti depositi.

La nota che figura all'allegato II, a complemento dell'esposizione del bilancio mostra come siano stati osservati, nella gestione delle attività, i principii di equilibrio e di liquidità già esposti nelle precedenti relazioni e la cui rigorosa applicazione ha permesso di sostenere nelle migliori condizioni possibili il passaggio dai regimi monetari anteriori a quelli posteriori al settembre 1936. Le differenze di cambio registrate a quel momento furono d'importanza relativamente minima, poichè per le rare posizioni di cambio che non si trovarono perfettamente equilibrate, lo squilibrio fu soltanto dovuto ad operazioni normali di tesoreria.

D'altra parte, può essere utile accennare brevemente alle due grandi linee che spiccano nell'evoluzione pratica della situazione della Banca durante l'esercizio.

In primo luogo, si osserva una tendenza sempre più chiara delle banche centrali a rimborsare i crediti già messi a disposizione dei loro mercati sotto forma di investimenti a scadenza non determinata, che a lungo andare avevano assunto un carattere permanente. D'altronde, in parecchi paesi che hanno partecipato alla sottoscrizione del capitale della Banca e nei quali in un primo tempo si erano lasciati i fondi ricavati dalla sottoscrizione, questi non possono più rimanere, o perchè lo impediscono le disposizioni dell'articolo 21 degli Statuti, o per l'impossibilità di ottenere nei paesi stessi una garanzia-oro. La Banca si è pertanto trovata a dover mantenere in talune valute delle posizioni di cambio attive oppure restare sull'oro. Nel primo caso, essa è soggetta al rischio di cambio; nel secondo, — astrazione fatta dall'utilità che presenta il fatto di possedere scorte d'oro proprie — essa non lucra interessi sui suoi capitali.

D'altra parte, su tutti i mercati sui quali le condizioni monetarie sono considerate come favorevoli, si è prodotta una tale abbondanza di disponibilità liquide nel corso dell'anno, che gli investimenti leciti alla Banca, in varietà estremamente limitata, si sono rivelati in generale come poco lucrativi.

Indubbiamente le difficoltà di questo genere con cui la Banca si trova alle prese non si presentano a lei soltanto; ma nei suoi riguardi esse appaiono accresciute dall'esistenza di norme rigide disciplinanti la scelta e la natura dei suoi investimenti. Conviene aggiungere, peraltro, che la Banca ha sempre trovato presso le banche centrali interessate l'appoggio più completo nella ricerca di investimenti.

Le ragioni su esposte spiegano in gran parte l'accrescimento considerevole delle posizioni di immediata liquidità: "oro in barre" e "cassa" in divise, queste ultime in proporzioni relativamente considerevoli su uno o due mercati. Tali ragioni hanno d'altronde portato ad effettuare nelle migliori condizioni di garanzia e col consenso delle banche centrali interessate, taluni investimenti a medio termine, che motivano l'aumento della posizione "effetti e investimenti diversi".

Come sopra si è indicato, alcune banche centrali sembrano preferire di ricorrere eventualmente alla Banca dei Regolamenti Internazionali in vista d'ope-

razioni di carattere stagionale, anzichè mantenere in esistenza un volume fisso di crediti a scadenza indeterminata. In questo campo, come in quello della copertura dei rischi di cambio in relazione al finanziamento del commercio internazionale, come, infine, nella ricerca di metodi per rendere snelli i meccanismi dei "clearings", la Banca è stata più volte sollecitata a prestare un ausilio, che essa ha sempre accordato nei limiti delle possibilità e delle garanzie offerte. Anche in questo ordine di idee sono stati perfezionati dei meccanismi semplici di accreditamento o di anticipazione, contro copertura o senza, i quali consentono di nutrire speranza che le operazioni di questa natura si sviluppino.

Già nella precedente relazione annuale si era attirata l'attenzione sul continuo sviluppo delle operazioni sull'oro, delineandosene il carattere, per così dire, logico. Queste operazioni hanno ricevuto nuovo sviluppo nel corso dell'esercizio passato. Le rapide inversioni nella direzione dei movimenti di capitali colle conseguenti oscillazioni dei corsi dei cambi, lo sviluppo dei metodi applicati dalle banche centrali nei loro interventi sul mercato dei cambi, i trasferimenti d'oro destinati al servizio di prestiti internazionali od a far fronte alle necessità commerciali delle singole economie, infine, i richiami in patria d'oro in precedenza accantonato all'estero, hanno accresciuto sensibilmente la parte che spetta a tali istituti nei movimenti del metallo giallo.

La Banca non ha mancato di trarre profitto dell'accrescimento di questa forma di azione internazionale dei membri dell'associazione. Le cifre seguenti lo mostrano meglio di qualsiasi commento.

L'oro accantonato ("earmarked") per conto di banche centrali o di enti internazionali non figura nella situazione. Il suo ammontare complessivo passò da 268 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1936 a 358 milioni al 30 giugno, discendendo a 313 milioni il 31 ottobre e salendo a 433 milioni alla fine dell'esercizio. Alla data del 31 marzo 1937, tenuto conto dei 45 milioni d'oro di sua propria disponibilità, esisteva, ripartita su otto piazze differenti, una scorta totale d'oro accantonato a nome della Banca dei Regolamenti Internazionali per circa 480 milioni d'unità di 0,29 grammi d'oro fino, ciò che equivale a circa 670 milioni di franchi svizzeri ovvero 3350 milioni di franchi francesi.

Le operazioni su oro effettuate con le banche centrali nel corso dell'anno, hanno assunto forme diversissime. Per menzionare soltanto le principali, d'altronde le più caratteristiche, si può citare le seguenti: scambi, trasporti, anticipazioni in divise contro oro depositato su un qualunque grande mercato, anticipazioni contro oro in transito o in corso di spedizione, compravendita di metallo contro una divisa diversa da quella delle piazza di consegna o cessione, vendita d'oro che si lascia accantonato su una piazza determinata per consegnarlo ulteriormente senza spese alla banca centrale acquirente, dietro suo ordine e sulla sua piazza, ecc. . . In parecchie occasioni la Banca ha avuto la possibilità,

data l'esistenza di una sua propria scorta d'oro, di anticipare taluni movimenti, far fronte a necessità di conguagli o infine consentire un'esecuzione più rapida delle operazioni che era stata incaricata di effettuare. D'altra parte, le facilitazioni accordate da qualche banca centrale circa la scelta delle piazze di consegna d'oro da loro acquistato, hanno anch'esse contribuito a rendere più duttile ed efficiente il meccanismo di taluni arbitraggi.

Spesso il compito dell'istituto è stato reso più facile dal fatto di possedere istruzioni di carattere permanente da parte di certe banche centrali, il che ha permesso in talune circostanze di organizzare una specie di mercato di compensazione tra le offerte e le domande. Alcune banche centrali hanno anche messo in rilievo l'importanza che, a loro avviso, dovrebbe presentare la collaborazione in questo campo della Banca dei Regolamenti Internazionali coi principali istituti di emissione in vista del ristabilimento di relazioni normali fra le grandi monete. Aggiungeremo che quanto più numerose saranno le banche centrali che collaborano effettivamente con noi in questo campo, tanto più frequenti saranno le occasioni in cui la Banca dei Regolamenti Internazionali potrà compiere un lavoro utile ed efficace.

All'infuori delle operazioni relative alla gestione dei propri averi e dei capitali che le sono stati affidati, la Banca dei Regolamenti Internazionali ha compiuto un certo numero di operazioni nelle quali la sua figura fu quella di un Fiduciario. Queste operazioni sono descritte più avanti nel presente capitolo. Prima di discorrerne, può essere utile far rilevare un compito preciso per l'espletamento del quale la Banca dei Regolamenti Internazionali ha ideato un meccanismo che si trova attualmente allo studio presso le banche centrali del mondo intero: si tratta del regolamento per suo tramite dei pagamenti postali internazionali.

Il detto sistema si basa sul franco-oro, moneta di conto dei regolamenti postali internazionali, non soltanto per il calcolo delle somme dovute, ma anche per l'esecuzione pratica dei trasferimenti. L'operazione comporta due fasi. Per rendere possibile la prima, ogni banca centrale agente per conto della rispettiva amministrazione postale dovrà mantenere nei libri della Banca dei Regolamenti Internazionali un conto di deposito-oro a vista nel quale saranno iscritti a debito e a credito rispettivamente i versamenti e i pagamenti in franchi-oro, cioè in peso d'oro metallico espresso in grammi o in oncie. L'ulteriore liquidazione di questi montanti tra banca centrale e amministrazione postale si effettuerà su ciascun mercato interessato nella moneta nazionale, in base a convenzioni da stipularsi fra l'amministrazione postale e la banca centrale interessate.

Uno dei vantaggi che questo sistema presenterà risiede nel fatto che tra l'istante del pagamento in moneta nazionale da parte dell'amministrazione postale

debitrice alla rispettiva banca centrale e quello del versamento di questo montante nella moneta nazionale dell'altro paese da parte della banca centrale di quest'ultimo alla rispettiva amministrazione postale creditrice, la somma dovuta mantiene il suo valore, non soggetto a variazioni rispetto all'unità internazionale prestabilita.

Questo sistema ha già ricevuto diverse adesioni. Tra gli altri vantaggi esso offre quello di sopprimere spese e ritardi. In quanto la sua applicazione faccia risaltare i vantaggi che ne potranno ricavare le amministrazioni postali di tutti i paesi, si può sperare che esso costituirà un precedente per altri pagamenti internazionali che presentino le stesse difficoltà.

(2) LE FUNZIONI DELLA BANCA COME FIDUCIARIO E AGENTE.

Durante l'esercizio finanziario cominciato il 1° aprile 1936 e terminato il 31 marzo 1937, le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente, per i pagamenti annuali dipendenti dal Nuovo Piano approvato alla Conferenza dell'Aja del gennaio 1930 e dai prestiti "Dawes" e "Young", hanno continuato a rivestire il semplice carattere di formalità. D'altra parte, le funzioni della Banca quale Fiduciario per il Prestito internazionale del governo austriaco 1930 sono state espletate normalmente e la Banca ha continuato ad operare in qualità di Agente, in relazione alla liquidazione delle pendenze finanziarie derivanti dal trasferimento del Territorio della Saar alla Germania. Inoltre, verso il termine dell'esercizio, la Banca accettò l'invito a fungere da intermediario per il servizio in Svizzera del Prestito francese della Sicurezza nazionale $4\frac{1}{2}\%$ 1937.

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

Secondo quanto fu stipulato nell'Accordo di Losanna del luglio 1932, l'esecuzione degli obblighi della Germania dipendenti dal Nuovo Piano approvato alla Conferenza dell'Aja del 1930, è stata differita fino alla ratifica del detto accordo. L'esecuzione degli obblighi dell'Ungheria, della Bulgaria e della Cecoslovacchia fu parimenti differita fino al 15 dicembre 1932. In seguito, i governi interessati convennero di prorogare tale differimento fino al 15 dicembre 1934, e sono in corso attualmente dei negoziati intesi a consentire una ulteriore proroga. Pertanto, durante l'esercizio finanziario passato in rassegna, la Banca non ha ricevuto nulla a valere sui pagamenti annuali dovuti dai governi sopra nominati.

(b) IL PRESTITO ESTERNO DELLA GERMANIA 1924 E IL PRESTITO INTERNAZIONALE DEL GOVERNO TEDESCO $5\frac{1}{2}\%$ 1930.

Dal 1° luglio in poi, il Governo tedesco non ha fornito ai Fiduciari alcuna delle somme occorrenti, nelle valute delle singole emissioni, per il servizio di questi prestiti; la situazione dei Fiduciari permane quale fu descritta nelle pagine 82—85 della sesta relazione annuale della Banca.

Tuttavia, nonostante il fatto che il servizio dei prestiti non sia stato effettuato per il tramite dei rispettivi Fiduciari, durante il decorso esercizio finanziario talune categorie di obbligazionisti hanno continuato a beneficiare degli accordi stipulati tra il Governo tedesco e vari altri governi. Agli obbligazionisti specificati nei detti accordi il valore nominale delle cedole è stato pagato, interamente o in parte, nella moneta del rispettivo paese di domicilio. Inoltre, agli obbligazionisti ai quali non è stata pagata integralmente la cedola nel detto modo e che però non hanno rinunciato al loro diritto di ricevere l'intero importo nominale, il Governo tedesco ha offerto di liquidare il saldo mediante un pagamento in marchi, calcolato al cambio ufficiale della Reichsbank, a condizione che l'impiego di tali marchi sia sottoposto a norme analoghe a quelle che regolano l'uso dei marchi registrati. I Fiduciari dei due prestiti in questione non sono parti in alcuno dei detti accordi speciali, non hanno avuto ingerenza alcuna nella esecuzione degli stessi e li hanno ritenuti incompatibili colle rispettive Obbligazioni Generali e cogli accordi internazionali che ad esse si riferiscono.

Fu riferito in precedenti relazioni che la Banca, in qualità di Fiduciario per il Prestito Internazionale del Governo tedesco 5 $\frac{1}{2}$ % 1930, era stata citata innanzi un tribunale svizzero da un portatore d'obbligazioni del detto prestito, il quale pretendeva compenso per il danno arrecatogli dalla errata ripartizione dei fondi forniti dal Governo tedesco per il servizio del prestito. Il Tribunale civile di prima istanza di Basilea emise sentenza favorevole al Fiduciario, ponendo le spese a carico dell'attore. L'obbligazionista inoltrò appello alla Corte d'appello di Basilea, la quale confermò la sentenza del Tribunale; infine anche il ricorso alla Corte d'appello federale fu respinto, con le spese a carico dell'appellante.

Date le circostanze attuali, non sono stati redatti i rendiconti delle entrate e delle uscite relativi all'esercizio del prestito, terminato il 15 ottobre 1936 per il prestito del 1924 ed il 1° giugno 1936 per il prestito 1930; si è riportato all'allegato VI l'equivalente in franchi svizzeri oro delle somme in varie valute che, alla data del 31 marzo 1937, si trovavano a disposizione dei Fiduciari, depositate in conti intitolati ai rispettivi prestiti.

(c) PRESTITO INTERNAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930.

Durante l'esercizio al quale si riferisce la presente relazione, la Banca, in qualità di Fiduciario del Prestito del governo austriaco 1930, ha regolarmente e puntualmente ricevute e ripartite le rate mensili richieste per il servizio in base alle condizioni dell'Obbligazione Generale. Le operazioni del fondo d'ammortamento, effettuate nel corso dell'anno, hanno consentito l'assorbimento di obbligazioni per un importo nominale complessivo equivalente a 5.219.000 franchi svizzeri oro.

Il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 è garantito dal reddito lordo delle dogane e del monopolio del tabacco del Governo austriaco, con un privilegio di primo rango dopo quello istituito a favore del Prestito cecoslovacco di conversione. Durante l'esercizio esaminato, i redditi vincolati ammontarono complessivamente a 438.753.000 scellini austriaci, mentre le somme richieste dal servizio del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 rappresentarono l'equivalente di 32.386.000 scellini austriaci.

Figura agli allegati IVa e IVb un rendiconto degli incassi e pagamenti, certificato dai sindaci, e relativo all'ultimo esercizio completo del prestito, il quale si è chiuso il 30 giugno 1936. Allo scopo di dimostrare la situazione all'ultima scadenza di cedola, si fornisce nell'allegato V un rendiconto provvisorio degli incassi e pagamenti durante il semestre 1936. Inoltre, l'equivalente in franchi svizzeri oro dei fondi relativi a questo prestito che si trovavano depositati a nome dei Fiduciari alla data del 31 marzo 1936, è indicato all'allegato VI.

(d) ALTRE FUNZIONI DI AGENTE.

La Banca ha continuato ad assolvere le sue incombenze nella liquidazione delle pendenze finanziarie derivanti dal trasferimento del Territorio della Saar alla Germania. Il Governo tedesco consentì a riscattare dalla Francia le miniere, ferrovie ecc., del Territorio della Saar contro un compenso globale di 900 milioni di franchi, a condizione che il pagamento sarebbe stato effettuato: (a) mediante consegna alla Banca di Francia, per conto del Governo francese, di 95 % delle somme in franchi francesi e altre valute estere raccolte nella Saar in cambio di marchi; (b) mediante consegne libere di carbone e (c) mediante pagamento da parte del Governo tedesco ai terzi interessati, per conto del Governo francese, delle somme dovute da quest'ultimo al Territorio della Saar sotto varie imputazioni come, per esempio, indennità per danni alla superficie e altre, tasse ecc.

La tabella seguente mostra la situazione nei riguardi del riscatto delle miniere, ferrovie ecc., della Saar:

Milioni di franchi francesi	Fino al 31 marzo 1936	Anno terminato il 31 marzo 1937	Totale
95 % dei franchi francesi e altre valute estere ritirate in cambio di marchi	274,4	—	274,4
Consegne libere di carbone.	89,9	147,3	237,2
Pagamenti del Governo tedesco a titolo d'indennizzo per danni alla superficie, altre indennità, tasse ecc. . .	3,1	11,7	14,8
	367,4	159,0	526,4

I rimanenti 5 %, cioè 14,4 milioni di franchi francesi, delle somme in franchi francesi e altre valute estere raccolte nel Territorio della Saar in cambio di marchi,

furono accantonati per il servizio di certi prestiti esteri, autorizzati a suo tempo dalla Commissione di Governo della Saar, e sono stati ormai utilizzati quasi completamente per il detto scopo. Al 31 marzo 1936 restavano 4,1 milioni di franchi francesi, ridottisi al 31 marzo 1937 all'equivalente di 0,8 milioni di franchi francesi.

L'importo di 14,5 milioni di franchi francesi, depositato alla Banca a titolo di capitalizzazione delle pensioni dei funzionari della Saar di nazionalità francese, è stato erogato durante il decorso esercizio.

La Banca ha anche accettato di fungere da intermediario per il servizio in Svizzera del Prestito francese della Sicurezza Nazionale $4\frac{1}{2}\%$ 1937 e di designare le banche svizzere e le filiali di banche francesi in Svizzera le quali fungeranno da Agenti pagatori del Prestito. La Banca riceverà dal Governo francese, quindici giorni prima della scadenza d'ogni cedola, l'importo in franchi svizzeri che si presumerà occorrente per far fronte al pagamento delle cedole che saranno presentate all'incasso in Svizzera; sono stati presi accordi per la corresponsione da parte del Governo francese d'ogni ulteriore importo che possa rendersi necessario. La Banca ripartirà le somme ricevute tra i vari agenti pagatori nella misura necessaria, in modo che essi si trovino in grado di pagare tutte le cedole presentate all'incasso.

3. UTILE NETTO E SUA RIPARTIZIONE.

Spetta all'Assemblea Generale di esaminare se via 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 9.071.570,02 franchi svizzeri oro, il franco svizzero oro equivalendo, in base all'articolo 5 degli statuti della Banca a 0,29032258 grammi d'oro fino. L'utile netto per il sesto esercizio finanziario fu di 9.193.671,— franchi svizzeri oro. Nel bilancio chiuso il 31 marzo 1937 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 disotto. Nel computare l'utile netto non si è tenuto conto dei profitti di cambio dipendenti dal fatto che la Banca si sia trovata scoperta nella posizione di cambio di una qualche moneta avente subito una svalutazione; invece le perdite di cambio sono state depennate.

Dopo provveduto all'assegnazione alla riserva legale, come è prescritto dall'articolo 53 degli statuti, di 5% dell'utile netto, cioè di 453.578,50 franchi svizzeri oro (1936: 459.683,55 franchi svizzeri oro), si propone che l'Assemblea Generale ripartisca un dividendo di 6% all'anno per il settimo esercizio finanziario. Il pagamento di tale dividendo richiederà una somma di 7.500.000 franchi svizzeri oro (1936: 7.500.000 franchi svizzeri oro). La rimanenza dell'utile netto, dopo ripartito il dividendo, ammonterà a 1.117.991,52 franchi svizzeri oro, 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, previsto dagli statuti, la somma di 223.598,30 franchi svizzeri oro, massimo prelevamento consentito dagli statuti per tale assegnazione sull'utile netto dell'esercizio finanziario testè chiuso (1936: 246.797,49 franchi svizzeri oro).

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 447.196,61 franchi svizzeri oro (1936: 493.594,98 franchi svizzeri oro). In tale modo, l'insieme delle riserve legali, dividendi e generale, ammonterà alla fine del settimo esercizio a 23.183.521,77 franchi svizzeri oro.

Il citato articolo degli statuti stabilisce la maniera secondo cui deve essere ripartito il saldo dell'utile netto, cioè 447.196,61 franchi svizzeri oro, 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 mantiene presentemente depositi di questo genere, ma i seguenti governi ne mantengono e hanno il diritto, in relazione alla durata minima di tali loro depositi, di partecipare alla ripartizione del residuo d'utile di 447.196,61 franchi svizzeri oro (1936: 493.594,98 franchi svizzeri oro) nel seguente modo:

	Franchi svizzeri oro	
	<u>1936/37</u>	<u>1935/36</u>
Depositi in Conto Fiduciario Annualità, secondo l'articolo IV (e) del Contratto Fiduciario:		
Francia	131.366,53	140.409,56
Gran Bretagna	51.335,04	54.868,85
Italia	26.813,93	28.659,75
Belgio	14.505,10	15.503,61
Romania	2.534,17	2.708,62
Jugoslavia	10.546,97	11.273,01
Grecia	968,86	928,67
Portogallo	1.665,31	1.779,95
Giappone	1.665,31	1.779,95
Polonia	<u>48,27</u>	<u>51,59</u>
	241.349,49	257.963,56
Deposito infruttifero del Governo tedesco, secondo l'articolo IX del Contratto Fiduciario	120.674,74	128.981,78
Deposito del Governo francese (Saar)	2.703,89	3.385,71
Fondo di garanzia del Governo francese, secondo l'articolo XIII del Contratto Fiduciario	<u>82.468,49</u>	<u>103.263,93</u>
	<u>447.196,61</u>	<u>493.594,98</u>

La contabilità della Banca e il settimo bilancio annuale sono stati debitamente verificati dai sigg. Price, Waterhouse & Co., ragionieri patentati. 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 dalla nota, 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.

4. CAMBIAMENTI NEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE E NELL'ALTO PERSONALE.

A norma degli statuti, i membri del Consiglio nominati dai consiglieri ex-officio restano in carica per tre anni e possono essere rieletti. La fondazione della Banca risalendo al maggio 1930, alcuni consiglieri sono stati rieletti nel maggio 1936 per un terzo periodo di tre anni. Nella stessa occasione, sono stati rieletti Vice-presidenti del Consiglio il prof. Beneduce e il marchese de Vogüé. Al Governatore Jean Tannery, consigliere ex-officio, la cui cordiale cooperazione è stata preziosa alla Banca, è succeduto, allorchè egli lasciò la carica di Governatore della Banca di Francia, il signor Emile Labeyrie, nuovo Governatore che, in passato, occupò importanti cariche finanziarie nel Governo francese. Il signor Munakata, che dal 1934 aveva occupato con distinzione nel Consiglio il posto di rappresentante del Governatore della Banca del Giappone, è rimpatriato ed è stato sostituito nello stesso posto dal signor Yanagita, rappresentante della Banca del Giappone per l'Europa.

Nel dicembre scorso, avendo il sottoscritto manifestato l'intenzione di rassegnare, alla fine dell'esercizio, le dimissioni da Presidente del Consiglio d'amministrazione e da Presidente della Banca, il Consiglio deliberò di proporre, in sede d'Assemblea Generale straordinaria, alcune modificazioni degli statuti le quali consentirebbero, tra l'altro, di separare la carica di Presidente del Consiglio da quella di Presidente della Banca. Sotto riserva dell'approvazione di tali modifiche da parte dell'Assemblea Generale straordinaria, il Consiglio ha eletto Sir Otto Niemeyer alla presidenza del Consiglio d'amministrazione e ha nominato il dott. J. W. Beyen, attualmente sostituto del Presidente, alla carica di Presidente della Banca; entrambe le nomine sono fatte per un triennio a partire dalla data dell'approvazione delle modifiche degli statuti. Il Presidente della Banca eseguirà la politica decisa dal Consiglio e soprintenderà all'amministrazione della Banca. Pur non essendo membro del Consiglio, egli avrà facoltà di partecipare a tutte le riunioni, prendervi la parola e far mettere a verbale le opinioni da lui espresse.

Il signor Ivar Rooth, Governatore della Sveriges Riksbank, di cui è ben nota l'opera efficace di collaborazione e che era scaduto d'ufficio il 31 marzo 1933,

è stato nuovamente eletto come consigliere, nell'aprile 1937. Nella stessa seduta il sottoscritto, scadente d'ufficio quale consigliere alla fine dell'esercizio finanziario, è stato rieletto per un ulteriore triennio.

Fra i sostituti dei consiglieri, il signor R. Lacour-Gayet ha lasciato il posto di sostituto del Governatore della Banca di Francia in relazione alla dimissione di quest'ultimo. Il signor Lacour-Gayet non soltanto ha preso parte alle riunioni del Consiglio per diversi anni, ma è anche stato prezioso collaboratore in occasione di più d'una conferenza internazionale tenuta alla Banca. Il Governatore della Banca d'Italia ha nominato come uno dei suoi sostituti il dott. M. Pennachio, il quale prese parte al Comitato di organizzazione della Banca a Baden-Baden e ha partecipato a tutte le riunioni del Consiglio fino dalla fondazione della Banca.

VIII. CONCLUSIONE.

Un anno addietro la ripresa era già avviata e stava generalizzandosi; essa é ora giunta al punto al quale entrano in giuoco potenti forze ascensionali che dominano l'economia mondiale e minacciano di produrre in taluni rami un tale rialzo dei costi e dei prezzi, da far tornare alla mente i periodi di troppo rapido sviluppo che precedono le crisi. Può darsi che taluno non si renda pienamente conto di quanto improvviso sia stato il cambiamento della situazione e si ostini in certe concezioni pessimistiche, che potevano trovare giustificazione in tempo di depressione, ma non ora che le condizioni sono diverse. Per parecchi problemi va tenuto conto del fatto che i loro termini si sono quasi completamente invertiti e che perciò la politica da seguire per risolverli deve essere modificata. Basti un solo esempio: nel campo delle finanze pubbliche, non soltanto sono venute a cessare le difficoltà, per parare alle quali si ricorse a spese straordinarie quale mezzo per stimolare l'attività economica in genere, ma sorge anche il pericolo che tali spese riescano direttamente nocive ad un sano sviluppo dell'economia.

Nell'insieme si può forse ritenere che, resi ora cauti dall'esperienza delle violente fluttuazioni economiche del dopoguerra, non soltanto le autorità, ma anche il pubblico, meglio si rendono conto dei pericoli che presenta una situazione non equilibrata. Quello che più importa è però non tanto concentrare l'attenzione sui sintomi, quanto agire sulle cause fondamentali da cui può scaturire uno squilibrio pericoloso. Finchè perduravano le difficoltà dei tristi tempi della depressione, forse non si potè evitare di prendere frettolosamente certi provvedimenti, comprensibili quando imperavano le necessità, ma che nondimeno aumentarono, anzichè diminuire, l'incertezza della situazione. È da sperarsi che in un periodo di relativa prosperità prevalga la calma riflessione e che ogni sforzo venga rivolto verso il raggiungimento d'una stabilità più durevole, tanto nel campo economico, quanto in quello monetario.

Permane, da un lato, la necessità urgente di abbassare le barriere doganali, specialmente quegli ostacoli al commercio, di carattere straordinario, che negli ultimi sette anni hanno assunto la forma di contingenti e divieti. D'altro lato, acuta è la necessità di istituire un sistema monetario, nel quale, al mantenimento della stabilità dei cambi internazionali, s'accompagna una politica interna ed una politica internazionale intese a preservare, per quanto possibile, l'esistenza di sane condizioni nel credito e nella moneta. Inoltre, il gravame delle obbligazioni finanziarie internazionali deve essere alleggerito dovunque ciò non sia già stato

fatto, mediante l'abbassamento degli alti tassi d'interesse a livelli più aderenti alla realtà. Finchè questi problemi fondamentali dell'economia e della finanza internazionali non vengano affrontati, v'è scarsa speranza di conseguire un miglioramento durevole nelle singole economie nazionali. Non può negarsi tuttavia che la soluzione dei problemi che sorgono dai cicli economici è connessa alla questione delle spese pubbliche, posta in particolare risalto dal recente aumento delle spese di riarmo, e questa interdipendenza non è che uno fra i tanti esempi del carattere politico che rivestono i problemi di fronte ai quali ci troviamo. Vano sarebbe immaginare che dei provvedimenti di carattere puramente tecnico possano assicurare un sano sviluppo dell'economia e rendere possibile il miglioramento delle condizioni di vita, se non vengono soddisfatte le condizioni fondamentali, sulle quali si basa lo scambio pacifico delle merci e l'equilibrio della situazione nei singoli paesi. Qualunque attività economica deve fare i conti coll'avvenire e, ove perdurasse la mancanza di stabilità, le migliori imprese sarebbero costrette a restringere le loro operazioni, ovvero ad assumere rischi speculativi. Piuttosto che affidarsi ad espedienti di dubbia utilità e più probabilmente dannosi al progresso economico normale, converrebbe tentare di affrontare al fondo le cause da cui provengono le attuali difficoltà. L'opinione pubblica mondiale comincia a chiedere che si faccia uno sforzo per risolvere i grandi problemi dell'ora, e questa è impresa che va affrontata con la comprensione, il coraggio e la buona volontà, che occorrono per raggiungere risultati soddisfacenti.

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 fino al 31 maggio 1937 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 ORO (UNITÀ DI GR. 0,290 322 58...)

ATTIVO			
I. ORO IN BARRE		45.087.291, 06	7,3
II. CASSA			
In contanti e in conto corrente presso banche		25.636.097, 02	4,1
III. FONDI A VISTA FRUTTIFERI		26.538.408, 01	4,3
IV. PORTAFOGLIO RISCONTABILE			
1. Effetti commerciali e accettazioni di banche	101.346.933, 92		16,4
2. Buoni del Tesoro	130.696.121, 68		21,1
		232.043.055, 60	
V. FONDI VINCOLATI FRUTTIFERI			
1. A 3 mesi al massimo	27.011.756, 14		4,4
2. Da 3 a 6 mesi di scadenza	1.668.688, 73		0,3
		28.680.444, 87	
VI. EFFETTI E INVESTIMENTI DIVERSI			
1. Buoni del Tesoro	111.390.144, 87		18,0
2. Obbligazioni ferroviarie e postali e investimenti diversi	148.041.735, 68		23,9
		259.431.880, 55	
VII. ALTRE ATTIVITÀ			
1. Garanzie di banche centrali su effetti ceduti	1.328.725, 18		0,2
2. Diverse	96.299, 95		0,0
		1.425.025, 13	
<p>NOTA — Tutti i depositi in divise a breve termine e a vista (capitolo IV del passivo) sono più che coperti da attività nelle valute dei depositi stessi, oppure in valute non soggette a restrizioni di cambio; tra gli impegni a lungo termine il deposito del Governo francese (Saar) e il Fondo di garanzia del Governo francese (voci 3 e 4 capitolo III) sono coperti similmente. I rimanenti impegni a lungo termine, (voci 1 e 2 del capitolo III) i quali sono registrati in valute soggette a restrizioni (quantunque l'obbligo della Banca in relazione alla voce 1 del capitolo III non sia chiaramente stabilito) sono coperti da attività nella stessa valuta, per una parte sostanziale delle quali esiste una speciale garanzia del valore oro.</p> <p>Il capitale, le riserve e i profitti sono rappresentati in gran parte da attività in paesi nei quali vigono attualmente restrizioni dei cambi le quali non permettono la libera conversione della moneta nazionale in oro o valute estere; 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 ».</p>		618.842.202, 24	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 oro (secondo la definizione sopra indicata) le varie valute estere, è dimostrata dai

BASILEA, 22 aprile 1937.

31 MARZO 1937

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO			
			%
I. CAPITALE			
Capitale autorizzato ed emesso:			
200.000 azioni di 2.500 franchi svizzeri oro ciascuna	500.000.000, —		
Liberate per il 25 %		125.000.000, —	20,2
II. RISERVE			
1. Fondo di riserva legale	3.784.029, 10		
2. Fondo di riserva speciale per i dividendi	6.091.706, 43		
3. Fondo di riserva generale	12.183.412, 83		
		22.059.148, 36	3,6
III. IMPEGNI A LUNGA SCADENZA			
1. Conto fiduciario delle annualità	153.157.500, —		24,8
2. Deposito del Governo tedesco	76.578.750, —		12,4
3. Deposito del Governo francese (Saar)	1.403.900, —		0,2
4. Fondo di garanzia del Governo francese	42.818.835, 73		6,9
		273.958.985, 73	
IV. DEPOSITI A BREVE SCADENZA E A VISTA (in divise)			
1. Banche centrali in conto proprio:			
a) A 3 mesi al massimo	105.482.000, 41		17,0
b) A vista	24.148.370, 78		3,9
2. Banche centrali in conto di terzi:		129.630.371, 19	
A vista		4.248.186, 75	0,7
3. Altri depositanti:			
a) A 3 mesi al massimo	8.320, 88		0,0
b) A vista	229.032, 91		0,0
		237.353, 79	
V. DEPOSITI A VISTA (in oro)		23.309.485, 38	3,8
VI. ALTRE PASSIVITA			
1. Garanzie per effetti commerciali ceduti	1.353.739, 49		0,2
2. Diverse	29.973.361, 53		4,8
		31.327.101, 02	
VII. PROFITTI			
Utile per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1937		9.071.570, 02	1,5
		618.842.202, 24	100,0

Banca per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1937 e dichiariamo che abbiamo ottenuto nota, è compilato in modo da rispecchiare la vera ed esatta situazione degli affari della Banca, rilevata quale essa ci risulta in base alla nostra migliore conoscenza ed alle spiegazioni forniteci, e quale libri della Banca.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1937

		Franchi svizzeri oro
Utile netto derivante dall'impiego del capitale della Banca e dei depositi affidatili, tenuto conto di eventuali sopravvenienze		11.203.938,69
Commissioni percepite:		
Come Fiduciario (o Agente fiscale dei Fiduciarii) per prestiti internazionali		199.143,76
In relazione a crediti speciali		81.670,45
Diritti su trasferimenti d'azioni		451,99
		11.485.204,89
Spese d'amministrazione:		
Consiglio d'Amministrazione — remunerazioni e spese di viaggio	216.475,82	
Direzione e personale — stipendi e spese di viaggio	1.761.939,19	
Affitto, assicurazioni, riscaldamento, luce e acqua	135.041,94	
Cancelleria, libri, pubblicazioni	72.780,88	
Spese postali, telegrafiche e telefoniche	58.866,40	
Remunerazioni ad esperti (Sindaci, interpreti ecc.)	18.021,78	
Tassa cantonale	41.881,06	
Tassa sull'emissione francese delle azioni della B. R. I.	40.822,85	
Spese diverse	67.804,95	2.413.634,87
		9.071.570,02
UTILE NETTO		9.071.570,02

RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO

	<u>Franchi svizzeri oro</u>
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1937	9.071.570,02
Ripartito secondo l'articolo 53 (a) (b) (c) e (d) degli Statuti, come segue:	
Al fondo di riserva legale — 5 % di 9.071.570,02	453.578,50
	<u>8.617.991,52</u>
Dividendo del 6 % all'anno sul capitale versato	7.500.000,—
	<u>1.117.991,52</u>
Al fondo di riserva speciale per dividendi — 20 % di 1.117.991,52	223.598,30
	<u>894.393,22</u>
Al fondo di riserva generale — 50 % di 894.393,22	447.196,61
	<u>447.196,61</u>
	Saldo
	<u>447.196,61</u>

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

	<u>Franchi svizzeri oro</u>
Depositi nel Conto Fiduciario delle Annualità secondo l'articolo IV (e) del contratto fiduciario (Trust):	
Francia	131.366,53
Gran Bretagna	51.335,04
Italia	26.813,93
Belgio	14.505,10
Romania	2.534,17
Jugoslavia	10.546,97
Grecia	868,86
Portogallo	1.665,31
Giappone	1.665,31
Polonia	48,27
	<u>241.349,49</u>
Deposito infruttifero del Governo tedesco secondo l'articolo IX del contratto fiduciario (Trust)	120.674,74
Deposito del Governo francese (Saar)	2.703,89
Fondo di garanzia del Governo francese secondo l'articolo XIII del contratto fiduciario (Trust)	82.468,49
	<u>447.196,61</u>

FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER-

Rendiconto delle entrate e delle uscite per il sesto

Entrate

	Emissione americana Dollari	Emissioni britannica e olandese Sterline
1. SALDI PRESSO BANCHE al 1° luglio 1935	810.098,61	111,805.11. 3
2. RICEVUTO DAL GOVERNO AUSTRIACO:		
Per interessi:		
In contanti	1.505.911,23	212,283. 1. 6
In cedole d'obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra)	8.741,32	1,178. 2. 1
Per ammortamento:		
In contanti	743,73	332.13.11
In obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra) .	588.683,27	81,014. 6. 1
Per spese	3.423,60	985. 5.—
3. INTERESSI RICEVUTI su fondi ricevuti, investiti in attesa di utilizzarli per il servizio del prestito.	1.104,93	299. 3. 6
	2.918.706,69	407,898. 3. 4

Uscite

1. INTERESSI		
Cedole pagate e interessi maturati su obbligazioni acquistate per l'ammortamento	1.535.313,97	215,220.12.—
Interessi maturati sulle obbligazioni rimesse dal Governo austriaco (v. sopra)	8.741,32	1,178. 2. 1
2. AMMORTAMENTO		
Obbligazioni sorteggiate e rimborsate	—	—
Obbligazioni acquistate per il riscatto	838,—	369. 3. 5
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti	—	—
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco a titolo di paga- mento parziale di rate di servizio (v. sopra)	588.683,27	81,014. 6. 1
3. SPESE		
Commissione e spese degli Agenti Finanziari e remunerazioni e spese del Fiduciario	4.120,56	1,175.15. 8
4. FONDI PRESSO BANCHE al 30 giugno 1936, da uti- lizzarsi come indicato all'allegato IV b	781.009,57	108,940. 4. 1
	2.918.706,69	407,898. 3. 4

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 1936 a mezzo

BASILEA, 8 ottobre 1936.

NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

anno del prestito (dal 1° luglio 1935 al 30 giugno 1936)

Emissione italiana Lire	Emissione svedese Cor. svedesi	Emissione svizzera Franchi svizzeri	Emissione austriaca Scellini	Spese generali	
				Sterline	Franchi svizzeri
3.250.101,55	521.955,20	824.125,16	2.096.232,29	—	—
6.095.689,49	645.716,14	1.520.800,65	3.954.187,07	—	—
41.348,15	—	8.804,84	—	—	—
10.883,20	202.965,—	6.644,84	1.447.816,95	—	—
2.262.966,80	—	566.435,16	—	—	—
30.622,50	2.909,50	7.645,80	18.180,32	300.—,—	27.634,80
9.165,30	3.907,50	2.279,49	—	—	—
11.700.776,99	1.377.453,34	2.936.735,94	7.516.416,63	300.—,—	27.634,80

6.198.800,42	655.480,—	1.544.901,15	3.988.079,83	—	—
41.348,15	—	8.804,84	—	—	—
—	190.550,—	—	—	—	—
—	—	6.820,—	1.411.229,99	—	—
11.559,58	—	—	—	—	—
2.262.966,80	—	566.435,16	—	—	—
33.409,52	3.508,65	7.893,67	23.350,06	300.—,—	27.634,80
3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75	—	—
11.700.776,99	1.377.453,34	2.936.735,94	7.516.416,63	300.—,—	27.634,80

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

SINDACI

1930 per il sesto anno del prestito terminato il 30 giugno 1936, 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 1936:

1. a) Per cedole maturate e non presentate
- b) Per cedole scadenti il 1° luglio 1936
2. Per spese sostenute fino al 30 giugno 1936 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. 5.609,80 depositati presso una banca, già agente finanziario, che ha chiuso gli sportelli)
- Totale dei saldi disponibili come dall'allegato IV a

Obbligazioni in circolazione

- Valore nominale delle obbligazioni emesse
- Meno: Valore nominale delle obbligazioni estinte:
1. durante i primi cinque anni del prestito
 2. durante il sesto anno del prestito
- Valore nominale delle obbligazioni in circolazione al 30 giugno 1936 (vedi nota)

NOTA: Le obbligazioni estratte

NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

depositari al 30 giugno 1936

Emissione americana Dollari	Emissioni britannica e olandese Sterline	Emissione italiana Lire	Emissione svedese Cor. svedesi	Emissione svizzera Franchi svizzeri	Emissione austriaca Scellini
12.894,—	990.10.—	29.195,25	—	15.890,—	55.477,94
748.986,—	105.542.10.—	3.026.240,—	321.265,—	757.050,—	1.954.323,84
1.959,45	—.—. 6	15.406,37	1.852,78	3.866,25	9.793,87
763.839,45	106.533.—. 6	3.070.841,62	323.117,78	776.806,25	2.019.595,65
26,79	19. 6. 5	160,88	203.075,—	638,26	36.667,64
17.143,33	2.387.17. 2	81.690,02	1.721,91	24.436,61	37.493,46
781.009,57	108.940. 4. 1	3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75

al 30 giugno 1936

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
3.006.100,—	404.100,—	10.778.000,—	636.000,—	2.760.000,—	5.305.100,—
594.300,—	80.400,—	2.758.000,—	185.000,—	610.000,—	1.071.600,—
21.399.600,—	3.015.500,—	86.464.000,—	9.179.000,—	21.630.000,—	43.623.300,—

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 1936 . .	21.089.200,—
Entrate	
1. SALDI PRESSO BANCHE al 1° luglio 1936	781.009,57
2. RICEVUTO DAL GOVERNO AUSTRIACO:	
per interessi:	
in contanti	727.687,82
in cedole di obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra) .	4.530,75
per l'ammortamento:	
in contanti	530,53
in obbligazioni del prestito rimesse per l'annullamento (v. infra)	314.983,47
per spese	1.879,50
3. INTERESSI RICEVUTI sui fondi investiti in attesa di utilizzarli per il servizio del prestito	540,91
	1.831.162,55
Uscite	
1. INTERESSI	
Cedole scadute ed interessi maturati su obbligazioni acquistate per l'ammortamento	749.064,73
Interessi maturati su obbligazioni rimesse dal Governo austriaco (v. sopra)	4.530,75
2. AMMORTAMENTO	
Obbligazioni acquistate per l'ammortamento	487,50
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti .	—
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco a titolo di pagamento parziale di rate del servizio	314.983,47
3. SPESE	
Commissione e spese degli agenti finanziari e remunerazioni e spese del Fiduciario	2.405,04
4. SALDI PRESSO BANCHE al 31 dicembre 1936:	
per le cedole pagabili al 1° gennaio 1937	738.122,—
per le obbligazioni sorteggiate pagabili al 1° gennaio 1937	—
per cedole scadute e non ancora presentate	12.824,—
per l'ammortamento delle obbligazioni	69,82
per partite diverse (compresi Fr. sv. 5.609,80 depositati presso una banca, già Agente Finanziario, la quale ha chiuso gli sportelli)	8.675,24
	1.831.162,55

NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

uscite per il semestre terminato il 31 dicembre 1936

Sterline	Lire	Corone svedesi	Franchi svizzeri	Scellini
3.500.000.—,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
2.972.700.—,—	84.895.000,—	9.179.000,—	21.313.000,—	43.488.500,—
108.940. 4. 1	3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75
102.624.—, 9	2.924.050,80	319.831,99	735.136,22	1.918.163,73
627. 7. 1	23.520,03	—	3.842,41	—
325. 8.10	3.375,03	104.720,—	27.929,70	771.916,15
43.162. 1. 2	1.230.079,97	—	279.960,30	—
633.15.—	15.104,25	1.444,50	17.808,70	8.906,79
147. 9. 1	4.483,66	2.249,68	1.117,41	—
256.460. 6.—	7.353.306,26	956.160,86	1.867.675,86	4.792.743,42
105.382. 4. 5	2.922.015,85	321.265,—	755.179,05	1.964.755,84
627. 7. 1	23.520,03	—	3.842,41	—
283.—, 7	—	—	10.007,50	19.650,—
—	1.559,15	—	18.540,—	157.944,32
43.162. 1. 2	1.230.079,97	—	279.960,30	—
736.19.—	16.576,12	1.606,33	17.884,09	10.205,74
104.044.10.—	2.971.325,—	321.265,—	745.955,—	1.948.284,80
—	—	202.910,—	—	—
1.155.—,—	133.460,25	—	18.585,—	49.738,06
61.14. 8	1.976,76	104.885,—	20,46	630.989,47
1.007. 9. 1	52.793,13	4.229,53	17.702,05	11.175,19
256.460. 6.—	7.353.306,26	956.160,86	1.867.675,86	4.792.743,42

PRESTITI INTERNAZIONALI

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

Fondi disponibili al 31 marzo 1937

	Prestito Esterno della Germania 1924	Prestito Internazionale del Governo Tedesco 5½ % 1930	Prestito Internazionale del Governo Austriaco 1930	Totali
	Franchi svizzeri oro			
FONDI CONSERVATI PER:				
Ammortamento	639.467,49	732,79	127.370,—	767.570,28
Interessi dovuti sulla cedola di prossima scadenza	—	—	3.084.267,39	3.084.267,39
Obbligazioni estratte, ma non ancora presentate al rimborso	3.632,10	—	—	3.632,10
Cedole scadute, ma non an- cora presentate	106.420,95	94.631,74	243.422,58	444.475,27
Partite diverse	394.632,44	56.147,66	19.008,03	469.788,13
TOTALI	1.144.152,98	151.512,19	3.474.068,—	4.769.733,17

L'ACCORDO MONETARIO TRIPARTITO

del 25 settembre 1936.

DICHIARAZIONE DEL GOVERNO FRANCESE,
RELATIVA ALL'ACCORDO MONETARIO,

concluso fra

LA FRANCIA, GLI STATI UNITI E LA GRAN BRETAGNA.
25 settembre 1936.

1. Il Governo francese, dopo aver consultato il Governo degli Stati Uniti di America e il Governo della Gran Bretagna, si unisce a loro per affermare la comune volontà di salvaguardare la pace, di favorire lo stabilimento delle condizioni che meglio potranno contribuire a restaurare l'ordine nelle relazioni economiche internazionali e di seguire una politica tendente a sviluppare la prosperità nel mondo ed a migliorare le condizioni di vita dei popoli.

2. Il Governo degli Stati Uniti di America e il Governo della Gran Bretagna dovranno naturalmente, nella politica monetaria internazionale, tener pienamente conto delle esigenze della prosperità interna della Repubblica americana e dell'Impero britannico, nello stesso modo che il Governo francese terrà naturalmente conto di considerazioni analoghe per ciò che riguarda l'economia della metropoli e dei possedimenti di oltremare. Essi approfittano con piacere dell'occasione loro offerta, per riaffermare l'intendimento di continuare la politica praticata nel corso degli ultimi anni, di cui uno degli obbiettivi costanti è il mantenimento del migliore equilibrio possibile sul mercato internazionale dei cambi, e di nulla trascurare onde evitare che alcun turbamento sia introdotto in questo equilibrio in seguito ad un'azione monetaria americana o britannica. Il Governo francese è convinto, insieme col Governo degli Stati Uniti di America e col Governo della Gran Bretagna, che la prosecuzione di tale politica coordinata servirà i fini generali cui tutti i governi dovrebbero tendere.

3. Il Governo francese, considerando che l'auspicata stabilità delle principali monete non può essere impiantata su solide basi senza che in precedenza venga ristabilito un durevole equilibrio fra le diverse economie, ha deciso a tal fine di proporre al proprio Parlamento la modificazione della moneta nazionale. Il Governo degli Stati Uniti di America, il Governo della Gran Bretagna e il Governo francese dichiarano esser loro intenzione di far uso dei mezzi adatti di cui dispongono, onde evitare, per quanto possibile, che le nuove basi dei cambi, risultanti dall'adattamento progettato, possano venir turbate. Resta inteso che saranno assicurate a tale scopo le consultazioni necessarie con gli altri due governi e fra gli istituti qualificati.

4. Il Governo francese è inoltre convinto, come il Governo degli Stati Uniti di America e il Governo della Gran Bretagna, che il successo della politica definita sopra è collegato allo sviluppo del commercio internazionale. In particolare, esso annette la più grande importanza a che un'azione sia iniziata senza indugio per l'attuazione progressiva dei regimi attuali di contingentamento e di controllo dei cambi, in vista della loro abolizione.

5. Il Governo francese, come il Governo degli Stati Uniti e il Governo della Gran Bretagna, si augura e sollecita la cooperazione delle altre nazioni, per la realizzazione della politica formulata nella presente dichiarazione. Esso conta che nessun paese tenterà di ottenere un vantaggio di cambio fuori del ragionevole, il quale ostacolerebbe lo sforzo che il Governo degli Stati Uniti, il Governo della Gran Bretagna e il Governo francese intendono continuare per il ritorno di rapporti economici più stabili.

DICHIARAZIONE DEL TESORO BRITANNICO,
RELATIVA ALL'ACCORDO MONETARIO

concluso fra

LA GRAN BRETAGNA, LA FRANCIA E GLI STATI UNITI.

25 settembre 1936.

1. Il Governo di Sua Maestà, dopo essersi consultato col Governo degli Stati Uniti e col Governo francese, si unisce a loro per affermare il comune desiderio di favorire lo stabilimento di condizioni atte a salvaguardare la pace ed a meglio contribuire al ritorno dell'ordine nelle relazioni economiche internazionali e di perseguire una politica tendente a promuovere la prosperità mondiale e a migliorare le condizioni di vita dei popoli.

2. Il Governo di Sua Maestà dovrà, naturalmente, tener pieno conto delle esigenze della prosperità interna dei vari paesi dell'Impero nella politica da esso seguita rispetto alle relazioni monetarie internazionali, nella stessa maniera che considerazioni analoghe saranno tenute presenti dai governi della Francia e degli Stati Uniti di America. Esso accoglie con piacere l'occasione di confermare l'intenzione di continuare la politica seguita nel corso degli anni recenti, di cui uno degli obbiettivi costanti è il mantenimento del migliore equilibrio possibile nel sistema dei cambi internazionali, e di evitare per quanto possibile che alcun turbamento sia introdotto in quel sistema in seguito ad un'azione monetaria britannica. Il Governo di Sua Maestà è convinto, insieme coi governi della Francia e degli Stati Uniti, che la continuazione di questa politica a due intendimenti sarà utile al fine generale cui tutti i governi dovrebbero tendere.

3. Il Governo francese informa il Governo di Sua Maestà che, ritenendo che l'auspicata stabilità delle principali monete non possa esser assicurata su basi solide, se non dopo il ristabilimento di un equilibrio durevole fra i vari sistemi economici, esso ha deciso a tale scopo di proporre al proprio Parlamento la modificazione della moneta nazionale. Il Governo di Sua Maestà, come il Governo degli Stati Uniti, accolgono con piacere questa decisione, nella speranza che essa creerà più solide fondamenta per la stabilità delle relazioni economiche internazionali. Il Governo di Sua Maestà, come pure i governi della Francia e degli Stati Uniti di America, dichiarano esser loro intenzione di continuare a usare i mezzi adatti di cui dispongono, per evitare, per quanto è possibile, qualsiasi turbamento delle basi dei cambi internazionali, derivante dalla proposta modificazione. Essi predisporranno a tal uopo quei contatti che potranno rendersi necessari, con gli altri due governi e le loro istituzioni autorizzate.

4. Il Governo di Sua Maestà è inoltre convinto, come lo sono pure i governi della Francia e degli Stati Uniti di America, che il successo della politica definita sopra è collegato allo sviluppo del commercio internazionale. In particolare, essi annettono la più grande importanza a che un'azione venga intrapresa senza ritardo per temperare progressivamente l'attuale sistema di contingentamenti e di controlli dei cambi, in vista della loro abolizione.

5. Il Governo di Sua Maestà, insieme coi Governi della Francia e degli Stati Uniti di America, desidera ed invita la cooperazione di altre nazioni per realizzare la politica definita nella presente dichiarazione. Essi confidano che nessuna nazione tenterà di ottenere un vantaggio di cambio fuori del ragionevole, il quale ostacolerebbe lo sforzo per restaurare relazioni economiche più stabili, quali i tre governi cercano di promuovere.

DICHIARAZIONE DEL SEGRETARIO DEL TESORO DEGLI STATI UNITI,
ANNUNCIANTE L'ACCORDO MONETARIO

concluso fra

STATI UNITI, FRANCIA E GRAN BRETAGNA.

25 settembre 1936.

Autorizzato dal Presidente, il Segretario del Tesoro pubblica la seguente dichiarazione:

1. Il Governo degli Stati Uniti, consultati il Governo britannico e il Governo francese, si unisce a loro nell'affermare il desiderio comune di promuovere condizioni salvaguardanti la pace e meglio adatte al ritorno dell'ordine nelle relazioni economiche internazionali, e di perseguire una politica tendente a promuovere la prosperità nel mondo e il miglioramento delle condizioni di vita dei popoli.

2. Il Governo degli Stati Uniti deve, naturalmente, nella sua condotta relativa ai rapporti monetari internazionali, tener pienamente conto delle necessità della prosperità interna, allo stesso modo che considerazioni analoghe saranno tenute in conto dai governi della Francia e della Gran Bretagna; esso accoglie con piacere questa occasione di riaffermare la sua intenzione di continuare la politica che ha perseguita negli ultimi anni, di cui uno degli scopi costanti è il mantenimento del migliore possibile equilibrio nel sistema degli scambi internazionali, e di evitare con ogni sforzo il sorgere di qualsiasi turbamento di quel sistema in seguito ad un'azione monetaria americana. Il Governo degli Stati Uniti è convinto, insieme coi governi della Francia e della Gran Bretagna, che la continuazione di tale politica a due intendimenti sarà utile al fine generale che tutti i governi dovrebbero perseguire.

3. Il Governo francese informa il Governo degli Stati Uniti che, ritenendo che l'auspicata stabilità delle principali monete non possa essere assicurata su basi solide se non dopo il ritorno di un durevole equilibrio fra i vari sistemi economici, ha deciso a tal uopo di proporre al proprio Parlamento la modificazione della moneta nazionale. Il Governo degli Stati Uniti, come pure il Governo britannico, accolgono con piacere tale decisione, nella speranza che creerà più solide fondamenta per la stabilità dei rapporti economici internazionali. Il Governo degli Stati Uniti, come pure i governi britannico e francese, manifestano l'intenzione di continuare a usare i mezzi disponibili adatti per evitare, per quanto possibile, qualsiasi turbamento delle basi degli scambi internazionali, che possa risultare dalla proposta modificazione. Esso predisporrà a tal fine quei contatti che si potranno rendere necessari con gli altri due governi e con le loro istituzioni autorizzate.

4. Il Governo degli Stati Uniti è inoltre convinto, come lo sono anche i governi della Francia e della Gran Bretagna, che il successo della politica definita sopra, è collegato allo sviluppo del commercio internazionale. In particolare, esso annette la massima importanza a che un'azione venga intrapresa senza indugio, per temperare progressivamente il presente sistema di contingentamenti e di controlli dei cambi, in vista della loro abolizione.

5. Il Governo degli Stati Uniti, in comune con i governi di Francia e Gran Bretagna, desidera e invita la cooperazione delle altre nazioni, onde realizzare la politica definita nella presente dichiarazione. Esso confida che nessun paese cercherà di ottenere un vantaggio di cambio irragionevole, il quale ostacolerebbe lo sforzo per il ritorno di più stabili rapporti economici, il conseguimento dei quali costituisce il fine dei tre governi.

CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

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

Dott. V. Azzolini, Roma.
Prof. G. Bachmann, Zurigo.
Barone Brincard, Parigi.
Louis Franck, Bruxelles.
Alexandre Galopin, Bruxelles.
Hisaakira Kano, Londra.
Emile Labeyrie, Parigi.
Sir Otto Niemeyer, Londra.
Montagu Collet Norman, Londra.
Dott. Paul Reusch, Oberhausen (Renania).
Ivar Rooth, Stoccolma.
Dott. Hjalmar Schacht, Berlino.
Curt, Barone von Schroeder, Colonia.
Seijiro Yanagita, Londra.

CONSIGLIERI SUPPLENTI:

Cameron Cobbold, Londra.
Pierre Fournier, Parigi.
Albert Goffin, Bruxelles.
Dott. Pasquale Troise, o }
Dott. Mario Pennachio } Roma.
Dr. Wilhelm Vocke, o }
Ernst Hülse, } Berlino.

DIREZIONE:

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