

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

DECIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1939 — 31 MARZO 1940

**BASILEA
27 MAGGIO 1940**

INDICE

	Pagina
I. Introduzione	5
II. I cambi, il commercio internazionale e i prezzi:	
(1) I cambi	20
(2) Il commercio internazionale	45
(3) I movimenti dei prezzi	58
III. La produzione ed i movimenti di oro:	
(1) L'offerta di oro	75
(2) I movimenti dell'oro	81
IV. I movimenti internazionali di capitali	95
V. La tendenza dei tassi d'interesse	114
VI. L'evoluzione nel campo delle banche centrali	160
VII. Le operazioni ordinarie della Banca:	
(1) L'attività del Dipartimento bancario	173
(2) Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente	182
(3) Utile netto e sua ripartizione	183
(4) Cambiamenti nel Consiglio d'amministrazione e nella Direzione	185
VIII. Conclusione	186

ALLEGATI

- I. Bilancio al 31 marzo 1940.
- II. Conto profitti e perdite e ripartizione dell'utile per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1940.

DECIMA RELAZIONE ANNUALE

PRESENTATA ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA
DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

in Basilea, il 27 maggio 1940.

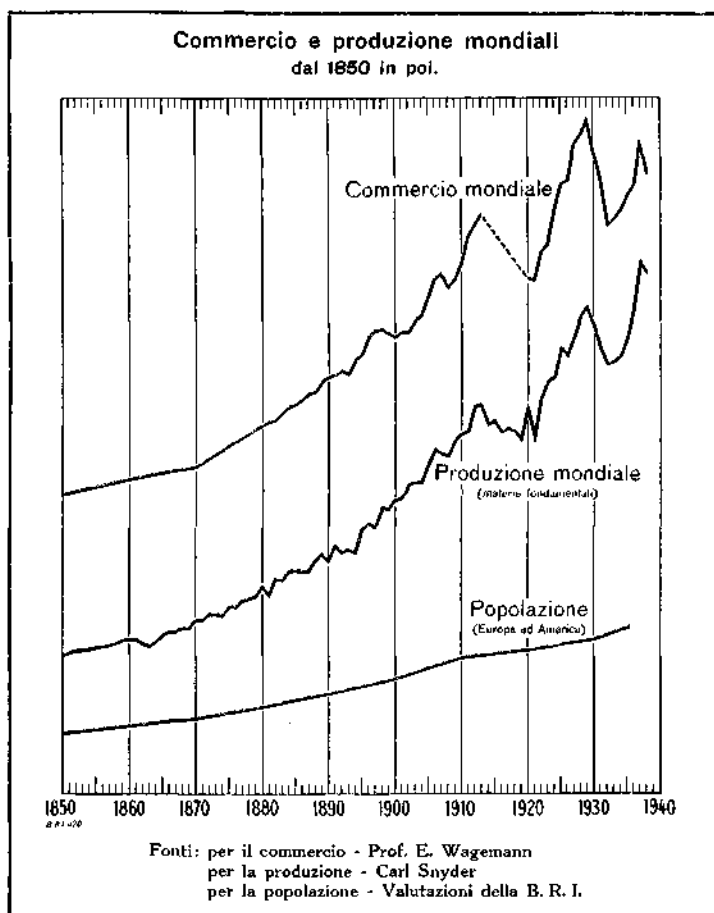
Signori,

Ho l'onore di sottoporvi la relazione annuale della Banca dei regolamenti internazionali per il decimo esercizio finanziario, che va dal 1° aprile 1939 al 31 marzo 1940. I risultati della gestione durante questo esercizio sono esposti nel capitolo VII. Nonostante le ripercussioni che l'attività della Banca ha risentito dall'apertura delle ostilità, l'utile netto, calcolato sempre tenendo conto di possibili sopravvenienze, è risultato sufficiente per consentire al Consiglio di proporre all'Assemblea generale di ripartire un dividendo annuale di 6%, senza per questo ricorrere alla riserva speciale per dividendi.

Il totale del bilancio è sceso da 606,5 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1939 a 469,9 milioni il 31 marzo 1940. Tale riduzione è dovuta in gran parte alla tendenza che hanno varie banche centrali, nelle attuali circostanze, a mantenere le loro scorte di mezzi di pagamento all'estero sotto forma di oro, ovvero di divise depositate presso banche dei mercati stessi sui quali vi sono scadenze cui occorrerà provvedere. E' motivo di soddisfazione l'osservare che la Banca dei regolamenti internazionali si è trovata in grado di far fronte a tutti i suoi impegni senza difficoltà, pur conservando un alto grado di liquidità. Avendo assunta la carica di Presidente della Banca il 1° gennaio 1940, mi sarà permesso di rilevare che la facilità con cui la Banca dei regolamenti internazionali ha superato un periodo difficile è riprova della abilità e preveggenza del mio predecessore, Dr. J. W. Beyen, e dei suoi collaboratori nella direzione della Banca.

La guerra del 1914-18 arrestò il movimento d'espansione della produzione e del commercio mondiale, che durava da lungo tempo ed aveva accentuata la sua rapidità a partire dalla metà del secolo decimonono, grazie ai perfezionamenti tecnici ed all'aumento di volume dei trasporti marittimi e terrestri che il rapido incremento delle costruzioni ferroviarie e navali aveva

reso possibile. Il valore ed il volume del commercio internazionale sono quasi quintuplicati tra il 1850 e il 1914. L'incremento annuale medio di circa 3%, secondo il quale si sviluppa il volume della produzione mondiale dei beni e dei servizi, ha trovato conferma nelle indagini ripetute più accuratamente sul materiale statistico anteriore al 1914 e nelle nuove valutazioni del ritmo di accrescimento del reddito nazionale dei vari paesi nel corso d'un lungo periodo di tempo. Poichè, durante lo stesso periodo, la popolazione mondiale crebbe con un ritmo tra 0,8 e 1% all'anno, si è creato, nel corso del detto periodo, un margine per il miglioramento stabile delle condizioni di vita. In taluni paesi i salari reali triplicarono tra il 1850 ed il 1914. Questo miglioramento fu reso possibile dal regime internazionale dell'oro, dalla relativa libertà di commercio e dallo sviluppo preso dai prestiti internazionali, tanto a breve quanto a lungo termine.



Nonostante tutti gli sforzi fatti per mantenere tra il 1914 ed il 1918 il livello della produzione mondiale, questo si abbassò rapidamente nel detto periodo, come si rileva dal grafico. La crescente scarsità della produzione, da un lato, e, dall'altro, la grande richiesta per la guerra, cagionarono un forte abbassamento del tenore di vita delle masse, solo in parte mascherato dall'accresciuto reddito nominale. Terminata la guerra, ebbe libero campo la tendenza naturale a ripristinare, per quanto possibile, le condizioni

d'anteguerra e meta della politica economica e monetaria divenne la ricostruzione dell'economia. Fino ad un certo punto tale meta fu raggiunta: i bilanci statali tornarono ad essere in equilibrio; fu ripristinato il regime aureo internazionale;

il commercio internazionale fu alquanto alleggerito da proibizioni e restrizioni; infine, il volume dei prestiti internazionali raggiunse presto grandi proporzioni (sebbene sotto nuove forme creditizie e in nuove direzioni). A giudicare dall'apparenza, si potè credere di avere costruite le fondamenta per la ripresa del movimento ascensionale della prosperità. Il reddito nazionale dell'insieme di tutti i paesi — anche se valutato con debito riguardo all'aumento dei prezzi — superò presto il livello del 1913 ed il volume del commercio internazionale oltrepassò, nel 1929, di circa 30% la cifra d'anteguerra.

Reddito e commercio mondiali	1913	1929	1937
Reddito mondiale ¹⁾ (in miliardi di dollari legali ²⁾)	100—110	205—215	200—210
Valore delle esportazioni ed importazioni mondiali (in miliardi di dollari legali ²⁾)	40,6	68,3	53,8
Volume delle esportazioni ed importazioni mondiali (numeri-indice a base 100 nel 1913)	100	130	126

¹⁾ Valutazione della B. R. I.

²⁾ Nel 1913 e 1929 un'oncia di oro fino equivaleva a \$20,67 e nel 1937 a \$35,—.

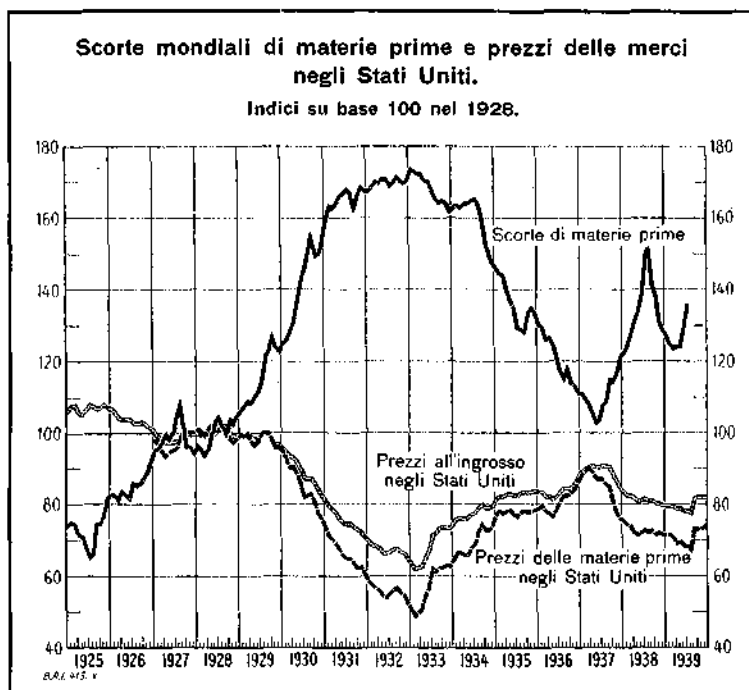
I progressi raggiunti furono impressionanti, ma non durevoli. Il declino, nell'autunno del 1929, non ebbe probabilmente, da principio, carattere diverso da quello d'una ordinaria fase di depressione nel ciclo economico; senonchè, esso scatenò forze deprimenti che presto presero il sopravvento e trascinarono il mondo intero in una crisi finanziaria ed in una successione di convulsioni monetarie quali mai prima si erano viste in tempo di pace. Considerato sul piano storico, il ristagno che subì il progresso materiale è d'importanza fondamentale, ed è desiderabile che le cause della grande depressione tra il 1930 e il 1933 tornino ad essere oggetto d'indagini. Sotto certi punti di vista, le perturbazioni recate da questa depressione nelle relazioni finanziarie internazionali sorpassarono finanche quelle prodotte dalla guerra 1914-18. Le banche ed i risparmiatori subirono nei loro portafogli esteri perdite assai più gravi dopo il 1930 che non dopo il 1918, perdite che hanno avuto per conseguenza la messa fuori uso di gran parte del sistema creditizio internazionale, colla cessazione quasi completa degli investimenti a lungo termine all'estero e la liquidazione graduale — spesso in perdita — d'una grande massa di crediti a breve termine. Il commercio estero fu ostacolato da una pesante bardatura di restrizioni di natura sia economica, sia monetaria, e nei varî paesi la politica economica e finanziaria andò sempre meno conformandosi ad un coerente modello internazionale. Ne è risultata una diversificazione nell'evoluzione economica dei varî paesi, la quale contrasta vivamente con le tendenze, che si

all'equilibrio del bilancio e dell'abbassamento dei tassi d'interesse mediante la conversione del Prestito di guerra nel 1932, creò una solida base per la ripresa. La stabilizzazione dei cambi tra paesi dell'area della sterlina risultò essa pure efficace stimolo alla ripresa del commercio fra tali paesi. L'intervento statale, inteso non soltanto come incentivo all'attività economica, ma anche quale fattore principale d'accrescimento della produzione nazionale e d'assorbimento della disoccupazione, caratterizzò la politica di diversi governi, specialmente di quello germanico e di quello italiano. Alla fine del 1936, avvenuta la svalutazione del blocco dell'oro (Francia, Italia, Olanda e Svizzera) e la simultanea conclusione dell'accordo tripartito, sembrò prossimo il raggiungimento di un nuovo equilibrio monetario internazionale; una rapida ripresa dell'attività commerciale si diffuse in una vasta zona, ma si ricadde presto, nell'autunno del 1937, nel nuovo ristagno originatosi negli Stati Uniti. Nonostante queste e altre vicissitudini della vita economica, la produzione mondiale segnò grandi progressi a partire dal 1933, come si rileva dai grafici alle pagine 6 e 8.

L'aumento della produzione non si tradusse se non in parte in un miglioramento delle condizioni di vita: ma, sebbene il rapido aumento delle spese militari assorbisse, a partire dal 1936, una crescente parte del reddito nazionale, l'aumento del volume della produzione fu tale da consentire questo prelievo sempre maggiore sul reddito senza cagionare una riduzione effettiva del volume delle merci e dei servizi a disposizione del consumatore.

Si ritiene che le spese militari del mondo intero nel primo semestre del 1939 corrispondano ad una cifra annua di 20 miliardi di dollari. A questa cifra andrebbe aggiunto il valore, che non si conosce, delle scorte di merci indispensabili accumulate dai vari Stati. Sorprende, per parecchi motivi, il fatto che, in un momento in cui la produzione dell'oro sorpassava ogni precedente ed i tassi d'interesse scendevano a livelli mai toccati dal 1890 in poi, si cospicue spese statali non abbiano cagionato alcun aumento sensibile dei prezzi delle merci.

Negli Stati Uniti, i prezzi delle merci all'ingrosso, dopo l'aumento del 1936-37, ridiscesero nell'agosto 1939 al livello medio del 1934. Appare evidente che l'offerta permise di soddisfare la domanda, senza che si producesse una tensione sui mercati. Per quanto riguarda le materie prime, la capacità di produzione dei paesi interessati non venne sfruttata interamente, come appare, tra l'altro, dal fatto che rimasero in vigore le restrizioni alla produzione e che quest'ultima crebbe rapidamente ogniqualevolta i contingenti ammessi per la produzione o l'esportazione furono aumentati per far fronte ad una crescente domanda, il che accadde, per esempio, nell'inverno del 1936-37. Anche i prodotti



semi-lavorati e finiti poterono essere forniti in maggiori quantitativi, grazie ai progressi tecnici ed al margine di potenzialità industriale che ancora esiste in parecchi paesi. L'indebolimento dei prezzi negli Stati Uniti durante i primi otto mesi del 1939 produsse naturalmente sfavorevoli ripercussioni nei paesi in cui l'attività eco-

nomica era in pieno sviluppo e ove, pertanto, le forze economiche interne agivano in senso contrario ad una caduta dei prezzi.

Tenendo conto degli Stati Uniti, la produzione industriale nel mondo aveva appena raggiunto, nel primo semestre del 1939, il volume del 1929; se si escludono gli Stati Uniti, essa lo superò di 12%. Negli Stati Uniti la curva dell'attività economica è leggermente discendente fino all'estate del 1939; dopo, essa appare, senza possibilità d'errore, in ripresa. Le importazioni americane di materie prime, benchè un poco maggiori che non nel 1938, rimasero però, nel primo semestre del 1939, nettamente al disotto del livello eccezionale del 1936-37; questa incapacità di ripresa ebbe ripercussioni sui paesi produttori di materie prime, i quali furono costretti a ridurre sempre più i loro propri acquisti di prodotti finiti nei paesi industriali. Per questo ed altri motivi, la contrazione dell'attività economica sui mercati mondiali influenzò le economie di singoli paesi d'Europa, fra i quali la Svezia fornisce un esempio interessante a causa della visibile differenza nel ritmo di progresso, nel 1938, fra l'attività economica interna e le industrie esportatrici.

Indici della produzione industriale svedese*.

Base 100 nel 1935	Produzione per uso interno		Prodotti d'esportazione	Altri prodotti (non classificati)	Produzione industriale complessiva
	Prodotti di diretto consumo	Mezzi di produzione			
1933	84	64	76	78	74
1935	100	100	100	100	100
1936	106	110	111	107	109
1937	115	125	128	123	122
1938	119	131	113	125	123

* Dati rilevati dal Ministero svedese del commercio, più comprensivi di quelli della Federazione delle industrie svedesi, usati per il grafico alla pagina 8.

La concomitanza dell'aumento della produzione per uso interno colla diminuzione dell'attività esportatrice ha avuto per effetto, come era da aspettarsi, di aumentare l'eccedenza d'importazioni, come appunto si rileva dalle cifre che precedono.

L'evoluzione in Svezia è degna di nota in quanto l'espansione dell'economia svedese durava, quasi senza interruzione, da cinque anni e cioè dal 1933,

Commercio estero svedese.

Anno	Esportazioni	Importazioni	Saldo
	Millioni di corone svedesi		
1936	1514	1633	— 119
1937	2000	2123	— 123
1938	1843	2082	— 239

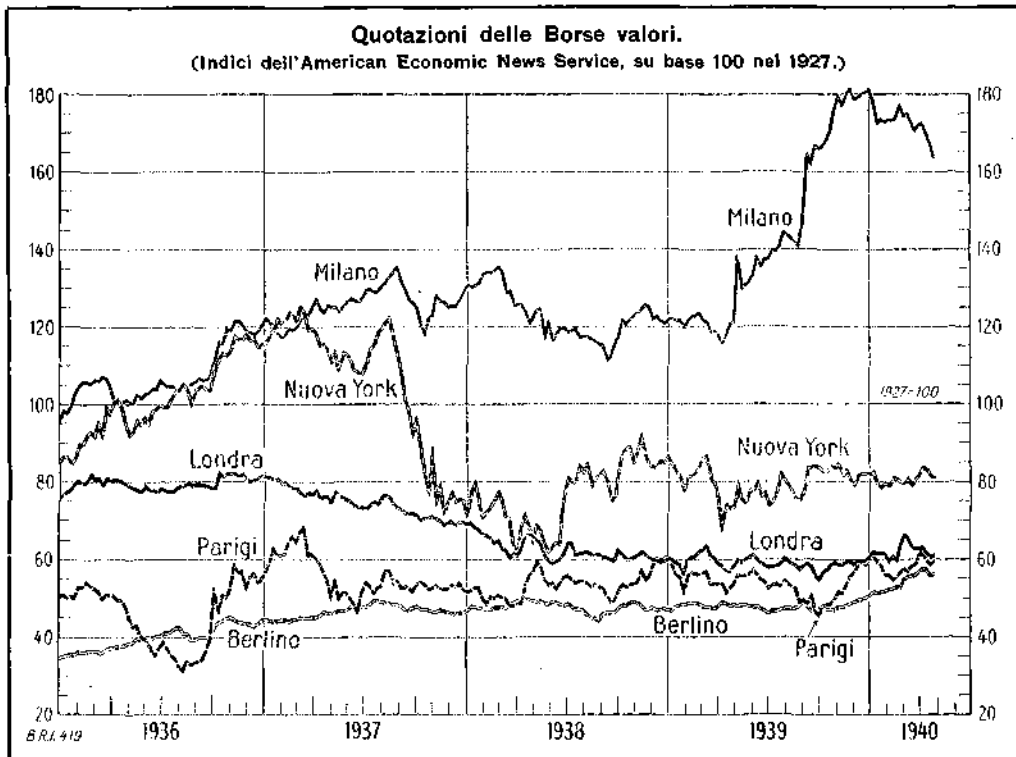
quando nel 1938 si produsse il ristagno sui mercati mondiali. Sorse in Svezia il timore che cominciasse la fase di depressione dell'ordinario ciclo economico, eppure neanche tale sfavorevole influenza proveniente dall'estero poté

rallentare il progresso in Svezia; a tale proposito va ricordato che le spese militari svedesi aumentarono con ritmo più lento che non nella maggior parte degli altri paesi. Sembrerebbe potersi concludere che la Svezia sia riuscita a mantenere un sano equilibrio fra costi e prezzi, compresi i salari ed il costo dei capitali, col risultato che gli investimenti in abitazioni ed altre forme di capitale fisso si mantennero in cospicue dimensioni.

In altri paesi d'Europa — salve poche eccezioni — le spese militari aumentarono in ragione crescente. E' vano porsi la questione se tali spese pubbliche abbiano disturbato piuttosto che favorito l'aumento generale dell'attività industriale che si rese visibile nei primi tempi del 1939. E' notevole fino a che punto l'intensificazione delle produzioni belliche in molti paesi si sia ad dimostrata compatibile coll'aumento degli investimenti privati come, per esempio, quelli nell'industria edilizia.

Lo scoppio della guerra avvenne in un momento in cui l'attività economica, nella maggior parte dei paesi, stava entrando in una fase ascen-

dente, contrassegnata dall'aumento dei consumi, della produzione e degli investimenti; l'opinione degli ambienti d'affari, a parte i timori di una guerra, stava certamente orientandosi verso un maggiore ottimismo. Dal punto di vista psicologico, l'apprensione di una guerra esercitava un influsso deprimente non tanto sull'industria e sul commercio, quanto sulle borse valori, le cui quotazioni in molti paesi andarono calando fino all'agosto 1939.



Al principio della guerra le disposizioni del pubblico risparmiatore cambiarono improvvisamente: specie a Nuova York, s'ebbe un rialzo delle quotazioni nella prima metà del settembre, seguito da un indebolimento non appena le speranze di brillanti affari coi paesi in guerra cedettero il posto ad una valutazione più cauta delle prospettive.

La transizione dall'economia di pace a quella di guerra, che nel 1914-15 s'era effettuata gradualmente in obbedienza alla parola d'ordine "gli affari come al solito", fu invece accelerata, nell'autunno 1939, dalla messa in vigore quasi immediata di provvedimenti di vasta portata, per lo più già predisposti in precedenza. Tale preparazione, nonchè l'alto grado di liquidità sui mercati monetari, resero superflua, da un lato, la proclamazione di moratorie generali, come s'era fatto allo scoppio della guerra del 1914, ma, d'altro lato, costrinsero parecchi paesi ad imporre immediatamente restrizioni ai cambi e proibizioni d'importazione e d'esportazione per vaste categorie di merci, pro-

vocando ripercussioni importanti non solo sul commercio estero, ma anche sulle singole economie nazionali.

Le caratteristiche essenziali dell'economia di guerra, che furono minutamente analizzate durante e dopo l'ultima guerra e si sono ora nuovamente imposte all'attenzione, sono abbastanza semplici. Il problema fondamentale trae origine dal fatto che il fabbisogno dello Stato sale al doppio ed anche più, in un momento in cui scema la produzione effettiva di merci e servizi, a causa della mobilitazione e dei maggiori ostacoli al commercio estero. Un compenso parziale si trova nell'intensificazione del lavoro di coloro che rimangono dietro la fronte, nell'impiego di disoccupati, nel maggiore impiego di mano d'opera femminile fuori di casa, nel tralasciare la manutenzione e la sostituzione di impianti non direttamente utilizzabili per la guerra. Inoltre, le riserve di mezzi di pagamento all'estero — oro, cambi o titoli esteri — possono venire utilizzate per rimediare alle deficienze d'esportazione o d'altro genere che influiscono sulla bilancia dei pagamenti. Poichè, peraltro, nessun paese desidera prelevare sulle sue riserve di capitali più di quanto inevitabile, ogni sforzo viene rivolto a mantenere le esportazioni al livello più alto possibile. Senonchè, l'attività delle industrie esportatrici presuppone l'autorizzazione a disporre di mano d'opera e di materie prime e, pertanto, rientra nel quadro dell'organizzazione della guerra, dipendente dai poteri discrezionali delle autorità. Economicamente il problema consiste nel migliore impiego di risorse limitate, in vista di un unico scopo supremo che non si può raggiungere senza abbassare il tenore di vita della popolazione. Dal punto di vista finanziario, vari metodi s'offrono allo Stato per assicurarsi la disponibilità delle risorse occorrenti: inasprimenti fiscali, prelevamenti sull'autentico risparmio, mobilitazione di averi all'estero, altre forme di requisizione ed infine l'inflazione. Naturalmente dappertutto si riscontra la preoccupazione di evitare l'inflazione. Il seguente brano della relazione annuale della Banca del Canada mostra tipicamente la preoccupazione generale a questo riguardo: "Ricordando gli effetti delle misure di carattere inflazionistico, prese durante e dopo la guerra 1914-18, parecchi governi hanno manifestata la determinazione di adoperarsi in ogni modo possibile per evitare che si ripeta l'inflazione durante il conflitto attuale. Se ad un paese, in cui tali sforzi siano fatti, arriderà il successo, ciò dipenderà in gran parte indubbiamente dall'aver il pubblico compreso che i sacrifici diretti sono più equi ed a lungo andare meno onerosi che non qualsiasi altro metodo per risolvere i problemi di una guerra."

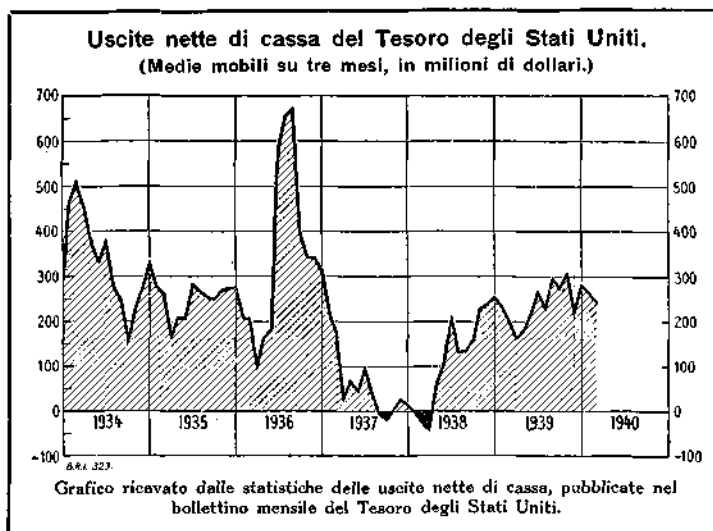
In vari paesi, considerati individualmente — e non soltanto paesi belligeranti, ma anche paesi neutrali in Europa — l'ammontare delle spese statali è aumentato rapidamente a partire dall'autunno 1939, suscitando urgenti problemi di finanziamento dei disavanzi mediante provvedimenti fiscali e prestiti,

In Svizzera, per esempio, il bilancio del 1938 si è chiuso con una cifra di spese di 518 milioni di franchi svizzeri, quello del 1939 con 633 milioni mentre si ritiene che le spese per la mobilitazione dal settembre 1939 alla fine di giugno 1940 saliranno a 2500 milioni, cioè a un dipresso la stessa cifra delle spese totali di mobilitazione dei quattro anni 1914-18. Gli attuali strumenti di guerra sono assai più costosi di quelli della guerra precedente e anche se l'efficienza industriale, nell'interno del paese, è aumentata forse di 25 a 50%, grazie ai progressi tecnici e ad una più sviluppata industrializzazione, lo sforzo richiesto dalle finanze di guerra e dalla mobilitazione è formidabile. Più o meno in ogni paese si discute il problema: come è possibile restringere i consumi privati per lasciare disponibili maggiori risorse a fronte dell'immenso fabbisogno dello Stato?

La guerra del settembre 1939 è cominciata prima che i debiti della guerra precedente fossero stati riscattati, di modo che certi paesi entrarono in guerra con un debito pubblico equivalente o superiore al reddito nazionale di un anno. Le aliquote fiscali furono elevate a livelli mai prima raggiunti, ma neppure questo bastò, fuor che in pochi paesi d'Europa, a far fronte coi soli proventi fiscali, nei primi sei mesi di ostilità, a più di metà delle spese totali. Le somme che occorre prendere a prestito sono grandi ed i capitali che in passato si dirigevano verso investimenti di carattere privato sono ora richiesti dallo Stato. Ne soffre l'industria edilizia verso la quale, in questi ultimi anni, s'indirizzava principalmente il risparmio e che assorbiva, in parecchi paesi, una buona metà dei nuovi capitali fissi. Nel periodo dal 1914 al 1918 l'attività di tale industria decrebbe in Gran Bretagna di circa 40%, e si ritiene che nelle circostanze attuali la diminuzione sarà almeno altrettanto forte. L'arresto di tanta parte delle costruzioni produce naturalmente, sull'economia nazionale, un'influenza deprimente la quale annulla in parte l'influenza espansionistica, visibile specialmente nelle industrie belliche, che nasce dal fatto che lo Stato spende più di quanto introita. Dal punto di vista finanziario, la devoluzione allo Stato di risparmio che in passato veniva messo a disposizione dell'edilizia, dà origine a poche difficoltà, ma, dal punto di vista economico, il trasferimento di mano d'opera dall'industria edilizia, ove i salari sono in genere relativamente alti, ad altri settori, ove essa è generalmente meno remunerata, non è cosa semplice (a parte le difficoltà che presentano, specialmente per la mano d'opera specializzata, il cambiamento di mestiere e il trasferimento di domicilio). Il caso dell'industria edilizia fornisce un buon esempio dell'interferenza che esercitano scambievolmente gli adeguamenti finanziari e quelli economici; esso illustra anche la differenza fra le economie di guerra in Europa e l'economia di pace degli Stati Uniti, inquantochè non può essere dubbio che la tendenza degli affari in America dipenderà in gran parte dall'andamento dell'industria edilizia.

E' vero ed è ovvio che l'affluenza d'ordinazioni da parte dell'Europa influirà, negli Stati Uniti, sulle industrie belliche e su altre, come le fabbriche di utensili e di macchinari, e che svariati prodotti saranno esportati verso molti paesi, tra i quali quelli dell'America latina potranno assumere un'importanza speciale. Può darsi che tale incremento del commercio d'esportazione degli Stati Uniti sia tutt'altro che trascurabile: nella misura in cui gli acquirenti pagheranno mediante le disponibilità ottenute sul mercato americano colle vendite d'oro o in altri modi, è probabile che s'acceleri la ripresa economica prodotta dal commercio d'esportazione. Ma anche tenendo conto di ciò, non può pensarsi che l'economia degli Stati Uniti, con un reddito nazionale d'oltre 70 miliardi di dollari, possa dipendere dal ritmo dello sviluppo delle esportazioni, se queste, nei sei mesi terminati col febbraio 1940, ammontarono complessivamente a circa 2 miliardi di dollari, contro 1,5 miliardi nei sei mesi corrispondenti del biennio 1938-39. Il fatto che il culmine della prima ondata d'esportazioni dopo lo scoppio della guerra sia stato raggiunto già nel dicembre 1939, sembrerebbe indicare che le ordinazioni belliche hanno un'influenza limitata e che l'economia americana continua ad essere essenzialmente un'economia di pace.

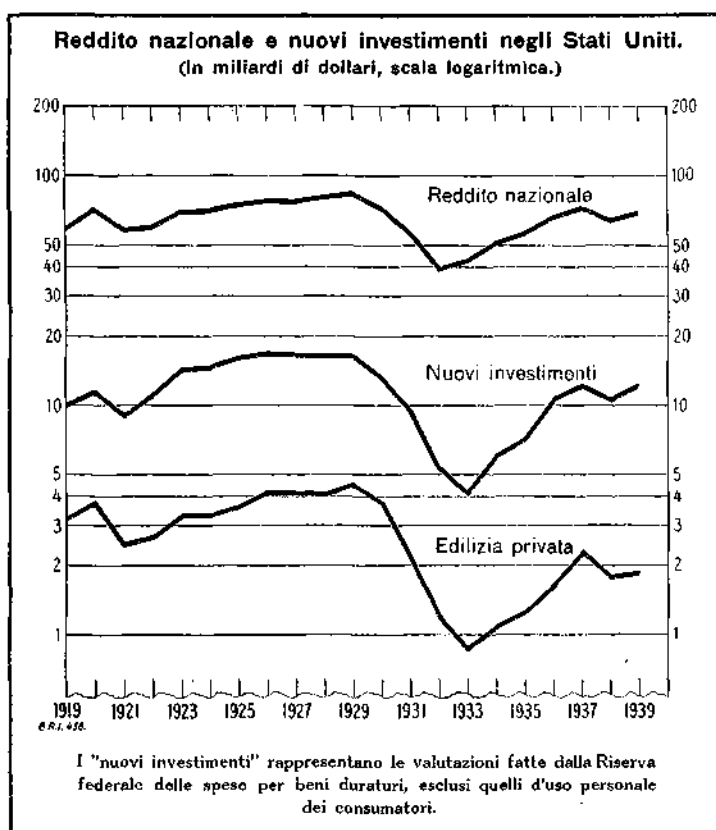
Le spese statali degli Stati Uniti per la difesa nazionale passarono da 1140 milioni di dollari nel 1938-39 ad una cifra prevista in 1359 milioni nel 1939-40; per l'esercizio 1940-41 l'onere è stato originariamente previsto in 1539 milioni, cifra alla quale però sono stati successivamente aggiunti dei crediti per oltre 1 miliardo di dollari. Tutti questi aumenti interessano soprattutto le stesse industrie che si trovano ad essere favorite da ordinazioni europee e sono pertanto destinati a rendere ancora più sensibile un punto debole caratteristico dell'economia americana. Essendosi progettata, per l'esercizio 1940-41, una riduzione delle spese ordinarie per sussidi, il saldo passivo finale non dovrebbe



risultare aumentato di tanto, di quanto aumentano le spese per la difesa nazionale. L'esperienza ha però dimostrato che le misure monetarie, quali il deprezzamento del dollaro, il denaro a buon mercato e le spese allo scoperto, non sono sufficienti in sè stesse per consolidare la prosperità e

neppure per favorirla. L'effetto di tali provvedimenti può essere durevole soltanto in quanto essi, insieme con altri fattori di carattere economico, influenzino l'afflusso permanente dei capitali privati verso investimenti in capitali fissi ed abitazioni.

Il processo di formazione di capitali, raffigurato nel grafico, mette in evidenza soltanto il loro valore e vi è da chiedere se non occorra apportare delle correzioni corrispondenti alle variazioni dei prezzi, allorquando si confronta, per esempio, la tendenza del 1939 con quella degli anni 1926-29. I prezzi americani



all'ingrosso erano, nel 1939, inferiori di circa 20% a quelli del 1929, mentre i salari erano da 10 a 20% superiori e, stando a certi indici del costo delle costruzioni, sembra che il livello di questo ultimo nel 1939 sia lo stesso di quello del 1929, nonostante la contrazione del volume dei nuovi investimenti. Si è molto discusso recentemente se convenga attribuire la diminuzione dei capitali di nuova formazione, nella terza decade del secolo in corso, alla maggiore maturità

dell'economia americana; la tesi è che, dato lo sfruttamento sempre più vasto delle risorse naturali, reso possibile dall'eliminazione delle frontiere interne e data la diminuzione del tasso d'accrescimento della popolazione in seguito all'arresto dell'immigrazione, debba attendersi che l'aumento dei capitali dovuto all'iniziativa privata sia meno rapido. Si asserisce che l'insieme degli impianti, fabbricati e macchinari corrisponda attualmente più dappresso alle occorrenze e se ne conclude che la forza d'espansione sia minore. Un'altra opinione sulla situazione si ricava invece dal confronto con alcuni tra i "vecchi" paesi dell'Europa, nei quali le frontiere interne sono da lungo tempo scomparse. Nel Regno Unito, in Svezia ed in Svizzera, si è già detto, metà dei nuovi investimenti lordi con-

siste in abitazioni, mentre queste ultime, negli Stati Uniti, rappresentano appena un quarto della cifra corrispondente, perfino negli ultimi anni scorsi in cui l'incremento totale degli investimenti americani fu basso. Ci sarebbe da aspettarsi che, in un'epoca in cui le nuove costruzioni stradali, gli impianti di energia, lo sviluppo delle fabbriche d'automobili o la costruzione di autostrade hanno meno bisogno di fare appello al risparmio, quest'ultimo dovesse maggiormente venire impiegato per migliorare le abitazioni. Grande attenzione si presta negli Stati Uniti alla possibilità di sviluppare l'industria edilizia, specialmente nel settore delle abitazioni a buon mercato, per le quali i costi di fabbricazione e le condizioni di finanziamento rivestono particolare importanza. In mercato contrasto con le tendenze manifestatesi durante il breve periodo di febbrile attività economica 1936-37, la ripresa verificatasi nell'autunno del 1939 fu caratterizzata dallo scarso aumento del costo della mano d'opera.

I paesi dell'America latina e gli altri paesi produttori di materie prime — che insieme con gli Stati Uniti rappresentano circa la metà della capacità produttiva del mondo — risentono relativamente poco degli spostamenti prodotti dalla guerra; ottengono, anzi, prezzi generalmente più alti per i loro prodotti d'esportazione. Le riserve monetarie di questi paesi furono rafforzate nell'inverno del 1939-40 ed anche le quotazioni delle loro obbligazioni emesse all'estero sono migliorate. Se sarà ancora possibile, durante la guerra, di parlare di un mercato mondiale o di un livello dei prezzi delle merci in oro, bisognerà riferirsi alle condizioni esistenti all'infuori dei mercati europei più o meno perturbati. Anche se non si può dividere esattamente in due metà distinte il mondo, che i mezzi di comunicazione moderni hanno reso così intimamente intercollegato, rimane una considerevole differenza fra le economie relativamente libere dei paesi d'oltre oceano e le condizioni di quegli altri paesi, per la maggior parte in Europa, i quali, per contingenze attuali, tendono verso un crescente controllo della produzione, del commercio interno ed internazionale e dei prezzi delle merci.

Un problema al quale non si sfugge a questo proposito è quello di ricercare fino a quale punto il sistema ordinario, in cui lo stimolo all'attività economica è offerto dall'aumento dei prezzi e dei salari, possa essere sostituito da un'organizzazione più diretta della produzione. Nella guerra del 1914 fu lasciata libera azione al consueto meccanismo dei prezzi col suo effetto stimolante sull'attività economica e quello restringente sui consumi, ma il risultato fu l'inflazione. In pratica, è probabile che si debba trovare qualche compromesso fra il controllo diretto e lo stimolo mediante maggiore remunerazione, ma non occorre che il compromesso sia necessariamente lo stesso nei vari paesi. Per quanto riguarda le merci importate, bisognerà generalmente pagare il "prezzo economico", sebbene in molti paesi i governi

concederanno sussidi (accompagnati o meno da razionamenti) per diminuire il prezzo delle merci importate, con vantaggio immediato del consumatore.

Il sistema del controllo diretto è stato applicato anche sui mercati del denaro e dei capitali. La guerra del 1914 sopravvenne dopo un lungo periodo di crescente domanda di capitali e crescenti tassi d'interesse, i quali continuarono a salire durante la guerra. La guerra attuale è sopravvenuta dopo anni di denaro a buon mercato e, almeno finora, il denaro è rimasto a buon mercato nonostante la guerra. L'accantonamento del risparmio in vista del fabbisogno dello Stato si effettua, anziché mediante elevamento dei tassi d'interesse, mediante restrizioni alla facoltà di prestare denaro per altri scopi; contemporaneamente il razionamento delle merci, in quanto diminuisce le possibilità di spendere, favorisce probabilmente l'afflusso del risparmio privato nelle casse pubbliche. Alla fine di aprile del 1940 soltanto in quattro paesi il saggio di sconto si trovava ad essere più elevato di quello dell'estate del 1939: in Svezia di $\frac{1}{2}$ %, nei Paesi Bassi e in Norvegia di 1 % e in Danimarca di 2 %. In questi quattro paesi, come nella maggioranza degli altri, è aumentata la circolazione di biglietti in aderenza alla domanda di contante da parte del pubblico, preoccupato di conservarlo per ogni occorrenza. Si è anche fatta sentire una domanda più genuina di credito — a parte il fabbisogno urgente dello Stato — in relazione agli aumentati pagamenti in contante per merci importate, per il mantenimento di riserve di magazzino e per il finanziamento di nuovi impianti e macchinari, specialmente nelle industrie belliche.

Il commercio estero va svolgendosi sempre più sulla base del pagamento in contante. La legislazione americana basata sul principio colà detto "cash and carry", risponde in realtà ad una tendenza generale, rafforzata dalla diffusione del metodo delle compensazioni tra Stati, nonché, come è ovvio, dalla situazione di generale incertezza. Naturalmente l'oro è cresciuto d'importanza come mezzo universalmente accettato per liquidare i saldi internazionali; questa evoluzione nei metodi di pagamento internazionale si riflette in certa misura nell'attività della Banca dei regolamenti internazionali. Tra paesi politicamente collegati, come, per esempio, tra le colonie e la rispettiva madre-patria, permangono naturalmente relazioni creditizie normali, come pure tra le filiali estere e le rispettive ditte madri in patria. Vanno menzionati anche i crediti concessi in base ad accordi speciali, come quelli della Export-Import Bank degli Stati Uniti, la quale si trova in grado di prestare denaro a lungo termine, utilizzando fondi provenienti da enti pubblici. Su scala più ridotta, la Banca dei regolamenti internazionali ha continuato a provvedere speciali crediti di carattere commerciale e a rimborso sicuro; a questo proposito si è lieti di riprodurre il seguente brano contenuto nella relazione annuale della Banca nazionale svizzera: "Grâce à la collaboration des banques d'émission avec la

Banque des règlements internationaux, la Banque nationale a pu obtenir de cet établissement des avances en monnaies étrangères qu'elle a cédées aux exportateurs contre remise d'une couverture appropriée. Comme l'exportateur transformait immédiatement en francs suisses, au cours du jour, le montant du prêt libellé en devises et qu'il se servait, pour rembourser la Banque nationale, de la monnaie étrangère reçue en règlement de sa facture, il évitait le risque de change".

Lo scoppio delle ostilità ha posto fine agli affari fra i paesi che si trovano in guerra tra di loro. Le legislazioni proibenti il commercio col nemico ed altri vari provvedimenti per la guerra economica, annunciati dalle nazioni belligeranti, hanno ridotto, ovvero arrestato gli affari in parecchie altre direzioni. La politica della Banca dei regolamenti internazionali ha consistito e consiste nel confinare rigorosamente le sue attività alle operazioni circa le quali non sia possibile obbiettare che esse conferiscano vantaggi economici o finanziari ad alcuna nazione belligerante. Nel dicembre fu inviata, a tutti i clienti, una lettera esponente i principî che la Banca si è sentita in obbligo di rispettare, lettera che è stata da tutti approvata in quanto espressione di una politica di scrupolosa neutralità.

II. I CAMBI, IL COMMERCIO INTERNAZIONALE E I PREZZI.

1. I CAMBI.

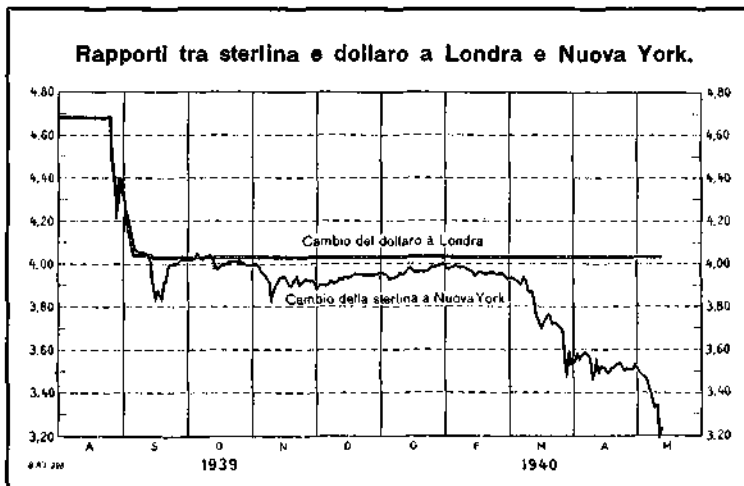
Nella cronaca dei mercati dei cambi, come in quella d'altri settori dell'economia, l'acuta tensione internazionale, sboccata nella guerra in settembre, divide l'anno 1939 in due periodi distinti. I primi sette mesi e mezzo furono caratterizzati da una notevole stabilità; non era accaduto dal 1931 in poi che le monete principali del mondo e quelle che da loro dipendono, subissero così piccole oscillazioni. Le poche eccezioni, come quelle della Cina e del Perù, non invalidano la regola generale, la quale s'è imposta a dispetto dei grandi movimenti internazionali di danaro, causati in particolare dal rimpatrio di capitali in Francia e dal continuo trasferimento di disponibilità liquide negli Stati Uniti. Nei paesi non sottoposti al controllo dei cambi, il mercato ha mantenuto, in vista delle circostanze sfavorevoli, un alto grado di liquidità di fronte all'estero, grazie all'intervento delle banche centrali e dei fondi per i cambi. Ma in agosto la tensione divenne troppo grande e, nel corso di pochi giorni, l'aspetto dei mercati dei cambi mutò completamente. Non più sostenuta, la sterlina perdette 14 % in confronto al dollaro, trascinando seco valute estere ad essa collegate. Nel settembre 1939, tanto nel Regno Unito quanto in Francia, fu introdotto il controllo dei cambi e nei mesi successivi altre monete, fino allora libere, furono assoggettate ad analoghi provvedimenti. Alla fine di marzo del 1940, quattro sole fra le principali monete del mondo rimanevano libere da regolamentazioni statali: il dollaro, il belga, il fiorino ed il franco svizzero.

La stabilità della sterlina, mantenuta quasi dal principio del 1939 fino all'ultima settimana di agosto, fu conseguita grazie all'intervento del Fondo di perequazione dei cambi: per la prima volta dal 1931 questa moneta si è trovata rigidamente ancorata al dollaro ad una quota contenuta, fino al 25 agosto, tra $\$4,68\frac{1}{4}$ e $\$4,68\frac{1}{2}$. Essa però non è andata esente da pressioni dovute alla sfavorevole bilancia dei pagamenti (sulla quale hanno gravato le importazioni supplementari di materiale bellico); alla persistente depressione economica nei paesi dell'area della sterlina che producono materie prime; all'esodo delle riserve tenute a Londra da banche centrali; al rimpatrio di capitali in Francia ed al trasferimento a Nuova York di fondi appartenenti agli emigrati politici. Uno degli scopi che si erano avuti di mira nell'ancorare la sterlina al dollaro fu quello di eliminare l'incentivo che presenta, per la speculazione dell'estero, una moneta slittante. Alle autorità monetarie è stato facilitato il compito col divieto di emissioni a favore dell'estero, ripristinato nel dicembre 1938 e con i provvedimenti del gennaio 1939 comportanti restrizioni non ufficiali alla speculazione sull'oro

e sui cambi, specialmente quando mossa da fattori politici. Inoltre, le riserve di mezzi di pagamento internazionali a disposizione del Fondo di perequazione dei cambi sono state arricchite mediante il prelevamento, dalla Banca d'Inghilterra, d'oro per 350 milioni di sterline, valutato al prezzo corrente.

Così armato, il Fondo ha fatto fronte ad ogni domanda di divise sul mercato dei cambi a pronti e si è detto che esso abbia anche operato sul mercato dei dollari a termine, allo scopo di stabilizzare lo sconto sulla sterlina a termine ad un saggio corrispondente alla differenza fra i tassi d'interesse a breve termine a Londra e a Nuova York. In primavera, venuti a scadere i riporti sull'oro, che furono in parte sostituiti da riporti su valute estere o su oro ad Amsterdam, la liquidazione dei rimanenti, che le restrizioni officiose non permisero di rinnovare, contribuì a sostenere la sterlina. Inoltre, alla fine di giugno e nei primi giorni di luglio, il movimento del denaro a breve termine è stato avverso al dollaro, avendo il Senato americano per un momento rifiutato di prorogare l'esistenza del Fondo americano di stabilizzazione dei cambi. Peraltro, in uno sguardo d'insieme al primo periodo qui considerato, appare continua la pressione contro la sterlina. Il riflusso di capitali dal mercato di Londra alla Francia, che cominciò nel novembre 1938 ed è continuato, dopo una breve interruzione allo scoppio della guerra, fino alla fine dell'anno, si è accentuato nei periodi di crisi politica, al pari della fuga verso Nuova York dei capitali appartenenti agli emigrati politici. Col crescere della tensione politica, dopo la metà dell'agosto, la domanda di divise al Fondo di perequazione dei cambi ha raggiunto cifre valutate in oltre 10 milioni di sterline al giorno. Il 24 agosto, il saggio di sconto della Banca d'Inghilterra passò da 2 a 4% ed il giorno successivo il Fondo di perequazione dei cambi si ritirò dal mercato per lasciare alla sterlina la libertà di trovare il suo livello naturale. In una sola giornata il cambio del dollaro passò da \$4,68 a \$4,40 per raggiungere \$4,27 alla fine del mese. Il 26 agosto fu imposto ufficialmente il divieto alle operazioni sui titoli esteri ed a seguito della dichiarazione di guerra dell'Inghilterra, la domenica 3 settembre, il giorno appresso fu istituito il controllo dei cambi in base alle disposizioni della legge di difesa finanziaria.

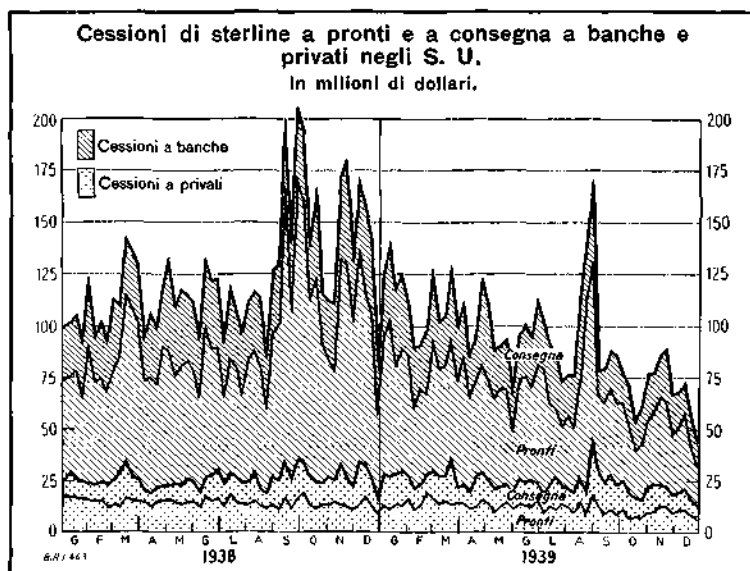
Il controllo dei cambi limita le operazioni a quelle compiute da banche e banchieri autorizzati, stabilisce le condizioni alle quali è permesso di acquistare divise, specifica le condizioni del commercio dell'oro e autorizza la Banca d'Inghilterra a stabilire cambi ufficiali per le valute estere. La Banca fissò da principio, per il dollaro, il cambio di \$4,06 denaro e \$4,02 lettera; alla metà di settembre il primo fu modificato in \$4,04 e, al principio di gennaio 1940, fu rialzato ancora a \$4,03 $\frac{1}{2}$ mentre il cambio lettera fu abbassato a \$4,02 $\frac{1}{2}$. Sui mercati liberi d'altri paesi il cambio della sterlina è determinato dal giuoco quotidiano della domanda e dell'offerta. L'offerta su questi mercati liberi



proviene da due origini: 1) disponibilità nel Regno — praticamente tutte già ivi esistenti prima della guerra — appartenenti a persone residenti fuori del Regno Unito, le quali hanno facoltà di cederle, nel Regno o fuori; 2) nuovi fondi di

pertinenza estera creati da pagamenti all'estero in sterline per merci importate nel Regno Unito. La domanda proviene da nominativi dell'estero i quali debbono effettuare pagamenti in sterline e non sono impediti dall'eseguirli in sterline "libere" dall'esistenza di accordi di compensazione o altri del genere, fra il loro rispettivo paese e il Regno Unito. Quando le esportazioni dal Regno Unito sono pagate in sterline acquistate sul mercato libero, il Fondo britannico dei cambi non riceve divise estere; per diminuire l'efflusso di valute estere che indirettamente ne deriva, si è cercato di estendere il regime degli accordi di compensazione e di limitare le vendite di merci britanniche contro sterline acquistate sui mercati liberi. Una modifica apportata, nel marzo 1940, alla regolamentazione dei cambi rende obbligatorio, per gli esportatori di certe categorie di merci prodotte nei paesi dell'area della sterlina controllata (whisky, pelliccie, stagno, gomma, juta e suoi manufatti) verso determinati paesi (Belgio, Olanda, Svizzera, America settentrionale e meridionale, esclusi il Canada, l'Argentina e l'Uruguay) di insistere per il pagamento in valuta estera o in sterline acquistate al cambio ufficiale da parte dei loro clienti. Il Canada e l'Australia hanno preso provvedimenti analoghi, estendendoli anzi a tutte le esportazioni verso paesi che non siano nell'area della sterlina.

Sui mercati ove è libera, la sterlina ha subito sensibili fluttuazioni; il suo corso è sceso rapidamente nel marzo 1940, giungendo a \$3,50 in aprile e cedendo ancor più in maggio. Ma questi mercati liberi concorrono, nell'insieme dei pagamenti in sterline, soltanto per una piccola parte che è stata stimata a 10% verso la fine del 1939. Come si rileva dal grafico alla pagina seguente, il totale delle vendite di sterline da parte di banche e banchieri negli Stati Uniti (principalmente sul mercato di Nuova York) è sceso da un livello medio di più di 100 milioni di dollari alla settimana nei primi otto mesi del 1939 a circa 60 milioni di dollari per settimana dopo l'entrata in vigore delle restrizioni.

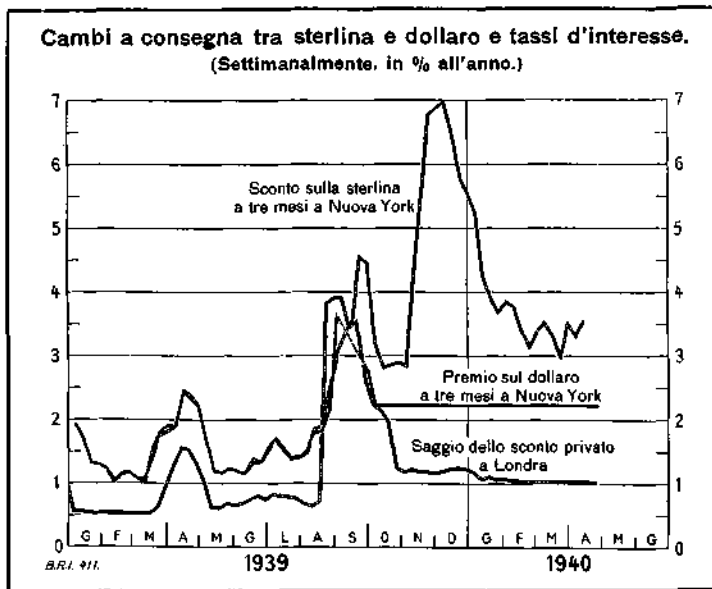


Queste ultime hanno colpito particolarmente le vendite da banca a banca; per contro sono aumentate le vendite delle banche alla clientela non bancaria, che per la maggior parte costituisce il destinatario finale dei cambi; tale aumento è avvenuto durante il periodo del deprezzamento della sterlina, alla fine d'agosto, e durante il declino del cambio libero alla metà di settembre. Le cifre comprendono, peraltro, non solo le vendite al cambio del mercato libero, ma anche le vendite da parte di banche americane a loro clienti, per le quali occorre procurarsi sterline al cambio ufficiale.

Il giuoco del mercato libero ha evitato al controllo londinese la necessità di bloccare i saldi di pertinenza estera sul mercato britannico, pur non consentendone il trasferimento al cambio ufficiale. Infatti, i possessori esteri di disponibilità in sterline hanno facoltà di realizzarle, ma soltanto ad un cambio sfavorevole. Confrontando la situazione di Londra nel 1914 con quella nel 1939, si osserva che nel 1914 i mezzi liquidi di pagamento all'estero, esistenti nella Gran Bretagna, consistevano in oro per 38 milioni di sterline alla Banca d'Inghilterra, in monete d'oro circolanti per circa 120 milioni di sterline ed in un importo almeno equivalente di accettazioni a breve termine, stilate in sterline e domiciliate su piazze estere, importo che si ritiene essere stato almeno eguale a quello dei debiti a breve termine, in sterline, verso l'estero.

Allo scoppio della guerra, nel 1939, l'insieme delle riserve auree della Banca d'Inghilterra e del Fondo di perequazione dei cambi era valutato (nel bollettino della Riserva federale del dicembre 1939) a circa 500 milioni di sterline, cioè assai più che non nel 1914; inoltre, l'esodo di capitali in massa nel 1938 e nei primi sette mesi del 1939 aveva indubbiamente ridotto il volume totale dei fondi instabili su quel mercato; ma, in mancanza di maggiori informazioni, non si può dire quale sia stato l'effetto di questa riduzione sul saldo netto delle disponibilità a breve termine del mercato di Londra sull'estero. Nel settembre 1939, quasi tutto l'oro detenuto dalla Banca d'Inghilterra è stato trasferito al Fondo di perequazione dei cambi, divenendo in tal modo direttamente disponibile.

Poichè i fondi a breve termine a Nuova York continuarono a non fruttare praticamente interesse durante l'anno in corso, lo sconto sulla sterlina a termine (premio sul dollaro) può venire confrontato col tasso d'interesse a Londra. A tale scopo si presterebbe più vantaggiosamente il saggio d'interesse sui depositi bancari a tre mesi, il quale è generalmente più elevato dello sconto; ma non si dispone di una serie di quotazioni di tali saggi. Il grafico permette di rilevare che lo scarto fra i tassi del termine e dell'interesse è passato da meno di $\frac{1}{2}\%$



in marzo a quasi 1% in aprile 1939, epoca in cui la sterlina soggiacque ad una forte pressione, nonostante si sapesse che il controllo britannico effettuava operazioni di riporto. Il grafico mostra anche chiaramente gli effetti del controllo dei cambi sul mercato di Londra a termine: a Londra le operazioni autorizzate si eseguiscano a premio fisso;

a Nuova York le previsioni della speculazione determinano le condizioni del ristretto mercato libero. Lo sconto durante il periodo di debolezza del cambio libero a pronti, in novembre, produsse una reazione molto più violenta sul mercato a termine che non quella durante l'assai più sensibile declino del marzo 1940.

Fintantochè il cambio tra la sterlina ed il dollaro si mantenne stabile mercè l'intervento del Fondo di perequazione dei cambi, anche le varie monete dell'area della sterlina rimasero stabili rispetto all'oro. Esisteva perciò una relazione fissa fra tali monete — tutte ancorate alla sterlina in virtù dei legami, sia commerciali, sia finanziari, esistenti nell'Impero — e le monete aeree facenti capo al dollaro. Deprezzatasi, nell'agosto 1939, la sterlina, non tutte le monete dell'area ne seguirono le sorti: alcune mantennero invariato il rapporto alla sterlina, altre se ne staccarono per ancorarsi al dollaro; e vi furono anche cambiamenti d'altro genere. Nella tabella che segue si è fatto un tentativo di esporre quanto più chiaramente possibile la diversità dei movimenti dei cambi in rapporto alla sterlina e al dollaro; è necessario avvertire tuttavia che, data l'esistenza di differenti cambi per la sterlina sul mercato ufficiale

Variazioni percentuali nel valore delle monete dell'area della sterlina.

Paese	Cambio a Londra contro £				Cambio a Nuova York contro \$ in \$ per unità monetaria estera		
	Quantità di moneta nazionale per £ salvo diversa indicazione	24 agosto 1939	30 dicembre 1939	Variazioni percentuali	24 agosto 1939	30 dicembre 1939	Variazioni percentuali
Impero britannico							
Australia	100 £ a	125.0.0	125.0.0	—	3,74 1/2	3,16 5/8	— 15,5
India britannica .	per rupia	17 15/16 d.	18 d.	+ 0,3	0,3502	0,3020	— 13,8
Eire.	100 £	100.0.0	100.0.0	—	4,68 1/8	3,95 3/4	— 15,5
Nuova Zelanda . .	100 £ n. z.	124.7.6	124.7.6	—	3,77 1/4	3,19	— 15,4
Stab. dello Stretto	per \$ degli S.S.	28 1/8 d.	28 3/16 d.	+ 0,2	0,5497	0,4656	— 15,3
Unione dell'Africa del Sud	100 £ s. a.	100.5.0	100.5.0	—	4,67 1/2	3,94 3/4	— 15,6
Fuori dell'area della sterlina							
Canada (e Terranuova)	\$ can.	4,68 1/2	4,45 1)	+ 5,3	0,99 5/16	0,88 3/4	— 10,6
Hong Kong	per \$ H. K.	14 3/8 d.	15 d.	+ 2,6	0,2847	0,2472	— 13,2
Altri paesi dell'area della sterlina							
Francia	Fr. franc.	176 23/32	176 1/2	+ 0,1	0,0264 15/16	0,0224 5/8	— 15,2
Egitto	100 £ eg.	97 1/2	97 1/2	—	4,80 1/8	4,05 7/8	— 15,5
Danimarca	Cor. dan.	22,40	20,38	+ 9,9	0,2090	0,1933	— 7,5
Norvegia	Cor. norv.	19,90	17,70 1)	+ 12,4	0,2351 1/8	0,2273	— 3,3
Svezia	Cor. sved.	19,40	16,90 1)	+ 14,8	0,2413 1/2	0,2383	— 1,3
Finlandia	Markka	226 5/8	210	+ 7,9	0,02065	0,02	— 3,1
Estonia	Cor. est.	17 3/4	16 1/8	+ 10,1	0,2574	0,2381	— 7,5
Lettonia	Lat	24 3/4	20 1/2	+ 17,1	0,1891	0,1930	+ 2,1
Portogallo	Escudo	110 3/16	108	+ 2,0	0,0428	0,0370	— 13,6
Grecia	Dracma	540	535	+ 0,9	0,0085 7/8	0,0073	— 15,0
Turchia	£ l.	5,83	5,10	+ 14,3	0,8029	0,7760	— 3,4
Jugoslavia	Dinaro	205	200 2)	+ 2,5	0,0231	0,0235	+ 1,7
Giappone	per Yen	14 d.	14 15/16 d.	+ 2,2	0,2731	0,2349	— 14,0
Argentina	Peso libero	20	17,75 1)	+ 12,7	0,2350	0,2275	— 3,2
Uruguay	per peso libero	18 1/2 d.	22 d.	+ 18,9	0,3775	0,3750	— 0,7
Bolivia	boliviano controllato	142 3/16	143 1/4	— 0,7	0,0329	0,0276	— 16,1

1) Cambi ufficiali (medi). 2) Cambio per i pagamenti commerciali.

NOTA — Si è tentato di trovare quotazioni tra loro comparabili per le varie monete dell'area della sterlina; ciò è riuscito possibile per quanto riguarda il confronto, alle due date, su di uno stesso mercato, mentre invece le quotazioni di una stessa moneta a Nuova York e a Londra, ad una stessa data, non sono sempre paragonabili.

Le quotazioni in sterline sono cambi fatti a Londra. Fuorchè per le monete dei Domini britannici, sono stati prescelti cambi medi, ogniqualevolta possibile; quando ad una delle due date soltanto un cambio offerto è stato quotato nominalmente, sono stati presi in considerazione soltanto cambi offerti. Nel caso del peso argentino, il cambio libero al 24 agosto è stato posto in confronto col cambio ufficiale a Londra al 30 dicembre.

Le indicazioni in dollari rappresentano cambi telegrafici di chiusura a Nuova York, qualora essi siano stati quotati. Il cambio della corona estone è ricavato dalle quotazioni del dollaro alla Banca d'Estonia; nei casi dell'Egitto, della Turchia e della Lettonia, i cambi sono stati calcolati in base al corso inverso a Londra.

Data l'impossibilità di confrontare le quotazioni di Londra con quelle di Nuova York, le percentuali di apprezzamento a Londra e deprezzamento a Nuova York, per talune valute, non corrispondono sempre alle percentuali di deprezzamento della sterlina durante il periodo indicato, nè a Nuova York (15,5%), nè a Londra (14%).

e sui mercati liberi, nonchè la quotazione di molteplici cambi per talune altre monete, la situazione è assai complessa.

Gli avvenimenti possono riassumersi come segue:

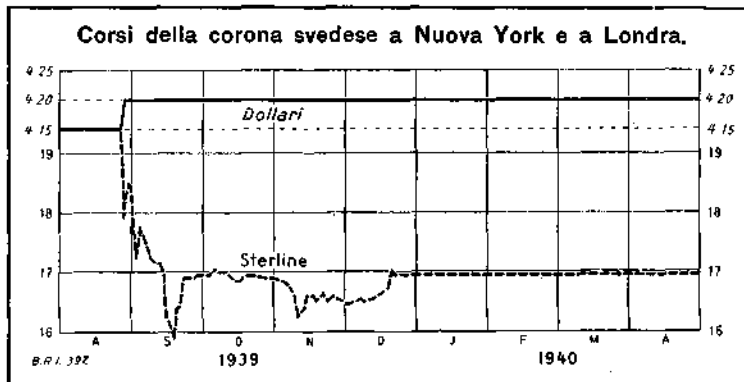
(1) Il collegamento con la sterlina è stato mantenuto nei paesi dell'Impero britannico appartenenti all'area della sterlina, nonchè in Francia, in Egitto e in Grecia. Nell'ambito dell'Impero britannico e cioè in tutti i Domini, colonie della Corona, dipendenze, paesi sotto mandato e protettorati (ad eccezione del Canada, di Terranuova e di Hong-Kong) la moneta circola, di fatto, liberamente ed è difesa, nei riguardi dell'estero, dalle restrizioni ai cambi. Nell'Egitto sono state introdotte restrizioni simili a quelle del Regno Unito. Inoltre, l'accordo monetario con la Francia ha istituito un rapporto fisso fra la sterlina e il franco.

(2) Il Canada, Terranuova e Hong-Kong, benchè appartenenti all'Impero britannico, non rientrano nell'area della sterlina, a causa delle loro strette relazioni commerciali e finanziarie con altri paesi; rispetto alla sterlina i primi due hanno deprezzato la loro moneta di 5,3 %, Hong-Kong di 2,6 %. Sul mercato libero di Nuova York i dollari canadese e di Hong-Kong hanno seguito le oscillazioni della sterlina, benchè con minore ampiezza. Il Canada e Terranuova hanno adottato un sistema completo di disciplina dei cambi; anche a Hong-Kong sono state introdotte alcune restrizioni.

(3) Il Giappone ha lasciato lo yen seguire la sterlina nel suo deprezzamento sul mercato di Londra, ma, dopo qualche esitazione, lo ha ancorato, in settembre, al dollaro al cambio di $\$0,23 \frac{7}{16}$, per evitare che esso seguisse le sorti della sterlina nei confronti delle valute auree.

(4) Analogamente, il Portogallo ha lasciato lo scudo seguire la sterlina sul mercato ufficiale, ma in novembre, durante il tracollo della sterlina libera sul mercato di Nuova York, lo ha ancorato al dollaro al cambio di 27,50 scudi per dollaro.

(5) Nei paesi scandinavi e baltici si sono verificati movimenti vari. La corona svedese è rimasta pressochè stabile rispetto al dollaro, con un piccolo



deprezzamento di 1,3 %; le valute norvegese e finlandese sono state deprezzate di circa 3 %, quelle danese ed estone di $7 \frac{1}{2}$ %. In settembre, le valute estone e lettone sono state

collegate alla corona svedese. Nei detti paesi vengono quotati cambi ufficiali per il dollaro ed in Svezia e Norvegia vengono anche fissati dei corsi per "sterline speciali" relative ad accordi di compensazione conclusi recentemente col Regno Unito. In Danimarca il controllo dei cambi stabilisce la quotazione della sterlina, benchè non vi sia alcun accordo commerciale col Regno Unito. In Finlandia lo scoppio delle ostilità ha creato una situazione speciale. Il marco finlandese si è deprezzato da circa 50 marchi per dollaro a 57 al principio di gennaio ed a 62 in febbraio. La Finlandia e la Svezia hanno applicato già fin dal principio della guerra talune restrizioni di portata limitata e di carattere non ufficiale cui ha fatto seguito, nel corso dell'inverno, un controllo completo dei cambi. Si può osservare che, per speciale disposizione, la Banca dei regolamenti internazionali è stata esentata dalle restrizioni svedesi alle operazioni su oro e di cambio.

(6) La Turchia ha permesso alla sterlina turca un certo deprezzamento nei confronti del dollaro: la moneta jugoslava si è disgiunta dalla sterlina alla fine d'agosto, ancorandosi al dollaro al cambio di 55 dinari.

(7) L'Uruguay, dopo il distacco dalla sterlina alla metà di settembre, ha fermamente ristabilito il valore della sua moneta rispetto al dollaro, mentre l'Argentina, anch'essa separatasi dalla sterlina in favore del dollaro, ha accettato, nelle quotazioni ufficiali, un leggero deprezzamento del peso, rispetto al dollaro, nella misura di circa 2,7%. Pertanto, dal 22 settembre 1939 in poi, esistono in Argentina quattro tipi di cambi: un cambio ufficiale denaro di 3,36 pezzi per dollaro; un cambio ufficiale lettera di 3,73 per merci indispensabili al consumo della nazione e all'attività industriale; un altro cambio ufficiale lettera di 4,23 per altre categorie di merci e servizi; infine il cambio libero, quotato in dicembre 1939 a 4,39 pezzi. I cambi corrispondenti rispetto alla sterlina si calcolano in base al cambio ufficiale inglese di \$4,02 per sterlina. In Bolivia il legame con la sterlina è stato spezzato e sostituito da quello col dollaro al momento del maggiore tracollo del cambio libero della sterlina a Nuova York in novembre; cosicchè alla fine dell'anno, con la ripresa della sterlina libera, il cambio ufficiale boliviano è risultato deprezzato rispetto ad entrambe le monete.

A partire dal maggio 1938 fino allo scoppio della guerra, il franco francese è stato mantenuto entro limiti ristretti in relazione alla sterlina; però le autorità francesi hanno consentito talune fluttuazioni, specialmente allorchè la sterlina, in tempo di crisi politiche, fu soggetta a pressioni. A differenza di Londra, il mercato di Parigi non possiede, da parecchi anni, fondi di pertinenza estera e il pubblico francese ha rimpatriato importanti capitali dall'estero, specialmente in periodi di tensione politica, quando la sterlina si indeboliva per effetto di forti esodi di fondi da Londra. Nel dicembre del 1938, il cambio del franco migliorò da 178,90 a 176,83 e poi oscillò, generalmente fra 176 e 177,

fino al tracollo della sterlina, cominciato il 25 agosto 1939, giorno in cui il franco raggiunse a $175 \frac{3}{16}$ il suo massimo valore rispetto alla sterlina. Allo scoppio della guerra il franco è stato assoggettato a restrizioni di cambio e ancorato alla sterlina sulla base media di $176 \frac{5}{8}$. Per mantenere questo rapporto il franco ha dovuto subire un deprezzamento rispetto al dollaro, passando, fra il 24 agosto e la metà di settembre, da 37,75 a 43,80 franchi per dollaro, cioè perdendo 14 % sul mercato ufficiale, mentre le quotazioni sul mercato libero a Nuova York rimanevano più basse.

Il controllo francese dei cambi, istituito dal decreto del 9 settembre, comporta un divieto generale dell'esportazione di capitali dalla Francia; l'autorizzazione a una serie di banche per l'acquisto di cambi; la limitazione alla sola Banca di Francia (successivamente all'Ufficio dei cambi) della facoltà di venderli; il controllo di tutte le operazioni su oro effettuate dalla Banca di Francia ed infine la cessione o dichiarazione degli averi all'estero da parte delle persone domiciliate in Francia anteriormente al 15 novembre, data che poi è stata riportata al 15 gennaio 1940. Le regolamentazioni dei cambi in Francia ed in Gran Bretagna sono state progressivamente coordinate in modo da rendere più facilmente acquistabili le sterline a Parigi ed i franchi a Londra, tranne il caso che i trasferimenti dall'uno all'altro mercato vengano ricercati allo scopo di contravvenire alle disposizioni esistenti nel primo d'essi. A Londra sono state prese disposizioni allo scopo di impedire che l'oro detenuto su quel mercato per conto di cittadini francesi sia venduto contro divise diverse dalla sterlina o dal franco. Infine, il 4 dicembre, un accordo economico anglo-francese ha assicurata l'immutabilità del cambio tra il franco e la sterlina fino a sei mesi dopo la conclusione della pace, nonché la possibilità di usare liberamente la moneta di ciascun paese nel territorio dell'altro e di poterla acquistare contro moneta nazionale senza dover ricorrere all'oro. Le sterline possedute dalla Banca di Francia possono venire utilizzate per pagare materie prime importate dall'Impero britannico; l'ulteriore fabbisogno della Francia in valuta inglese sarà fornito in contropartita dei franchi francesi ceduti al Regno Unito per le occorrenze del suo Corpo di spedizione in Francia e per i suoi acquisti nell'Impero francese. Inoltre, i due Governi hanno concordato di ripartire equamente tra loro le spese in oro e in dollari e di astenersi dal ricercare crediti o dal lanciare prestiti all'estero senza previo accordo. Infine, ciascuno dei due Governi si è impegnato a non imporre nuovi ostacoli alle importazioni dall'altro paese nell'intento di proteggere il proprio mercato, oppure di difendere la propria moneta.

Il rimpatrio di capitali francesi, cominciato su vasta scala nel novembre 1938, ha proseguito durante il 1939, ad eccezione di pochi giorni all'inizio della guerra in settembre. In conseguenza, le autorità monetarie francesi hanno potuto accrescere le loro scorte di oro; al fine di dotare il Fondo di stabilizzazione dei franchi necessari ad acquistare l'oro che ad esso affluiva, si è fatto luogo

a due trasferimenti d'oro (il 20 aprile e il 28 luglio 1939) per 5 miliardi ciascuno, dal Fondo alla Banca di Francia. Utilizzando i dati sulle scorte d'oro possedute dal Fondo di stabilizzazione, pubblicati a tre mesi di distanza a partire dal marzo 1939 e sospesi successivamente dall'agosto in poi, si è compilata la tabella seguente, le cui cifre sono espresse in dollari per tener conto del fatto che nei libri della Banca di Francia l'oro è calcolato ad un valore costante, mentre in quelli del Fondo esso figura al prezzo del giorno.

Riserve auree in Francia.

Fine mese	Banca di Francia	Fondo di stabilizzazione*	Totale
	Milioni di dollari		
1938 ottobre .	2.435	103	2.538
novembre	2.435	130	2.565
dicembre	2.435	331	2.766
1939 gennaio .	2.435	381	2.816
febbraio .	2.435	465	2.900
marzo .	2.435	559	2.994
aprile .	2.574	455	3.029
maggio .	2.574	477	3.051
giugno .	2.574	**	**
luglio .	2.574	**	**
agosto .	2.714	**	**

*) Comprende oro del Fondo di sostegno rendite

**) Cifre ignote

Francia e del Fondo di stabilizzazione era salito probabilmente a 3,3 miliardi di dollari, ciò che indicherebbe che l'afflusso di oro nei mesi di giugno, luglio e agosto si è mantenuto sulla media mensile di 85 milioni di dollari. Durante la crisi politica dell'estate, come al momento della tensione del marzo 1939, l'afflusso di capitali a Parigi si accrebbe anzichè diminuire.

Poco dopo lo scoppio della guerra ricominciò il riflusso di capitali, controbilanciato, in parte, dal forte aumento degli acquisti all'estero. Nel suo discorso del 13 dicembre, il Ministro delle finanze francese ha rivelato che il totale complessivo di oro e di divise rientrate dopo l'inizio della guerra ammontava a 10 miliardi di franchi. Inoltre, in esecuzione del decreto del 9 settembre concernente la dichiarazione degli averi all'estero, sono stati rimpatriati capitali per altri 24 miliardi in titoli o altri diritti in valuta estera; questi averi sono rientrati mediante deposito presso banca francese ovvero importazione effettiva, senza aver fatto oggetto di operazioni di cambio.

Nella stessa occasione è stato rivelato che l'afflusso di capitali in Francia era cessato. Con lo scadere, al 15 gennaio 1940, del termine per la dichiarazione degli averi all'estero non ancora rimpatriati, è venuto meno il sostegno al franco che era costituito dai rimpatri volontari di capitali.

Secondo le dichiarazioni fatte dal Ministro delle finanze francese il 13 dicembre 1939, negli ultimi dieci mesi precedenti la guerra (cioè dal novembre 1938 all'agosto 1939) i rimpatri di capitali in Francia hanno fruttato allo Stato 26 miliardi di franchi di aumento nelle riserve auree. Da questa cifra si può ricavare che, alla fine d'agosto, l'insieme delle riserve auree della Banca di

L'11 settembre 1939 il Segretario al Tesoro degli Stati Uniti dichiarò che l'accordo monetario costituito dalla dichiarazione tripartita della Francia, dell'Inghilterra e degli Stati Uniti nel 1936 rimaneva in vigore e che, in ispecie, le nuove ragioni di cambio applicate dalla Francia e dall'Inghilterra non venivano riguardate come "deprezzamenti a scopo di concorrenza".

Tra le monete libere fuori dall'area della sterlina, il dollaro degli Stati Uniti è stato eccezionalmente fermo durante tutto l'anno 1939 e tale è rimasto

Movimenti netti di merci, capitali e oro degli Stati Uniti, 1938-1939.

Periodo	Eccedenza di esportazioni	Afflusso di capitali, in quanto noto ¹⁾	Afflusso d'oro, in quanto noto ²⁾	"Partita di saldo"
Anno 1937 . .	265	802	1.385	318
1938 gennaio . . .	118	— 43	1	— 74
febbraio . . .	99	— 83	— 10	— 26
marzo	102	— 77*	52	27
aprile	115	— 1	70	— 44
maggio	109	— 96	— 1	— 14
giugno	87	— 65*	40	18
luglio	87	— 46	43	2
agosto	65	67*	137	5
settembre . . .	79	386	508	43
ottobre	100	219	452	133
novembre	76	37*	170	57
dicembre	98	70	178	10
Anno 1938 . .	1134	369	1640	137
1939 gennaio . . .	35	73*	170	62
febbraio	61	133	175	— 19
marzo	77	149	376	150
aprile	45	345	491	101
maggio	47	91*	178	40
giugno	57	23	136	56
luglio	61	42*	115	12
agosto	75	228	412	109
settembre	107	92	329	130
ottobre	117	— 97*	149	129
novembre	57	17	259	185
dicembre	121	17	250	112
Anno 1939 . .	859	1114	3040	1067

¹⁾ Basato sulle dichiarazioni delle banche, banchieri e intermediari degli Stati Uniti, pubblicate settimanalmente e ripartite, all'ingrosso, per mesi (quelli di cinque settimane sono segnati con asterisco).

²⁾ Comprende il guadagno o la perdita netta d'oro per effetto di esportazioni, importazioni e movimenti d'oro a custodia negli Stati Uniti, ma non comprende le variazioni nell'oro tenuto all'estero per conto del Fondo di stabilizzazione. L'intervallo fra il pagamento di oro acquistato all'estero e la sua importazione, la quale ultima ordinariamente si effettua posteriormente e, nel caso del Fondo di stabilizzazione, può anche avvenire parecchio tempo dopo, introduce un elemento d'incertezza nella valutazione della "partita di saldo" per un determinato mese. Altrettanto dipende dal fatto che le esportazioni e le importazioni, di regola, non danno luogo a pagamento nello stesso mese in cui l'oro è spedito ovvero ricevuto.

nel 1940. Questa fermezza non dipende principalmente dalla situazione delle partite correnti nella bilancia dei pagamenti, il cui saldo attivo è sceso da 1026 milioni di dollari nel 1938 a 727 milioni nel 1939, bensì dal forte afflusso di capitali verso gli Stati Uniti. La tabella che precede contiene la cifra mensile dell'eccedenza di esportazioni di merci a partire dal 1938, l'ammontare dell'afflusso di capitali dichiarati e gli arrivi dichiarati di oro dall'estero, nonché una "partita di saldo", che rappresenta il bilancio netto di un insieme di partite eterogenee, talune delle quali di carattere corrente (rimesse degli immigranti, dividendi ed altre partite invisibili) ed altre in vece da considerarsi come movimenti di capitali, in massima parte "residui" figuranti nelle valutazioni della bilancia dei pagamenti (vedere pagina 96).

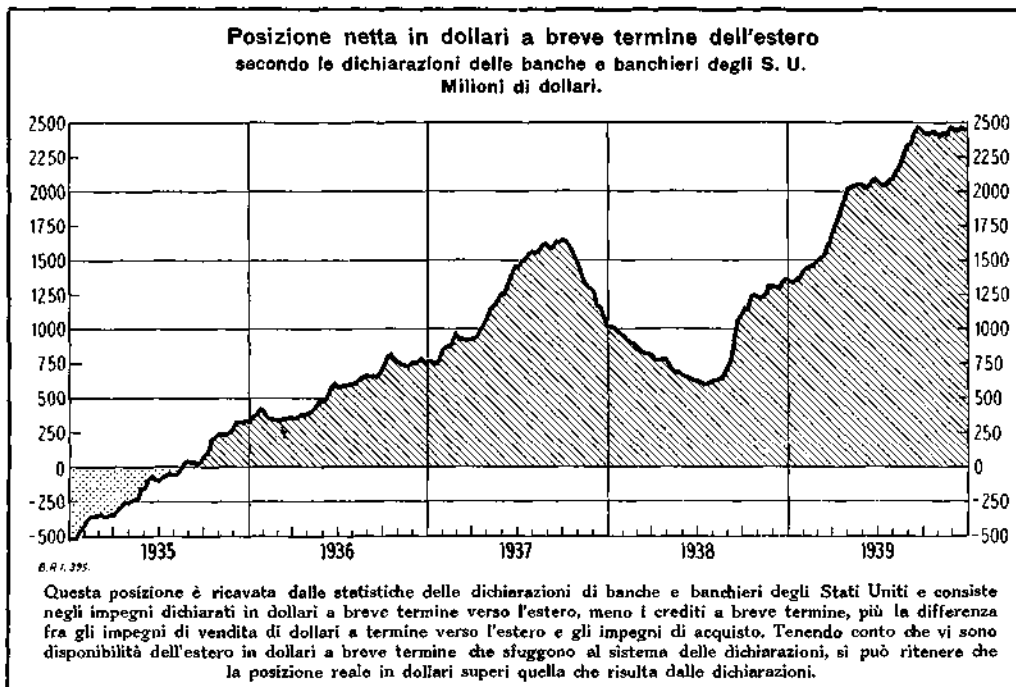
In primo luogo è interessante osservare che, nei primi sette mesi del 1938, il flusso di capitali si diresse prevalentemente dal mercato americano verso l'Europa. Questo esodo va spiegato con la depressione del 1937-38 negli Stati Uniti, la quale ha prodotto il consueto effetto di allontanare i capitali. Può forse essere interessante notare che, nel primo semestre del 1938, la tensione politica internazionale non aveva ancora influito notevolmente sulla direzione del flusso di capitali.

A questo proposito si è avuto un importante cambiamento, nell'estate del 1938, per effetto della tensione politica che ha preceduto e seguito l'accordo di Monaco. Da allora in poi un movimento ininterrotto di capitali si è prodotto dall'Europa verso gli Stati Uniti, più intenso all'epoca di maggiori inquietudini, ma mai scomparso fino allo scoppio della guerra del 1939. Non vi è mese, dopo l'agosto 1938, in cui l'afflusso d'oro, negli Stati Uniti, sia stato inferiore a 100 milioni di dollari. Nel solo aprile del 1939 le importazioni hanno raggiunto la cifra eccezionale di 491 milioni.

Nella "partita di saldo" sono compresi i movimenti mensili di dollari in biglietti di banca spediti in Europa a scopo di tesoreggiamento. Gli invii netti di numerario degli Stati Uniti all'Europa, secondo i rendiconti delle maggiori banche di Nuova York, hanno rappresentato, nel 1939, 100 milioni di dollari, di cui 26 milioni spediti in marzo e 46 milioni in aprile, cifre costituenti i massimi mensili finora registrati. Nei successivi quattro mesi, le spedizioni nette rappresentano in media 2,5 milioni di dollari al mese. Allo scoppio della guerra si è avuta una piccola diminuzione, ma nel dicembre esse sono aumentate a 6,3 milioni di dollari, mantenendosi sulla media di 5 milioni in gennaio e febbraio. Quasi tutto questo numerario si è diretto ai tre centri di rifugio monetario europei, che erano allora i Paesi Bassi, la Svizzera ed il Belgio.

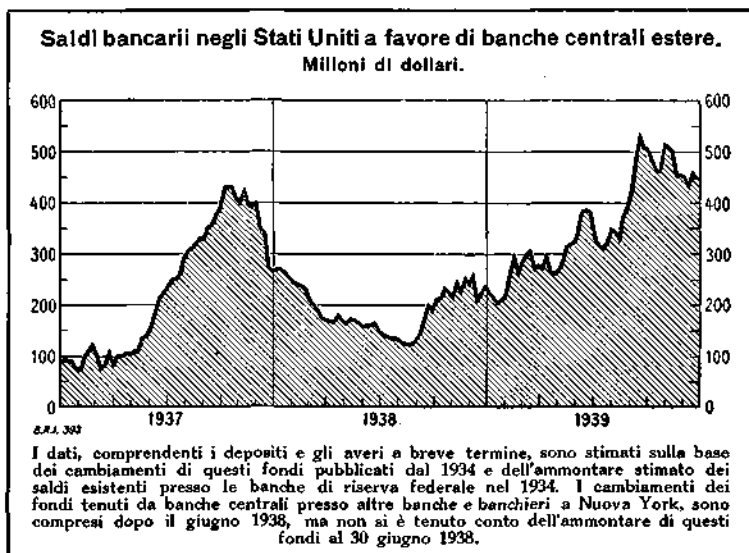
La frazione della "partita di saldo" che rappresenta voci correnti attive e passive nella bilancia dei pagamenti è rimasta, secondo ogni probabilità, relativamente immutata in tutto il periodo 1938-39. Pertanto, i cambiamenti veri-

ficatisi in questa partita sono dovuti soprattutto a variazioni nell'afflusso di capitali, forse riflettenti, parzialmente, evasioni dal controllo dei cambi in certi paesi, ma principalmente il continuo trasferimento di attività agli Stati Uniti da parte di paesi non soggetti a regolamentazioni dei cambi. Come si vede dalla tabella alla pagina 30, l'afflusso di capitali indicato dalla "partita di saldo" ha continuato ad essere molto forte durante l'ultimo trimestre del 1939. D'altra parte, le entrate dichiarate di capitali sono cessate alla fine di settembre; i saldi di pertinenza dell'estero negli Stati Uniti sono diminuiti da allora in poi, principalmente perchè utilizzati per pagamenti eseguiti sul mercato americano.



Contemporaneamente, molti possessori di titoli americani in Inghilterra ed in Francia hanno approfittato del rialzo delle quotazioni sulle borse americane e del deprezzamento della loro valuta nazionale nei confronti del dollaro, per realizzare tali investimenti. La sensibile diminuzione dei saldi per conto di banche centrali presso banche di Nuova York, rispetto all'alto livello raggiunto alla metà di settembre, può forse attribuirsi, in piccola parte, alla liquidazione di riporti, ma principalmente ai forti pagamenti statali per merci importate dagli Stati Uniti ed ai prestiti fatti a società americane per finanziare nuovi impianti per la fabbricazione di aeroplani ed altro materiale bellico.

A differenza dal 1914, in cui, allo scoppio della guerra in Europa, il mercato di Nuova York rimase completamente disorganizzato e le banche di Nuova York, in cerca di divisa inglese per far fronte alle scadenze americane a Londra, spinsero il cambio della sterlina a più di 7 dollari, lo scoppio della

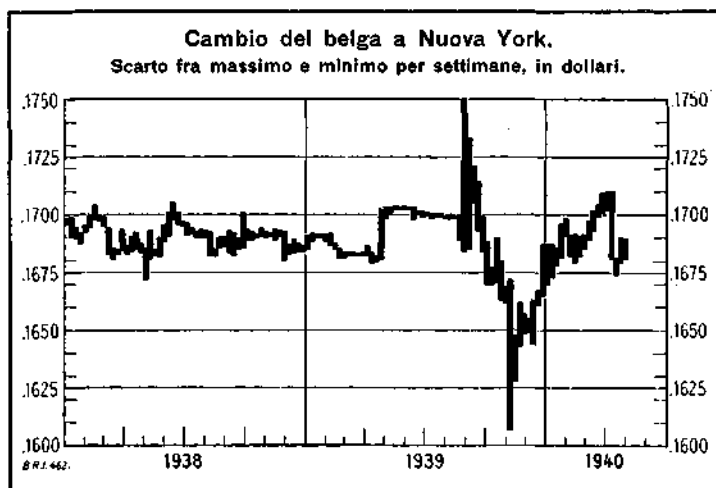


guerra nel 1939 non ha prodotto alcuna tensione anormale sul mercato americano. In presenza del deprezzamento della sterlina, nell'autunno 1939, le banche di Nuova York organizzarono un Comitato dei cambi, sotto la direzione della Banca di riserva federale di Nuova York,

allo scopo di concertarsi sui problemi che si sarebbero presentati al mercato.

In Europa, il belga è stato sottoposto, nel 1939, come nell'anno precedente, a forti pressioni in estate ed in autunno, ma i due attacchi sono stati respinti con successo. Una caratteristica interessante degli avvenimenti è stata, in ambo i casi, l'allargamento dell'intervallo fra i punti dell'oro oltre lo scarto normale. La pressione cominciò a metà febbraio con le dimissioni del Governo Spaak e durò fino alla formazione, in aprile, di un nuovo governo in seguito alle elezioni generali. Nel frattempo, la Banca nazionale soffersse una forte perdita d'oro e di divise per complessivi 4,4 miliardi di franchi belga, ossia più di 20% delle proprie riserve. La pressione ebbe principalmente origine dalla perturbazione politica interna prodotta dai timori suscitati dal disavanzo del bilancio; però anche la tensione della situazione politica europea e le pressioni fatte all'interno allo scopo di staccare il belga dall'oro e collegarlo alla sterlina, sono stati fattori importanti. Il nuovo governo, costituito in aprile, ricevette vasti poteri per risanare il bilancio mediante decreti e per ottenere determinate anticipazioni dalla Banca nazionale, avendo il Ministro delle finanze negata esplicitamente ogni intenzione di svalutare il belga. Ne risultò un brusco arresto dell'attacco alla moneta e il cambio del belga migliorò passando dal punto d'esportazione d'oro, 0,1680 dollari, al punto d'importazione, circa 0,1703 dollari (la parità trovandosi a 0,1695 dollari). Durante un certo tempo la Banca nazionale ha negato i permessi d'importazione di oro agli arbitraggisti privati, mantenendo così il cambio al disopra del punto d'importazione d'oro, al fine di infliggere perdite agli speculatori; a partire dal 4 maggio le riserve d'oro e di divise della Banca sono cresciute rapidamente.

Il deprezzamento della sterlina alla fine d'agosto ha fatto salire bruscamente il valore del belga a 0,1750 dollari, i punti dell'oro rimanendo inoperanti a causa della difficoltà di spedire oro in seguito allo scoppio della guerra. Il 21 settembre le riserve d'oro e di divise estere della Banca nazionale erano salite a 22,8 miliardi di franchi belga, cioè 5,3 miliardi al disopra della cifra al 27 aprile 1939. Nell'ultima settimana di settembre, la pressione sul belga è tornata a farsi sentire sotto la spinta di difficoltà bancarie interne; di nuove apprensioni relative alla situazione del bilancio, causate al costo della mobilitazione; in-



fine, dalla crescente difficoltà della posizione internazionale del paese. Il belga fu lasciato scendere al di sotto del punto dell'oro di prima della guerra, 0,1680 dollari, ma occorre ricordare che gli alti premi per l'assicurazione contro il rischio di guerra avevano fatto salire forte-

mente il costo effettivo delle spedizioni d'oro e che, per di più, le autorità belga si trovavano costrette a sostenere la moneta nazionale sul mercato di Nuova York anziché su quello di Londra. Il 10 novembre il belga raggiunse 0,1610 dollari, ciò che rappresenta uno scarto dalla parità aurea di poco più di 5%; in seguito però è stato sostenuto ad un livello un poco superiore. Alla fine di dicembre, l'esodo di fondi dal mercato belga era cessato e, nel gennaio, si è verificato un marcato miglioramento della moneta, accompagnato dalla riduzione del saggio di sconto da 2½ a 2%.

Il fiorino olandese ed il franco svizzero, che per legge non sono collegati in modo fisso all'oro, furono lasciati oscillare soltanto entro limiti ristrettissimi rispetto all'oro, sono stati entrambi esposti a forti pressioni nella primavera del 1939, come si può rilevare dalla seguente tabella delle perdite d'oro e di divise estere pubblicate dalle banche centrali dei detti paesi.

Nei Paesi Bassi anche il Fondo dei cambi ha sostenuto una perdita d'oro, come si può dedurre dalla diminuzione, per 90 milioni di fiorini, delle anticipazioni della Banca neerlandese tra il 20 febbraio e il 27 marzo 1939 qualora si interpreti questo movimento come una riduzione delle anticipazioni precedentemente fatte al Fondo per metterlo in grado di acquistare oro. Nel

Variazione mensile delle riserve note, in oro e in divise estere.

Mese	Banca nazionale svizzera	Banca neerlandese ¹⁾
	Millioni di franchi	Millioni di fiorini
1939 gennaio . .	— 24,9	— 0,4
febbraio . .	— 72,5	— 30,0
marzo . .	— 166,4	— 121,9*
aprile . .	— 171,2	— 100,4
maggio . .	+ 2,9	0,0
giugno . .	+ 4,6	— 54,4*
luglio . .	— 6,6	— 26,6*
agosto . .	— 27,9	— 0,3
settembre . .	— 2,5	— 25,0*
ottobre . .	— 18,7	+ 3,5
novembre . .	— 34,3	— 79,2
dicembre . .	— 28,4	— 15,1*
Anno . .	— 546,0	— 449,7

¹⁾ Cifre settimanali rilevate il martedì, raggruppate all'ingrosso per mesi; i mesi di cinque settimane sono indicati con un asterisco.

milioni di fiorini in dicembre; circostanze tutte, queste ed altre, che hanno perturbato il mercato dei cambi. Cionondimeno il valore del fiorino è stato fortemente difeso e non lo si è mai lasciato scendere al disotto di 22% rispetto all'antica parità aurea. Sotto l'influenza delle necessità di riarmo e delle difficoltà dell'esportazione è cresciuto, nell'autunno, il disavanzo della bilancia commerciale; ma, grazie alla crescente domanda di materie prime, è aumentata l'eccedenza di esportazioni delle Indie neerlandesi, donde un profitto per la madre-patria. Già nei primi mesi di guerra s'ebbero difficoltà a mantenere le comunicazioni ed a spedire oro fra la madre-patria e le Indie neerlandesi, le quali imposero il divieto all'esportazione d'oro. Poco dopo apparvero quotazioni distinte per il fiorino delle Indie neerlandesi, leggermente più basse di quelle del fiorino olandese. Il 27 ottobre le autorità britanniche classificarono il fiorino delle Indie neerlandesi quale valuta a sè distinta, agli effetti del controllo dei cambi.

Durante la pressione esercitata sul franco svizzero, nei primi quattro mesi del 1939, dall'efflusso di fondi dal mercato svizzero, in parte dovuto alla liquidazione di titoli svizzeri per conto dell'estero, la Banca nazionale perdette oltre 400 milioni di franchi in oro e divise. A partire dal maggio il mercato è rimasto calmo e tra la fine d'agosto ed il principio di settembre s'ebbe soltanto una debole domanda di divise estere. Verso la fine d'ottobre la Banca nazionale dovette di nuovo intervenire sul mercato dei cambi, soprattutto a seguito dell'aumento delle importazioni; il disavanzo della bilancia commerciale, che nell'ultimo trimestre del 1938 era stato di 44 milioni di franchi,

corso dell'anno, il fiorino ha subito l'influenza di vari fattori esterni ed interni: voci di possibile aggressione contro i Paesi Bassi; difficoltà politiche interne in dipendenza dalle dimissioni del Governo Colijn, in giugno, e dalle susseguenti lunghe crisi sboccate nella formazione del nuovo Governo in agosto; fallimento della casa bancaria Mendelssohn, avvenuto pure in agosto; difficoltà di emettere un prestito statale di 300

sali a 304 milioni nell'ultimo trimestre del 1939. Tra la fine d'agosto e la fine di dicembre l'ammontare complessivo dell'oro e delle divise estere ceduto dalla Banca nazionale per finanziare importazioni e trasferimenti di capitali è salito a 112 milioni di franchi; va aggiunto però che, alla metà d'ottobre, la Svizzera ha ricevuto dalla Francia circa 75 milioni di franchi svizzeri a titolo di rimborso di prestiti.

Il valore del franco svizzero è stato lasciato scendere a 31,25 % al disotto dell'antica parità aurea, mentre il livello fissato nelle istruzioni emanate dal Consiglio federale il 27 settembre 1936 era di circa 30 %. Il Presidente del Consiglio della Banca nazionale svizzera ha spiegato all'Assemblea generale del 1940 che questo leggero deprezzamento ulteriore è stato consentito allo scopo di favorire le industrie d'esportazione e di controbilanciare in qualche modo il deprezzamento del cambio della sterlina sul mercato non ufficiale.

Le quotazioni del marco germanico sono rimaste ferme rispetto all'oro durante tutto l'anno, tranne qualche oscillazione irregolare su certi mercati, come, per esempio, a Nuova York durante le ultime settimane precedenti l'apertura delle ostilità in settembre. A partire dallo scoppio della guerra sono cessate le quotazioni del marco germanico, nelle varie sue forme, a Londra ed a Parigi ed anche, a causa delle difficoltà di comunicazione, a Nuova York. D'altra parte le quotazioni del marco registrato — che dipendono dalla possibilità d'utilizzo di questo tipo di fondi da parte dei singoli paesi — sono calate nel corso dell'anno. Per esempio, sul mercato di Londra lo sconto del marco registrato rispetto al marco libero è salito da 56½ % alla fine del 1938 a 67¾ % il 30 agosto 1939. Alle stesse date 100 marchi registrati si vendevano in Svizzera a 76,25 franchi e a 56,50, prezzi corrispondenti rispettivamente a 57 e 68 % di sconto. Nell'aprile 1940 il corso si quotava a circa 36 franchi svizzeri.

Tra il 22 settembre e il 15 ottobre 1939 il fiorino di Danzica si cambiava contro marchi in ragione di 70 centesimi di marco per fiorino, invece di 42 come precedentemente. Nei territori polacchi incorporati alla Germania il marco è stato introdotto al cambio di 1 marco per 2 sloti. Si è fatta, tuttavia, qualche eccezione per i biglietti di grosso taglio e le monete di meno di 5 centesimi di slot seguitano a circolare come equivalenti ad un centesimo di marco. Nei territori polacchi amministrati dal Governatore generale si è deciso, in ultima analisi, di conservare lo slot come moneta circolante e si è costituita una nuova banca d'emissione, la quale ha cominciato ad operare nell'aprile 1940. Nel conto di compensazione fra il Governo Generale e la Germania si è adottato il cambio di 1 marco per 2 sloti.

Nel settembre 1939, il cambio della lira è stato abbassato di circa 4 % rispetto al dollaro, presumibilmente allo scopo di controbilanciare, in parte, gli effetti del deprezzamento della sterlina e del franco francese. Il 1° dicembre

L'Istituto nazionale per i cambi con l'estero ha preso un importante provvedimento per alleggerire in qualche misura le conseguenze delle restrizioni sui cambi: le banche autorizzate dall'Istituto possono cedere od acquistare — in relazione a transazioni commerciali il cui regolamento non debba svolgersi attraverso conti di compensazione e limitatamente alle divise libere ed a talune recentemente sottoposte a particolari controlli, quali la sterlina ed il franco francese — cambi a termine fissati di volta in volta in base ai corsi delle dette divise sui mercati internazionali. A tal fine si quotano a consegna il dollaro, il franco svizzero, il fiorino, il belga, la corona svedese, la sterlina ed il franco francese. Si ritiene che tali ulteriori facilitazioni, che rappresentano, in pratica, un'estensione della garanzia di cambio finora limitata soltanto alle operazioni con taluni mercati, interessino poco più di un terzo della cifra del commercio estero dell'Italia nel 1938.

Nei paesi danubiani e balcanici la situazione dei cambi è abitualmente complicata dal fatto che sono quotati parecchi corsi; che altre ragioni di cambio speciali sono stabilite negli accordi di compensazione e che gli esportatori ed altri creditori di valute estere sono obbligati a cedere parte delle loro divise all'ufficio di controllo al cambio ufficiale, rimanendo liberi di disporre del rimanente a corsi non ufficiali di mercato o ad alti premi, i quali ultimi talvolta sono anche quotati dalle autorità governative. Ne risulta che la ragione di cambio effettiva delle divise incassate da un esportatore rappresenta, in generale, una media fra i cambi ottenuti per le differenti parti da lui cedute.

In Romania la regolamentazione dei cambi ha subito parecchie modificazioni nel corso dell'anno. Nell'ottobre 1939 il controllo dei cambi fu trasferito dalla Banca nazionale ad un nuovo Ufficio per il commercio estero dipendente dal Ministero dell'economia nazionale. Contemporaneamente si fece obbligo agli esportatori di cedere alla Banca nazionale, per conto dell'Ufficio per il commercio estero, soltanto 30% (invece di 100% come in passato) di tutte le divise estere libere di cui essi venissero in possesso; quanto al rimanente, ebbero facoltà di venderlo in borsa, entro quindici giorni, per il tramite di banche autorizzate. Sulla parte ceduta alla Banca nazionale era accordato il premio statutario di 38% e sul rimanente si otteneva un premio oscillante in media intorno a 90%; il risultato ultimo di questa modificazione fu il deprezzamento del leu nei paesi coi quali la Romania non aveva accordi di compensazione o di pagamento.

Coll'accordo commerciale germano-romeno negoziato in dicembre, il cambio adottato per la compensazione fu modificato da 40,50 lei a 49 per gli acquisti (50 per le vendite) rimanendo eccettuate le divise incassate in pagamento di petrolio, cereali e legname, le quali, secondo un comunicato del Ministero romeno dell'economia nazionale, dovevano essere cedute alla Banca nazionale, per metà

al cambio di 40,50 e per metà al cambio di 49, cioè in media a 44,75 lei. Alla metà di marzo fu concluso un nuovo accordo di compensazione fra la Romania e l'Italia. Furono adottate diverse ragioni di cambio in luogo della precedente ragione di 7,17 lei per lira, la quale però rimase applicabile ai contratti anteriori al 25 marzo, esclusi i pagamenti dello Stato romeno. Per questi ultimi il nuovo accordo stipula il cambio di 8,25 lei, il quale è anche applicabile a 50% del valore delle esportazioni di petrolio romeno in Italia. Per tutte le altre esportazioni romene il cambio da applicarsi dopo il 25 marzo è di 9,50, cioè quello stesso al quale si fanno i pagamenti delle esportazioni ordinarie italiane in Romania. Per talune esportazioni italiane speciali, come la seta, i filati di lino ecc., il pagamento si esige in divise estere liberamente convertibili.

Alla fine del 1939 sono stati introdotti ulteriori cambiamenti nelle quotazioni delle valute libere, i quali però non rimasero in vigore che per due mesi. Dal 2 marzo 1940 vige un regime completamente nuovo per i cambi, nel quale sono abolite le vendite libere di valute convertibili e sono soppresse le compensazioni private. Nei riguardi dei cambi coi paesi con i quali la Romania non ha accordi di compensazione, la Banca nazionale ha aumentato di 50% le precedenti quotazioni già comprendenti il premio di 38% e, in tal modo, ha leggermente aumentato il deprezzamento del leu rispetto alle sospese quotazioni in borsa.

In Jugoslavia uno speciale comitato per la politica dei cambi, comprendente rappresentanti della Banca nazionale ed i Ministri delle finanze; dell'industria e commercio; degli affari esteri e dotato di un ufficio esecutivo (denominato "Consiglio dei cambi") è stato istituito a partire dal 1° luglio 1939 per sostituire il dipartimento dei cambi della Banca nazionale. Questo comitato ha deciso di abolire l'obbligo della cessione alla Banca nazionale, al cambio ufficiale di 25%, delle divise estere convertibili ricavate dall'esportazione. Alla fine d'agosto il dinaro fu staccato dalla sterlina e allacciato al dollaro al cambio di 55 dinari per dollaro.

Nell'accordo commerciale germano-jugoslavo non è stata specificata una ragione di cambio tra il marco ed il dinaro, lasciandosi il cambio effettivo libero di oscillare sensibilmente. Nel gennaio 1939, questo scese da 14,30—70 a 13,80 dinari per marco; successivamente una commissione commerciale germano-jugoslava ha fissato il tasso di conversione a 14½ dinari per marco a partire dal 20 giugno 1939. L'accordo ha anche stipulato che il cambio non debba oscillare di più di 0,20 dinari rispetto alla ragione fissata. Al principio della guerra un nuovo conto è stato istituito nella compensazione germano-jugoslava e, per effetto della diminuzione del saldo attivo in favore della Jugoslavia, il dinaro si è deprezzato fino alla quota di 14,80 rispetto al marco.

Negli accordi di pagamento franco-jugoslavi del 30 dicembre 1939 fu stipulato che le somme dovute in pagamento di importazioni francesi dalla Jugo-

slavia sarebbero state accreditate a varî conti secondo determinate proporzioni e che la contropartita in dinari della porzione versata al conto "debito pubblico" sarebbe stata pagata agli esportatori jugoslavi in base a varî tassi di cambio. Questi ultimi, stabiliti dai rappresentanti degli obbligazionisti francesi, dopo intesa coll'Ufficio jugoslavo delle esportazioni, furono annunciati il 27 febbraio 1940 dal Ministero francese delle finanze e sono i seguenti (in dinari per 100 franchi): per la canapa, il legname, la pasta di legno, le doghe, la cellulosa, 129; per i cavalli da macello, gli ovini vivi, le carni di montone, i cuoi e pellami, 130; per le uova, il pollame, le prugne e la marmellata di prugne, 133,33; per i bovini vivi, le carni bovine, i maiali vivi, le carni di maiale e prodotti derivati, 140; e per tutti gli altri prodotti, 125. Il cambio ufficiale sul mercato libero è di 101 dinari per 100 franchi.

In Ungheria le regolamentazioni e le restrizioni dei cambi sono state rafforzate mediante una legge pubblicata in agosto, la quale accorda alla Banca nazionale maggiori poteri per difendere la moneta. All'epoca della svalutazione della sterlina, la Banca nazionale aumentò il premio sulle divise "libere" (franco svizzero, franco francese, sterlina, dollaro ecc.) allo scopo di controbilanciare gli effetti del deprezzamento delle monete dell'area della sterlina sulla posizione commerciale dell'Ungheria. Questo deprezzamento non era applicabile alle valute dei paesi coi quali l'Ungheria aveva accordi di compensazione, valute di cui il marco germanico è di gran lunga la più importante dal punto di vista commerciale; dopo varî negoziati si giunse alla decisione di abolire il deprezzamento creato prima dell'agosto per le valute libere, anzichè estenderlo ai cambi fissati nelle compensazioni. Fu permessa, invece, la vendita di parte del ricavo delle esportazioni in valute "libere" ad un premio maggiore, onde assicurare che tali esportazioni possano effettuarsi con un margine di profitto e che, in tal modo, il paese continui a ricevere le divise "libere" di cui ha bisogno per le importazioni indispensabili di materie prime e per altri scopi.

In Bulgaria il problema di procurare al paese divise libere ha portato la Banca nazionale ad aumentare il premio di 35% sui cambi ufficiali, ciò che costituisce un riconoscimento di fatto del deprezzamento del lev, ed a introdurre l'obbligo di cessione alla Banca nazionale di 75% del ricavo delle esportazioni.

Fra gli altri paesi europei a moneta controllata la Lituania, dopo avere rafforzato il controllo dei cambi nel gennaio 1939 ed istituito nel settembre un sistema di restrizioni alle importazioni, ha dovuto affrontare un nuovo problema monetario in seguito all'annessione della città di Vilno il 28 ottobre. Alla parità nominale, in vigore prima del settembre, un lit valeva approssimativamente 0,80 sloti, ma l'aumento nella circolazione degli sloti durante il settembre rese incomoda l'applicazione di questo cambio. Sono stati tentati varî provvedimenti e, alla fine, sono stati istituiti cambi differenti secondo gli scopi per i quali gli sloti venivano convertiti in lita. I crediti bancari, le ipoteche, i

canoni d'utenza ecc. sono stati convertiti al cambio di 1 a 1. I salari, i prezzi del pane e di altri generi di prima necessità nonché le piccole somme in biglietti di banca, sono stati convertiti al cambio di 1 lit per 2 sloti; infine, le somme in sloti per importi maggiori, i depositi di banca e gli altri crediti non privilegiati sono stati convertiti al cambio di 1 lit per 2,50 sloti.

In Spagna è stato istituito un rigido controllo dei cambi e la peseta è stata ancorata, sul mercato ufficiale, alla quota di 9 per il dollaro e $42\frac{1}{4}$ per la sterlina, con cambi di favore (25 % di più in moneta spagnola) per le rimesse a scopo caritatevole o per bisogni familiari. Alla fine d'agosto 1939 il cambio del dollaro è stato aumentato a 9,9, implicando un deprezzamento di 10 % della peseta e la fissazione del cambio ufficiale della sterlina a 40,15 pesete per sterlina. Nel novembre un decreto del Ministero dell'economia nazionale ha imposto la realizzazione degli averi all'estero e la conseguente cessione del ricavo all'Ufficio dei cambi, le rimesse a scopo caritatevole seguitando a beneficiare di tassi speciali. In dicembre l'Ufficio dei cambi è stato distaccato dalla Banca di Spagna e trasformato in un Istituto di cambi con l'estero con un capitale di 20 milioni di pesete, alla dipendenza del Ministero del commercio e dell'industria e con un monopolio degli acquisti e delle vendite di divise.

Monete dell'Estremo oriente. Il trasferimento dalla sterlina al dollaro del legame di dipendenza dello yen giapponese, effettuato nel settembre 1939 e implicante un deprezzamento di circa 14 % rispetto all'oro, si è applicato indirettamente alle varie monete ancorate allo yen, compresi lo yuan del Manciukuò e lo yuan di Tientsin. Quest'ultimo ha fortemente oscillato nei confronti del dollaro di Ciunkin, passando da uno sconto di 30 % nel marzo 1939 ad un premio nell'autunno e di nuovo ad uno sconto nel dicembre 1939. Inoltre, il 16 maggio 1939 fu aperta a Sciangai la Banca commerciale Huah-Hsing operante in virtù di un privilegio ricevuto dal Governo "riformato" di Nanchino e emittente biglietti che hanno corso legale nella giurisdizione del Governo di Nanchino. Questa moneta è stata creata per facilitare il finanziamento del commercio estero e originariamente era collegata alla pari col dollaro di Ciunkin. Senonchè, parecchi mesi dopo fu stabilizzata al cambio di 6 denari a causa delle oscillazioni della moneta nazionale. Lo sviluppo della circolazione monetaria nell'Estremo oriente figura nella tabella alla pagina seguente.

Nel Giappone le importazioni sono rimaste strettamente controllate e, per sostenere lo yen, è stato spedito nel 1939 a San Francisco oro per 165,6 milioni di dollari. Per tentare di assicurare la convertibilità del ricavo delle esportazioni nello yuan della Banca di riserva federale della Cina settentrionale, al cambio ufficiale anzichè a quello di mercato, sono state istituite, l'11 marzo 1939, restrizioni ai cambi nel territorio di Tientsin sotto dominio giapponese, restrizioni ulteriormente rinforzate il 17 luglio.

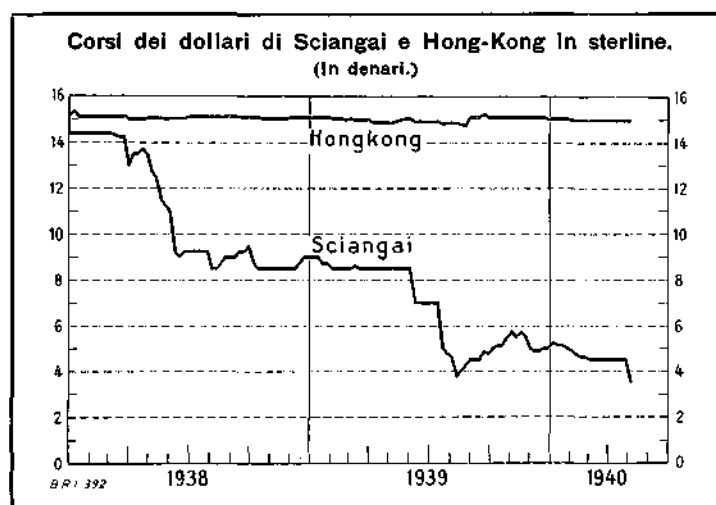
Circolazione monetaria nell'Estremo oriente.

Istituto d'emissione	1934	1935	1936	1937	1938	1939
	Milioni di yen o yuan rispettivamente					
Banca del Giappone	1627	1727	1866	2305	2755	3818
Banca di Chosen	192	221	211	280	322	451
Banca di Taiwan	63	70	79	112	140	173
Banca centrale del Manciukuò . .	168	179	254	307	426	670
Banca di riserva federale della Cina	—	—	—	—	140	380
Banca della Mongolia interna . . .	—	—	—	—	35	60
Banca commerciale Huah Hsing . .	—	—	—	—	—	5 ²⁾
Quattro banche principali della Cina	396	668	1242	1639	1727 ¹⁾	2627 ¹⁾

¹⁾ Fine di giugno.

²⁾ Fine di gennaio 1940.

Il dollaro di Sciangai (ossia lo yuan del Governo nazionale di Ciunkin) si è deprezzato bruscamente nel 1939, nonostante il sostegno prestatogli mediante l'istituzione, in marzo, di un Fondo di stabilizzazione costituito con attività d'origine britannica e cinese. Il 7 giugno 1939 il Fondo ritirò l'appoggio al fine di conservare le sue risorse, diminuite, ma forse non completamente consumate dalle vendite di divise rese necessarie per pagare le forti importazioni cinesi, per consentire l'esodo di capitali verso Hong-Kong e per riscattare i biglietti in yuan ritirati nelle zone sotto dominio giapponese. Alla fine di giugno, il Governo nazionale emise una serie di provvedimenti ulteriori, intesi a restringere l'importazione di articoli di lusso, a frenare i ritiri di depositi in yuan, nonché ad assicurare che le divise ricavate dalle esportazioni affluissero alle autorità monetarie. A metà di luglio si produsse una nuova caduta; lo yuan che era stato mantenuto a 8 denari dal giugno del 1938 al maggio del 1939, cadde a 6 denari nel giugno del 1939 ed a 3¹/₄ denari in agosto. Allo scoppio della guerra in Europa crebbe la domanda di prodotti cinesi, furono aperti al traffico nuovi porti nel territorio sotto



dominio cinese esiverificò un riflusso di capitali da Hong-Kong, col risultato che lo yuan riprese fino a 5¹/₄ denari, in novembre, ma per breve tempo e poi tornò a indebolirsi. Nel marzo del 1940 un prestito di 20 milioni di dollari, ricevuto dalla Export-Import Bank degli

Stati Uniti, permise di sostenere la moneta. Ma al principio di maggio, dopo qualche mese di stabilità del cambio alla quota $4\frac{1}{8}$ denari, tornò a manifestarsi una certa debolezza, lo yuan cessò d'essere sostenuto ufficialmente e cadde a $3\frac{1}{8}$ denari.

Il dollaro di Hong-Kong, che è coperto da forti risorse in sterline e nell'autunno del 1939 aveva seguito la moneta inglese, non è considerato come una valuta dell'area libera della sterlina controllata; cionondimeno, al principio di settembre, le autorità imposero restrizioni alle operazioni in monete estere diverse dalla sterlina. Una rupia di Ceylon, distinta, ma equivalente alla rupia indiana, è stata creata dal decreto monetario di Ceylon del maggio 1939. Nel Vicino oriente, il 21 dicembre 1939, il rial dell'Iran è stato ufficialmente svalutato di 40% rispetto al rial aureo.

Monete dell'America latina. Le monete dei paesi dell'America latina hanno subito, nei primi sette mesi del 1939, l'influenza della depressione sui mercati delle materie prime cominciata nell'autunno del 1937 e, negli ultimi mesi dell'anno, hanno sentito la ripercussione della guerra europea. In vari paesi, principalmente nel Messico e a Cuba, le monete hanno fluttuato per effetto di circostanze speciali. In generale, però, i paesi dell'America latina che producono materie prime hanno tratto beneficio dalla guerra nella posizione della loro bilancia dei pagamenti, mentre l'America centrale ha subito effetti sfavorevoli.

Il pezzo del Messico, che nel 1938 era stato deprezzato di 28%, è stato mantenuto al livello di circa 5 pezzi per dollaro degli Stati Uniti, dal luglio del 1938 al giugno del 1939, mercè restrizioni d'importazioni. Alla fine di giugno del 1939, il Senato americano approvò la proposta di ritirare alla Tesoreria la facoltà di acquistare argento all'estero, e la Tesoreria, nel timore di ricevere durante la discussione della nuova legge offerte d'argento dall'estero in quantità sempre crescenti, ne abbassò il prezzo d'acquisto da 43 a 40 centesimi per oncia, il 27 giugno, a $38\frac{1}{2}$ il 28 ed a 38 il giorno successivo. Come conseguenza immediata, la Banca del Messico si trovò esposta a forti domande di valuta estera (va ricordato che le esportazioni messicane d'argento, che si aggirano intorno a 80 milioni di oncie all'anno, occupano una posizione importante nella bilancia commerciale messicana). La Banca si ritirò dal mercato dei cambi al mattino del 27 giugno e subito il dollaro salì a 5,70. Quantunque il Congresso avesse prorogata la facoltà della Tesoreria americana di acquistare argento all'estero, il prezzo d'acquisto americano fu ulteriormente ridotto a centesimi $36\frac{3}{4}$ e fissato a 35 centesimi per oncia il 10 luglio, rimanendo successivamente su tale livello. Alla fine di luglio, il pezzo messicano era quotato a 6 contro il dollaro.

In seguito alla dichiarazione di guerra in Europa, si affacciarono nel Messico nuove prospettive d'esportazione per il petrolio, il rame ed altri minerali che migliorarono la posizione del pezzo messicano. In ottobre e novembre il cambio

medio fu 4,86, più alto che non a qualsiasi momento dopo la primavera del 1938. In novembre, il Governo messicano ha abolito la tassa di 4% sulle esportazioni di capitale che era stata imposta nel 1936. Non essendosi, peraltro, realizzate le speranze relative all'esportazione, si è verificata in dicembre una reazione che ha portato il cambio a 6, livello al quale la Banca del Messico si è impegnata a mantenerlo.

Anche a Cuba l'argento ha rappresentato un fattore importante nell'evoluzione monetaria. Il pezzo cubano, che circola unitamente al dollaro degli Stati Uniti come moneta legale, si è deprezzato bruscamente nel corso del 1939. Per qualche tempo il Governo cubano è stato acquirente d'argento, lo ha coniato e introdotto in circolazione insieme con certificati d'argento, realizzando un guadagno di 11 a 12 milioni di dollari per ogni 20 milioni emessi. Ne è risultata un'espansione della circolazione d'argento, la quale, verificandosi in un momento in cui l'esportazione di prodotti cubani era scarsa, ha fatto crescere il disaggio del pezzo rispetto al dollaro fino a 4% in marzo e quasi 6% alla fine di maggio. Allo scopo di provvedere i dollari degli Stati Uniti occorrenti al Governo cubano per il servizio del suo debito, è stato istituito, nel giugno, un Fondo di stabilizzazione e gli esportatori di zucchero e di lattice da raffinarsi negli Stati Uniti sono stati obbligati a cedere 20% (più tardi 30%) del ricavo delle loro vendite. Allorquando, alla fine di giugno, il Presidente chiese al Congresso cubano l'autorizzazione a coniare un importo supplementare di 15 milioni di pezzi, il disaggio salì a 16%. Lo scoppio della guerra, che suscitò negli Stati Uniti una forte domanda speculativa di zucchero e portò, a Nuova York, il prezzo dello zucchero grezzo da \$0,0290 per libbra alla fine d'agosto, a \$0,0367 $\frac{1}{2}$ alla fine di settembre, giovò alla difesa del pezzo, il cui cambio a Nuova York (divisa libera) scese a 9 pezzi per centesimo di dollaro. Diminuito il prezzo dello zucchero, nel novembre, il disaggio salì a 13%, per riscendere a 8% al principio della campagna saccarifera nel gennaio 1940.

Nel Brasile è rimasta in vigore la regolamentazione dei cambi istituita nell'aprile 1939, in virtù della quale il cambio ufficiale del dollaro è fissato a 16,5 milreis e parecchi tipi di cambi sono quotati sul mercato entro i limiti tra 19 e 22 milreis per dollaro. Continuano ad applicarsi cambi speciali per i turisti, per il trasferimento di dividendi ecc. Negli ultimi anni il Brasile ha resa più varia la sua produzione ed oggi si trova probabilmente in grado, meglio che non negli anni 1914-18, di far fronte alle difficoltà provenienti dalla guerra in Europa. In virtù di un accordo stipulato nel 1937, il Governo brasiliano ha cominciato ad acquistare oro dalla Tesoreria degli Stati Uniti e, precisamente nell'autunno 1939, ne acquistò per 6 milioni di dollari in due rate uguali. Coll'aiuto di un credito di 2,3 milioni di dollari ottenuto dalla Export-Import Bank, il Brasile ha acquistato negli Stati Uniti navi da carico; mediante un

ulteriore credito garantito dalla stessa banca è stato possibile liquidare 19,2 milioni di dollari di arretrati dovuti ad esportatori americani ed a possessori di investimenti in Brasile. Grazie a questo miglioramento nella posizioni dei cambi ed al simultaneo miglioramento della bilancia commerciale, il Governo brasiliano ha offerto di riprendere, a partire dal 1° aprile 1940, una parte del servizio del suo debito estero — in base ad un rimaneggiamento del programma di Aranha del 1934 la cui applicazione era stata sospesa nel novembre 1937 — e di restituire la libertà ad altri investimenti in milreis di pertinenza estera che si trovavano bloccati.

Il sol peruviano ha continuato a deprezzarsi durante la maggior parte del 1939, come era accaduto nell'anno precedente, e il cambio controllato ha raggiunto un livello medio di 5,76 per dollaro nel dicembre 1939, contro 4 alla fine del 1937. Un rapido miglioramento ha riportato il cambio, verso la metà di gennaio, a quasi 5; ma, nel marzo 1940, si è ritornati a $5\frac{3}{4}$.

Grazie a copiose vendite di cacao e di caffè, l'Equatore si è trovato in grado di abolire le restrizioni all'importazione a partire dal 1° gennaio 1940, dopo cinque mesi di migliori quotazioni per il cambio libero del sucre che era rimasto debole fino dall'autunno 1937.

In Bolivia, la moneta ha seguito il deprezzamento della sterlina nell'autunno 1939, fino a quando, in settembre, il cambio ufficiale è stato collegato al dollaro. La bilancia dei pagamenti è migliorata per effetto del rialzo dei prezzi dello stagno, ed è notevole che sul mercato non ufficiale inaugurato nell'agosto 1939, il boliviano si sia apprezzato da una media di 52 per dollaro in settembre a 40 nel gennaio 1940.

Come già notato, poche variazioni hanno subito, nel corso dell'anno, i valori delle altre monete sudamericane, nonostante il trasferimento dalla sterlina al dollaro del legame di dipendenza delle monete dell'Argentina e dell'Uruguay. Parecchi prodotti sudamericani hanno migliorato di prezzo nel corso dell'anno, per lo più come risultato delle migliorate condizioni degli affari negli Stati Uniti. La guerra europea ha avuto per effetto, da una parte, di rafforzare la domanda di taluni prodotti (per esempio: carni, cuoi, zucchero, lana, petrolio e stagno) d'altra parte, però, di arrestare il commercio d'esportazione verso la Germania che, nel 1938, rappresentava circa 10% delle esportazioni sudamericane. Inoltre, l'aumento del costo dei trasporti ed altre difficoltà hanno fatto salire il prezzo di parecchi prodotti d'importazione. Benchè siano naturalmente svanite le speranze esagerate di un aumento dei prezzi e del volume delle esportazioni, nell'insieme la situazione generale non è sfavorevole. In Brasile ed in Colombia si è ripreso, su scala limitata, il servizio dei debiti esteri. Nel Cile e nell'Uruguay è migliorata la posizione dei cambi e in Bolivia, nell'Equatore e

nel Perù lo slittamento della moneta nazionale, che continuava quasi senza interruzione dalla fine del 1937, si è arrestato.

Nell'America centrale l'influenza della guerra è stata avversa, in quanto ha portato un aumento dei prezzi per i prodotti d'importazione ed ha eliminato i mercati europei per molti prodotti d'esportazione altamente specializzati, per i quali non si presentano migliori prospettive di vendite negli Stati Uniti. Qualche nuovo provento può attendersi in questi paesi dalla deviazione del traffico turistico proveniente dagli Stati Uniti. Mentre nella maggioranza dei paesi in questione si è riusciti a mantenere fermi i cambi, il cordoba si è deprezzato, nel Nicaragua, da una media di 5,13 per dollaro nel gennaio 1939 a 6 nel gennaio scorso.

Dopo il 1931, i movimenti irregolari di grandi quantità di capitali estremamente mobili sono da annoverarsi fra le difficoltà maggiori sui mercati dei cambi. A questo riguardo il cambiamento decisivo è avvenuto nell'autunno 1939. I movimenti di capitali sono stati resi più difficili dalle restrizioni ai cambi; inoltre, la massa dei capitali esteri esistenti sui vari mercati europei era già stata fortemente ridotta dall'esodo cospicuo degli ultimi anni.

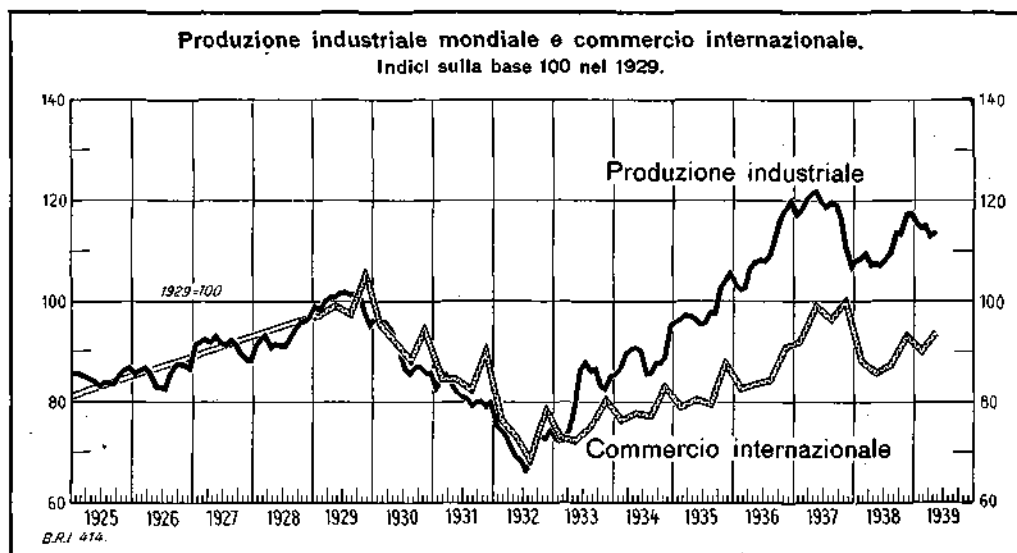
D'altra parte è cresciuta la necessità di disporre di valuta liquida per le importazioni e gli investimenti a lungo termine vengono realizzati al fine di creare disponibilità liquide per le occorrenze del commercio. I movimenti dell'oro e dei capitali dipendono più strettamente da quelli delle merci e dei servizi e, pertanto, hanno maggiore influenza sulla ripartizione del potere d'acquisto e quindi anche sulle relazioni tra costi e prezzi. Per il momento, i mercati dei cambi sono dominati in gran parte dai tassi stabiliti ufficialmente i quali, secondo ogni probabilità, rimarranno in vigore per la durata delle ostilità. Gli adeguamenti che si renderanno necessari al ritorno della pace dovranno però tener conto delle alterazioni fondamentali che si saranno prodotte nelle relazioni tra costi e prezzi e che, nei singoli paesi, hanno già cominciato a manifestarsi sotto la spinta di circostanze interne ed esterne.

2. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE.

La continua ripresa del commercio internazionale, passato dal profondo ristagno del 1932 al pieno risveglio nel 1937, subì un regresso nel 1938, anno in cui il volume degli scambi si contrasse di circa 8%. Per il 1939, mancano dati completi, perchè parecchi paesi hanno sospesa nell'autunno la pubblicazione delle statistiche, ma le cifre che si posseggono per i primi otto mesi dell'anno mostrano, in raffronto allo stesso periodo dell'anno precedente, un certo aumento di volume, che divenne importante nella primavera e nell'estate del 1939 per effetto delle

migliori condizioni degli affari negli Stati Uniti (di cui è indice l'aumento delle importazioni) e dei maggiori acquisti di merci da parte di governi europei a scopo di formazione di scorte. Scoppiata in settembre la guerra, le relazioni commerciali subirono grandi interruzioni per effetto dei vari provvedimenti bellici, dei blocchi, dei ritardi nei porti, dell'allungamento delle rotte ecc.; ne seguì una diminuzione nel volume totale degli scambi, quantunque in talune direzioni questi ultimi venissero intensificati. Durante la guerra del 1914-18 il volume del commercio internazionale si era contratto parallelamente alla produzione mondiale, come risulta dal grafico alla pagina 6 ed è possibile che si assista ora ad un fenomeno analogo.

Esiste in generale una correlazione molto stretta tra gli indici della produzione mondiale e del commercio internazionale, che pur sono calcolati sulla base di serie di dati completamente indipendenti le une dalle altre. Difatti, l'espansione del commercio mondiale tra il 1850 e il 1929, come la sua contrazione durante il periodo bellico dal 1914 al 1918, ha proceduto ad un ritmo molto vicino a quello della produzione industriale mondiale; lo stesso può dirsi della diminuzione verificatasi tra il 1929 e il 1932. Si confronti, per gli anni successivi al 1929, il grafico alla pagina 6 cui si è sopra accennato, con quello seguente:



A partire dal 1932 la ripresa della produzione industriale nel mondo si è svolta ad un ritmo più accelerato che non quella del commercio internazionale. Il fatto che il commercio estero non sia riuscito a tener dietro alla produzione nazionale, è senza dubbio dovuto principalmente al rafforzamento del protezionismo, alle tendenze autarchiche, alle difficoltà monetarie che hanno inceppato in ispecial modo gli scambi internazionali ed all'abbandono quasi totale della consuetudine dell'emissione di prestiti internazionali; può però anche essere posto

in relazione col fatto che parecchi paesi sono riusciti ad accrescere la loro capacità di far fronte al proprio fabbisogno nazionale con la produzione interna. Non sembra probabile però che siffatte tendenze, anche se intensificate dalla guerra attuale, finiscano per cagionare, alla lunga, una diminuzione permanente del commercio mondiale. Il volume di quest'ultimo nel biennio 1938-39 si manteneva ancora, nonostante il regresso rispetto al livello raggiunto nel 1937, a circa 15 % al disopra di quello del 1913, e tutto permette di credere che esso continuerà ad aumentare ogniqualvolta aumenterà la produzione ed il benessere generale.

La stretta correlazione che intercede tra la produzione nazionale ed il commercio estero è anche messa in evidenza dalla seguente tabella, estratta dalla "Rivista del commercio mondiale nel 1938" edita dal Dipartimento economico della Società delle Nazioni:

Ripartizione percentuale del valore del commercio internazionale.

Gruppi continentali	Importazioni		Esportazioni		Totale	
	1929	1938	1929	1938	1929	1938
Europa (inclusa l'U. R. S. S.)	55,5	57,3	48,8	47,0	52,4	52,3
America settentrionale . . .	16,1	10,9	19,5	17,7	17,7	14,2
America latina	7,7	7,6	9,6	9,4	8,6	8,4
Africa	4,8	6,3	4,5	6,6	4,6	6,5
Asia (esclusa l'U. R. S. S.) .	13,2	14,8	14,9	15,8	14,0	15,3
Oceania	2,7	3,1	2,7	3,5	2,7	3,3
Totale	100	100	100	100	100	100

Il cambiamento più importante verificatosi nelle importazioni è la diminuzione della quota spettante all'America settentrionale da 16,1 % nel 1929 a 13,9 % nel 1937 e a 10,9 % nel 1938. La contrazione dell'ultimo anno è dovuta principalmente al regresso della produzione industriale negli Stati Uniti e alla conseguente diminuzione delle importazioni americane, particolarmente nel settore delle materie prime. La quota spettante all'Europa nel totale del commercio internazionale era nel 1938 identica a quella del 1929, con la differenza però che, mentre le importazioni erano aumentate, le esportazioni risultavano diminuite. Il regresso del 1938 è meno appariscente in Europa che non negli altri continenti, perchè nei primi mesi del 1939 le importazioni europee hanno accusato una certa contrazione, meno grande tuttavia di quella subita dai paesi dell'America latina. Questi ultimi, dopo avere approfittato dell'aumento di potere d'acquisto — concomitante al rialzo dei prezzi delle materie prime durante la ripresa del 1937 — per importare più abbondantemente, si trovarono costretti, allorchè i prezzi declinarono, ad imporre severe restrizioni alle loro importazioni per difendere la valuta. Durante i primi sei mesi del 1939, il valore in dollari

delle loro importazioni fu di 14% inferiore a quello del periodo corrispondente dell'anno precedente. La tabella mostra anche il notevole aumento delle importazioni del continente africano — effetto del prezzo più remunerativo della produzione aurifera del Transvaal — del continente asiatico (compreso, in misura non trascurabile, l'Estremo oriente nonostante lo stato di guerra in Cina) e dell'Oceania.

Per la maggior parte dei paesi del continente europeo l'andamento del commercio della Germania negli ultimi anni ha avuto particolare importanza. Nel 1938 la Germania presenta, per la prima volta dal 1934, un'eccedenza delle importazioni per 192,4 milioni di marchi, donde un aumento del debito tedesco verso l'estero. Nell'ultima relazione annuale della Reichsbank si accenna alla ricomparsa di un'eccedenza delle esportazioni nel 1939. Anche dopo lo scoppio delle ostilità, la Germania ha aumentato le sue esportazioni verso quei paesi con i quali ha potuto mantenere relazioni commerciali, riducendo in tal modo, negli ultimi mesi del 1939, lo scoperto nei conti di compensazione. Il commercio con l'Europa sud-orientale è più che raddoppiato tra il 1929 ed il 1938 ed in quest'ultimo anno esso rappresenta all'incirca 10% del commercio estero tedesco. Per i paesi balcanici e per quelli del bacino danubiano la Germania è diventata, specie dopo la sottomissione della Ceco-Slovacchia, la principale origine delle importazioni e lo sbocco principale delle esportazioni.

Per quanto riguarda le importazioni dei detti paesi, quelle provenienti dalla Germania vanno da un minimo di 30% per la Grecia ad un massimo di 65% per la Bulgaria. Dal lato delle esportazioni, il primo posto è occupato dalla Bulgaria che invia in Germania 68% dei suoi prodotti, mentre l'ultimo spetta alla Romania, con una percentuale che però non è inferiore a 32%. In questi ultimi anni la Germania ha occupato un posto importante anche per quanto riguarda le importazioni danubiane di materie prime extra-europee, scaricate in gran parte ad Amburgo od in altri porti tedeschi e quindi trasportate nei paesi balcanici per via d'acqua (fiume o canale) o per strada ferrata. Sebbene queste materie prime costassero ai detti paesi divise libere ai prezzi mondiali, le spese accessorie di porto, di trasporto per ferrovia o per via d'acqua, le commissioni varie ecc. venivano liquidate attraverso il conto di compensazione colla Germania. Cessate, collo scoppio della guerra, le importazioni di materie prime via Amburgo o altri porti tedeschi, i paesi in questione hanno dovuto cercare altre strade per le loro importazioni, donde un aumento del fabbisogno di divise libere che ha influito, sotto molti aspetti, sulla politica valutario-commerciale dei paesi balcanici e danubiani ed il ricorso a nuovi intermediari come, ad esempio, l'Italia. Un aspetto interessante del commercio estero di questo gruppo di paesi risiede nel fatto che non meno dell'80% del totale delle loro importazioni ed esportazioni viene trasportato su battelli, per mare o per fiume.

Paesi danubiani e balcanici — Eccedenza attiva (+) o disavanzo (—)
della bilancia commerciale.

Periodo	Bulgaria	Grecia	Jugo- slavia	Un- gheria	Romania	Turchia
	Leva	Dracme	Dinari	Pengö	Lei	Lire turche
Milioni						
1938 gennaio-marzo . . .	+ 467	- 815	- 138	+ 38	- 349	- 1
aprile—giugno . . .	- 236	- 2.644	- 120	+ 14	+ 101	- 19
luglio—settembre . . .	- 371	- 1.959	- 37	+ 43	+ 988	- 13
ottobre—dicembre . . .	+ 783	+ 806	+ 367	+ 10	+ 2.026	+ 28
1939 gennaio—marzo . . .	- 230	- 719	- 175	+ 20	- 352	0
aprile—giugno . . .	- 363	- 2.122	+ 61	+ 18	+ 539	- 10
luglio—settembre . . .	+ 74	- 1.401	+ 140	+ 34	+ 810	- 4
ottobre—dicembre . . .	+ 1.387	+ 1.168	+ 738	+ 43	+ 2.921	+ 24
1940 gennaio—marzo . . .	+ 169	- 201	+ 435	.	+ 2.293	+ 21

L'Italia, tra il 1938 ed il 1939, ha ridotto l'eccedenza delle importazioni da 10,9 miliardi di lire a circa 10 miliardi mentre il totale delle esportazioni saliva da 8 a 8,5 miliardi di lire. Nel 1939, le esportazioni rappresentano 84,4% delle importazioni, percentuale che non è mai stata così elevata dal 1900 in poi, tranne soltanto nel 1931. La diminuzione delle importazioni è dovuta in parte ad una contrazione del volume, ma anche al ribasso dei prezzi di gran numero di materie prime. L'aumento delle esportazioni sta a dimostrare le maggiori vendite di prodotti finiti e semi-lavorati, che rappresentano nel loro insieme i tre quinti del totale delle esportazioni italiane. La nuova politica economica italiana si riflette particolarmente nella riduzione delle importazioni dei prodotti meccanici e dei generi alimentari e, allo stesso tempo, nell'aumento delle esportazioni in talune categorie di prodotti delle industrie meccaniche, chimiche ecc.

Per quanto riguarda la Francia, non si dispone di dati relativi alla bilancia commerciale se non per i primi sette mesi dell'anno, durante i quali l'eccedenza delle importazioni è stata di 5627 milioni di franchi, contro 7977 milioni per lo stesso periodo dell'anno precedente. Le importazioni sono aumentate in valore di 6% (in seguito al deprezzamento del franco) diminuendo però in volume di 12% per effetto del minore fabbisogno di materie prime estere dovuto all'aumento della produzione mineraria nazionale. D'altra parte, le esportazioni sono salite, in valore ed in volume, rispettivamente di 28% e 5%. Gli scambi commerciali tra la madrepatria e le colonie hanno accusato un aumento netto, tanto in valore quanto in volume: le importazioni in Francia provenienti dalle colonie si sono accresciute di oltre 1 miliardo di franchi e le esportazioni sono aumentate di 1430 milioni.

L'eccedenza delle importazioni nel Regno Unito si è accresciuta, tra il 1938 ed il 1939, di soli 14 milioni di sterline, nonostante la forte contrazione delle esportazioni durante i primi quattro mesi di guerra:

Commercio estero del Regno Unito nel 1938 e 1939.

	Gennaio-agosto			Settembre-dicembre			Anno intero		
	1938	1939	Variazione	1938	1939	Variazione	1938	1939	Variazione
	Millioni di sterline								
Importazioni definitive	571	567	— 4	287	273	— 14	858	840	— 18
Esportazioni	307	314	+ 7	164	125	— 39	471	439	— 32
Eccedenza d'importazioni	264	253	— 11	123	148	+ 25	387	401	+ 14

La forte diminuzione delle importazioni si riscontra soprattutto nelle categorie dei generi alimentari, delle bevande e del tabacco — e si spiega dato il ribasso dei prezzi — mentre quella delle esportazioni, verificatasi dopo lo scoppio della guerra, va messa in relazione principalmente colle minori vendite di manufatti. Durante gli ultimi quattro mesi dell'anno gli acquisti all'estero furono in realtà di molto superiori a quelli che risultano dai dati statistici. Se si prende, ad esempio, il caso degli aeroplani, gli ordinativi furono collocati ed i relativi versamenti furono fatti prima ancora che la produzione fosse stata portata a termine e di gran lunga avanti la consegna. Per quanto riguarda gli acquisti su larga scala di materie prime e di generi alimentari effettuati oltre oceano ed in ispecie nell'ambito dell'Impero, la merce fu pagata e immagazzinata, in molti casi presso gli stessi paesi esportatori, in attesa che se ne rendesse possibile l'imbarco.

Durante i primi quattro mesi del 1940, l'eccedenza delle importazioni è salita a 237 milioni di sterline contro 116 milioni nel 1939. L'aumento in valore delle esportazioni è stato di 9%, ma quello delle importazioni ha raggiunto 45%.

Tra i rimanenti paesi europei la Danimarca, la Norvegia, i Paesi Bassi, la Svezia e la Svizzera presentano tutti nel 1939 un'eccedenza di importazioni superiore a quella del 1938; la ragione principale va ricercata nelle maggiori importazioni degli ultimi tre mesi.

L'aumento di valore corrisponde in parte al maggior volume delle merci importate al fine di accrescere le scorte; in parte, al rialzo dei prezzi, specie nei casi in cui trattasi di merci consegnate nel paese di destinazione. D'altro lato, il Belgio è passato, tra il 1938 ed il 1939, da un'eccedenza di importazioni per 1399 milioni di franchi belga ad un'eccedenza di esportazioni per 1952 milioni. Questo miglioramento è dovuto principalmente al declino delle importazioni, che da un anno all'altro si sono contratte di 3238 milioni di franchi, mentre le esportazioni si mantenevano abbastanza bene, grazie, in larga misura, alla domanda

di ferro, di acciaio e di carbone, aumentata da parte dei belligeranti e non diminuita da parte dei neutrali, ai quali i paesi in guerra non hanno potuto continuare tali forniture.

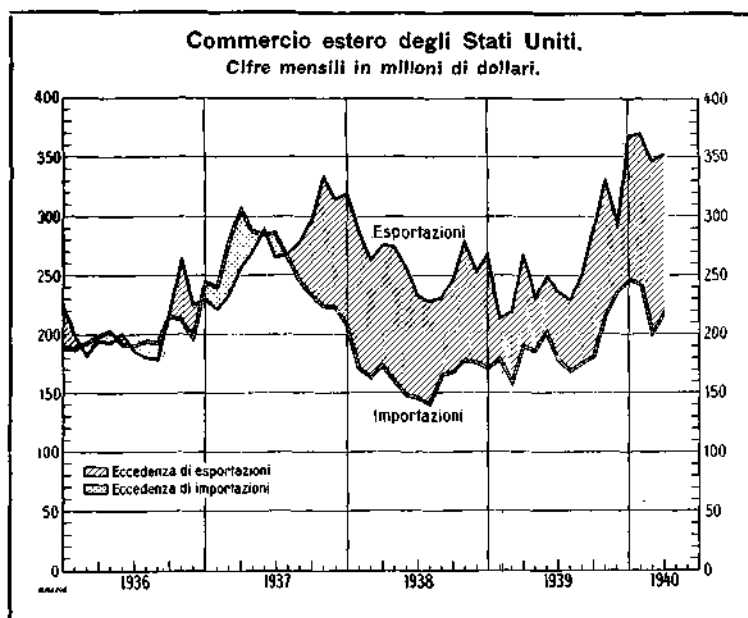
Eccedenza attiva (+) o disavanzo (—) del commercio estero di alcuni paesi.

	Belgio	Dani- marca	Paesi Bassi	Nor- vegia	Svezia	Svizzera
	Franchi belga	Corone danesi	Fiorini	Corone norvegesi	Corone svedesi	Franchi svizzeri
	Milioni					
1938 gennaio—marzo . . .	- 581	- 69	- 103	- 94	- 68	- 94
aprile—giugno . . .	- 638	+ 29	- 99	- 133	- 27	- 69
luglio—settembre . . .	- 468	- 9	- 83	- 106	- 53	- 84
ottobre—dicembre . . .	+ 214	- 41	- 90	- 69	- 90	- 44
1939 gennaio—marzo . . .	- 468	- 35	- 92	- 106	- 116	- 68
aprile—giugno . . .	+ 390	- 15	- 112	- 133	- 115	- 123
luglio—settembre . . .	+ 1.118	- 21	- 113	- 109	- 124	- 111
ottobre—dicembre . . .	+ 1.024	- 96	- 233	- 205	- 256	- 304
1940 gennaio—marzo . . .	+ 1.726	+ 2	- 191	- 176	- 151	- 283

Per i paesi rimasti neutrali durante l'inverno del 1939-40, la conclusione di accordi commerciali con i belligeranti di ambedue le parti costituì un mezzo importante al fine di salvaguardare la maggior parte possibile del loro commercio estero. Tutta questa rete di accordi però non ha avuto effetti che in una sola direzione: una speciale attenzione è stata naturalmente portata su quelle merci che costituiscono il nerbo della guerra (ferro, acciaio e petrolio) e sui generi alimentari base, mentre gli articoli di consumo diretto, ed in ispecie quelli di carattere voluttuario e di lusso, passavano ad un posto secondario. In alcuni casi, tra belligeranti e paesi extra-europei, come ad esempio tra il Regno Unito e l'Argentina, furono conclusi nuovi accordi di compensazione; con i governi di alcuni paesi extra-europei si addivenne ad intese speciali per il rifornimento di determinato materiale bellico ecc.

Il commercio estero degli Stati Uniti, che durante la primavera e l'estate del 1939 era rimasto ad un livello relativamente basso, aumentò bruscamente in conseguenza della guerra; salirono rapidamente le esportazioni ed anche le importazioni progredirono in relazione all'aumentata attività economica del paese.

L'esportazione dei prodotti americani si è mantenuta ad un livello relativamente alto durante tutto il 1937 (nonostante l'arresto della ripresa economica nell'autunno) e nella prima metà del 1938. Gli abbondanti raccolti degli anni che fecero seguito alla siccità del 1936, portarono ad un aumento delle esportazioni agricole; la domanda europea si manteneva pressochè inalterata mentre si faceva forte quella dei paesi produttori di materie prime, grazie all'aumento



del loro potere di acquisto dipendente dal rialzo dei prezzi di tali materie durante l'eccezionale ripresa del 1936-37. Dopo che, nel corso del 1938, parecchi di questi paesi ebbero presi provvedimenti restrittivi delle importazioni per contenere il disavanzo della bilancia commerciale, le esportazioni ameri-

cane cominciarono a retrocedere e durante i primi cinque mesi del 1939 si mantennero, in valore, costantemente al disotto della cifra del corrispondente periodo del 1938.

Per effetto della guerra, le esportazioni americane hanno raggiunto verso la fine dell'anno il livello più alto degli ultimi dieci anni. I progressi più spiccati si riscontrano nel cotone, nei metalli e nei prodotti finiti (gli aeroplani in particolare) nonchè nei veicoli a motore e nei macchinari, nei prodotti petroliferi e chimici. Tranne il cotone, i prodotti agricoli sono fortemente in regresso, specie il tabacco e le frutta.

Le importazioni americane avevano raggiunto, nel marzo del 1937, l'alto livello di 300 milioni di dollari, ma con l'improvviso arresto della rapida ripresa del 1936-37, dovuto in grande misura alla rapida accumulazione delle scorte di magazzino, la domanda americana di materie prime d'oltreoceano si è contratta bruscamente, e le importazioni, nel luglio 1938, scesero a soli 140 milioni di dollari. Con la ripresa degli affari negli Stati Uniti, nella seconda metà del 1938, anche le importazioni risalirono gradatamente per raggiungere, nel marzo del 1939, i 190 milioni di dollari, cifra però che poté a stento mantenersi nei mesi seguenti. L'incremento della domanda, tanto nazionale quanto estera, di prodotti americani, all'indomani della dichiarazione di guerra, nonchè l'espansione della produzione industriale che raggiunse nel dicembre del 1939 un livello altissimo, stimolarono anche le importazioni, benchè non ad un ritmo così rapido. Giunti però al nuovo anno, l'accumulazione delle riserve venne improvvisamente ad arrestarsi ed il brusco declino che ne risultò nella produzione industriale poté trovare una contropartita in una diminuzione delle importazioni, le quali

si mantennero, ciononostante, al disopra di 200 milioni di dollari. Ad esempio, le importazioni di stagno, di lana e di gomma, nel marzo del 1940, si ritrovarono, in confronto allo stesso mese dell'anno precedente, ad un livello superiore di non meno di 97, 94 e 48 %, rispettivamente.

Bilancia commerciale degli Stati Uniti.

Eccedenza attiva (+) o disavanzo (-)	1937	1938	1939	1940
	Millioni di dollari			
Gennaio-marzo .	- 113	+ 319	+ 173	+ 410
Aprile-giugno .	- 34	+ 311	+ 149	.
Luglio-settembre .	+ 97	+ 231	+ 242	.
Ottobre-dicembre	+ 315	+ 274	+ 295	.
Anno	+ 265	+ 1.134	+ 858	.

La tabella qui accanto mostra l'effetto di questi vari movimenti dell'esportazione e dell'importazione sulla bilancia commerciale degli Stati Uniti.

Il fatto che le esportazioni siano state ecce-

zionalmente elevate mentre le importazioni rimanevano ad un livello modesto, ha avuto per risultato che l'eccedenza delle esportazioni, nel trimestre gennaio-marzo 1940, è stata più alta che non in qualsiasi altro trimestre dal 1921 in poi.

La distribuzione geografica del commercio di esportazione americano si è spostata leggermente nel 1939 a favore dell'emisfero occidentale, e ciò si è verificato specialmente durante la guerra, per quanto 64 % delle esportazioni americane nel detto anno (contro 66 % l'anno precedente) continuassero ad essere dirette verso l'Oceano Atlantico e verso il Pacifico. L'aumento delle esportazioni dal settembre in poi non si riscontra nel commercio diretto tra gli Stati Uniti e il Regno Unito e la Francia (nonostante i larghi acquisti di aeroplani, di metalli e di altro materiale bellico da parte di quest'ultimi due) bensì quasi interamente nei confronti dei paesi europei neutrali e di paesi extra-europei. Gli acquisti di prodotti degli Stati Uniti da parte delle nazioni scandinave è aumentato di non meno di 67 % rispetto al 1938; quelli da parte del Canada sono saliti di circa 43 % e quelli da parte dell'America latina di 42 %. Le spedizioni dirette alla Germania, già diminuite sensibilmente durante gli ultimi anni, si sono ridotte a proporzioni trascurabili.

Gli sforzi per migliorare il commercio con l'America latina si sono concretati sotto forma di prestiti concessi dalla Export-Import Bank, in un progetto di banca interamericana e nella continuazione del programma governativo di accordi commerciali. Quest'ultimo però subì un certo regresso allorché si dovettero interrompere i negoziati con l'Argentina e l'Uruguay a seguito della impossibilità di modificare le norme in vigore negli Stati Uniti relative alle importazioni di carni bovine.

A partire dalla primavera del 1939 le esportazioni canadesi superarono il livello dell'anno precedente e dal settembre in poi continuarono a progredire

per effetto delle forniture di guerra e dei larghi ordinativi di legname e di pasta di legno susseguenti alla brusca contrazione degli invii scandinavi. Nel dicembre del 1939, le esportazioni di prodotti canadesi raggiunsero il livello più elevato dal novembre del 1936 e, nello stesso tempo, la cifra più alta che si sia mai avuta in dicembre, dal 1929 in poi. Le importazioni subirono prontamente l'effetto dell'aumento del reddito canadese e quello del rialzo dei prezzi mondiali, ma l'eccedenza delle esportazioni riuscì a mantenersi e financo a crescere leggermente.

Anche sul commercio dell'America latina la guerra non poteva mancare di far sentire i suoi effetti. Dato che i paesi dell'America centrale e meridionale producono pressochè le stesse categorie di merci, il commercio tra di loro è limitato e le loro relazioni commerciali con l'estero consistono piuttosto in scambi di materie prime contro prodotti finiti, forniti dai paesi d'oltremare che trovansi ad un grado di sviluppo economico molto più progredito. Per quanto nella maggior parte dei paesi dell'America latina il processo d'industrializzazione abbia fatto progressi dal 1914-18 ad oggi, quelle regioni devono tuttora fare assegnamento sul proprio commercio d'oltremare per il collocamento dell'eccedenza dei loro prodotti grezzi e per le loro occorrenze di prodotti finiti.

Gli effetti immediati della guerra sono stati, da una parte, la perdita dell'importante mercato tedesco e, dall'altra, l'aumento delle esportazioni di materie prime industriali e di prodotti alimentari fondamentali verso altri paesi. Tuttavia le reazioni non sono state identiche nei vari paesi. Nella maggior parte delle repubbliche dell'America latina il commercio di esportazione prospera o languisce a seconda della domanda e del prezzo di quell'unico o di quei pochi prodotti che costituiscono il grosso delle vendite all'estero di ciascun paese. Trascorse le prime settimane di settembre, l'aumento della domanda non si estese a taluni tipi di generi alimentari di classe elevata, come il caffè, lo zucchero ed i frutti tropicali; conseguentemente, vari paesi, specie nell'America centrale, si trovarono a dover subire l'aumento dei prezzi dei prodotti importati, senza poter accrescere in contropartita i proventi delle esportazioni.

L'Argentina, che in tutta l'area in questione è il paese il cui commercio di esportazione presenta l'aspetto più vario, ha visto aumentare sensibilmente, per effetto della guerra, le proprie vendite di carni, di lana e di frumento. Già nella primavera del 1939, non appena il raccolto divenne disponibile per la vendita, la bilancia commerciale, passiva nel 1938, divenne attiva; tale essa rimase, contrariamente alla consueta tendenza stagionale, anche negli ultimi quattro mesi dell'anno, durante i quali l'eccedenza delle esportazioni concorse per un terzo a formare il saldo attivo totale dell'anno, che fu di 428 milioni di pezzi; in gennaio le esportazioni continuavano a tenersi ad un livello alto, sebbene ancora inferiore al massimo raggiunto nel 1937. Il Brasile compensò le minori vendite di caffè aumentando quelle del cotone. Il Perù, la Bolivia

ed il Venezuela trovarono facili sbocchi per lo stagno, per gli altri metalli non ferrosi e per il petrolio. Il Cile perdette per il rame il mercato tedesco e risentì anche le conseguenze del programma franco-inglese d'acquisti nel solo ambito dei due imperi; trovò però un certo compenso nell'espansione delle vendite di nitrati. Sulla bilancia commerciale della Colombia, di Haiti, del Nicaragua e di Cuba produssero effetto sfavorevole sia la perdita del mercato tedesco, sia la mancanza di elasticità nella domanda dei loro prodotti, siano, infine, le restrizioni delle importazioni di lusso motivate dalla preoccupazione, in altri paesi, di conservare le proprie disponibilità di divise.

Per quanto riguarda il loro commercio d'importazione, i paesi dell'America latina hanno risentito la deficienza di mezzi di trasporto transoceanico, che non hanno invece fatto difetto nel traffico tra l'Europa e l'America settentrionale. Il posto lasciato vuoto dall'eliminazione della Germania quale mercato fornitore di prodotti finiti, è stato occupato in un primo tempo dagli Stati Uniti, ma la mancanza di disponibilità in dollari ha indotto i paesi dell'America latina a importare di preferenza dal Regno Unito, dall'Italia e dal Giappone. L'Argentina, ad esempio, ha concluso un accordo di compensazione col Regno Unito ed un accordo commerciale col Giappone.

Nell'Estremo oriente, il commercio estero del Giappone ha tratto un certo beneficio dalla maggiore domanda che si è venuta a creare in conseguenza della guerra, ma non nella misura del 1914-18, data, fra l'altro, la minore disponibilità di beni destinati al consumo estero. L'eccedenza delle esportazioni giapponesi (comprese quelle provenienti dalla Corea e da Formosa) è salita da 58 milioni di yen nel 1938 a 802 milioni nel 1939, ma il miglioramento constatato rispetto ai paesi non compresi nell'area dello yen (all'infuori cioè del Manciukuò e della Cina del Nord) è di soli 190 milioni di yen, come appare dalla tabella seguente:

Bilancia commerciale del Giappone e della sua sfera d'influenza.

Eccedenza di esportazioni (+) o importazioni (-)	1937	1938	1939
	Milioni di yen		
Area dello yen .	+ 326	+ 598	+ 1.152
Paesi fuori dell'area	- 963	- 540	- 350
Totale . .	- 637	+ 58	+ 802

Il Giappone ha esportato nel Manciukuò principalmente beni strumentali e nella Cina beni di consumo (tessili e altri). In settembre, è stato fatto un tentativo al fine di diminuire le esportazioni verso l'area dello yen in considerazione del fatto che esse non sono produttive di divisa;

ma il risultato delle restrizioni è stato piuttosto limitato. Per quanto riguarda il commercio con paesi non compresi nell'area dello yen, il loro disavanzo commerciale nei confronti degli Stati Uniti è stato ridotto di 130 milioni di yen (le maggiori importazioni hanno trovato un compenso in un aumento di 250 milioni

di yen nelle esportazioni, dovuto principalmente ai più alti prezzi della seta greggia). Si sono accresciute anche le esportazioni verso l'America latina, l'India britannica e le Indie orientali olandesi, mentre sono diminuite le vendite all'Europa.

Il commercio estero della Cina è salito considerevolmente nel 1939 (le importazioni in misura maggiore delle esportazioni). Il Dipartimento statistico dell'Ispettorato generale delle dogane fornisce le seguenti cifre (in dollari yuan del Governo nazionale ("Fapi") ed in unità auree):

Cina — Commercio estero.

Anno	Esportazioni	Importazioni	Saldo	Esportazioni	Importazioni
	Millioni di yuan del Governo nazionale ("Fapi")			Millioni di unità auree	
1937	838,8	956,2	- 117,4	369,0	420,6
1938	763,7	895,2	- 131,5	331,7	389,5
1939	1.030,4	1.343,0	- 312,6	409,0	542,6

I mutamenti monetari che hanno avuto luogo in Cina in questi ultimi anni non permettono una visione netta degli sviluppi commerciali del paese; comunque sembra certo che, tra il 1938 e il 1939, sia aumentato tanto il volume delle importazioni quanto quello delle esportazioni.

Anche l'Australia e la Nuova Zelanda hanno risentito l'effetto della guerra sul loro commercio estero, ma le reazioni nei due paesi sono state differenti, data la disparità delle condizioni locali. Le esportazioni di prodotti australiani (a parte l'oro di nuova estrazione) appaiono nelle statistiche di ottobre in brusco rialzo al disopra del livello dell'anno precedente. Alle vendite di materie prime e di generi alimentari alla Gran Bretagna è dovuta la maggior parte dell'aumento di volume delle merci spedite. Ad esse occorre aggiungere altre importanti vendite fatte contro accantonamento di disponibilità a Londra per conto australiano, senza che le merci in questione figurino nelle statistiche d'esportazione, poichè esse rimasero immagazzinate in Australia in attesa di essere imbarcate e spedite.

Anche dalla Nuova Zelanda il Governo britannico acquistò merci pagandole anticipatamente e depositandone il controvalore a Londra a favore della Nuova Zelanda, ma le cifre pubblicate per le esportazioni non presentano aumenti importanti durante gli ultimi tre mesi dell'anno. Tanto nel 1939, quanto nel 1938, il volume totale delle esportazioni (tenuto conto delle variazioni dei prezzi) è stato più basso della media del periodo 1933-37; il declino è da attribuire al maggior sviluppo dei lavori pubblici e delle industrie locali, il quale ha distolto mano d'opera e materie prime dal commercio di esportazione.

Per quanto riguarda le importazioni, il primo effetto della guerra è stato quello di rendere più difficili le consegne; vediamo così, in Australia, le cifre per i mesi che vanno dal settembre al novembre 1939 scendere al disotto di quelle dell'anno precedente. Nel gennaio del 1940 vi fu tuttavia un brusco aumento delle importazioni in Australia di non meno di 40% rispetto alla cifra del gennaio 1939. Anche nella Nuova Zelanda, dopo lo scoppio delle ostilità, si incontrarono le stesse difficoltà ed il controllo delle importazioni, già introdotto in questo paese nell'autunno del 1938, fu reso ancor più serrato. Le cifre seguenti mostrano l'andamento delle importazioni. Le restrizioni imposte alle importazioni hanno colpito in generale merci che entravano in concorrenza con prodotti locali (come ad esempio gli oggetti di abbigliamento, la chincaglieria, la coltelleria ecc.) ad esse vanno aggiunti i veicoli a trazione meccanica e gli attrezzi per lavori pubblici.

Nuova Zelanda — Importazioni.

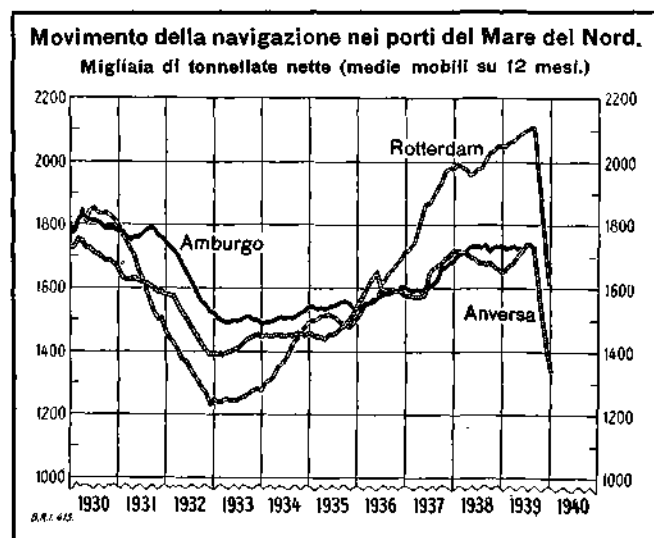
Periodi	1938	1939	Differenza
	Millioni di sterline neo-zelandesi		
Primo semestre . .	27,1	28,2	+ 1,1
Luglio-settembre .	14,5	11,9	- 2,6
Ottobre-dicembre .	13,8	9,3	- 4,5
Totale	55,4	49,4	- 6,0

E' stata valutata ufficialmente a circa 12 milioni di sterline neo-zelandesi l'eccedenza delle esportazioni necessaria per coprire le partite invisibili passive della bilancia dei pagamenti

della Nuova Zelanda, compreso l'interesse sul debito pubblico e privato ecc. Per il 1938 ed il 1939, l'eccedenza in questione è stata rispettivamente di 3 e di 8,6 milioni di sterline neo-zelandesi. Per quanto quest'ultimo ammontare risulti ancora insufficiente, la situazione commerciale della Nuova Zelanda è andata migliorando durante la guerra e le disponibilità delle banche neo-zelandesi sul-

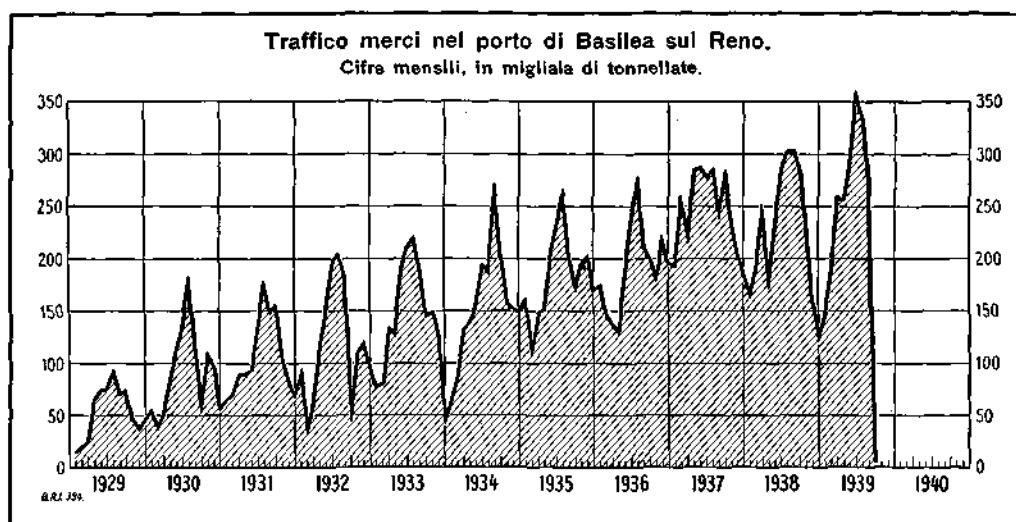
l'estero si sono più che raddoppiate tra il settembre 1939 e il marzo 1940.

I pagamenti anticipati fatti dal Regno Unito all'Australia e alla Nuova Zelanda costituiscono un esempio delle misure eccezionali prese dopo l'inizio delle ostilità e rappresentano nello stesso tempo un distacco dalle consuetudini del commercio internazionale. Ma forse, tra le novità, quelle



che maggiormente risaltano sono i cambiamenti nelle rotte commerciali per cui taluni porti, come ad esempio Genova e Bordeaux, sono cresciuti d'importanza, mentre il traffico di altri, come Amburgo, Rotterdam e Anversa, è sceso brusca mente negli ultimi quattro mesi del 1939.

Un esempio che colpisce ancora di più è il traffico del porto di Basilea, che dal 1929 era andato attrezzandosi per servire come porta principale d'ingresso delle merci voluminose in Svizzera.



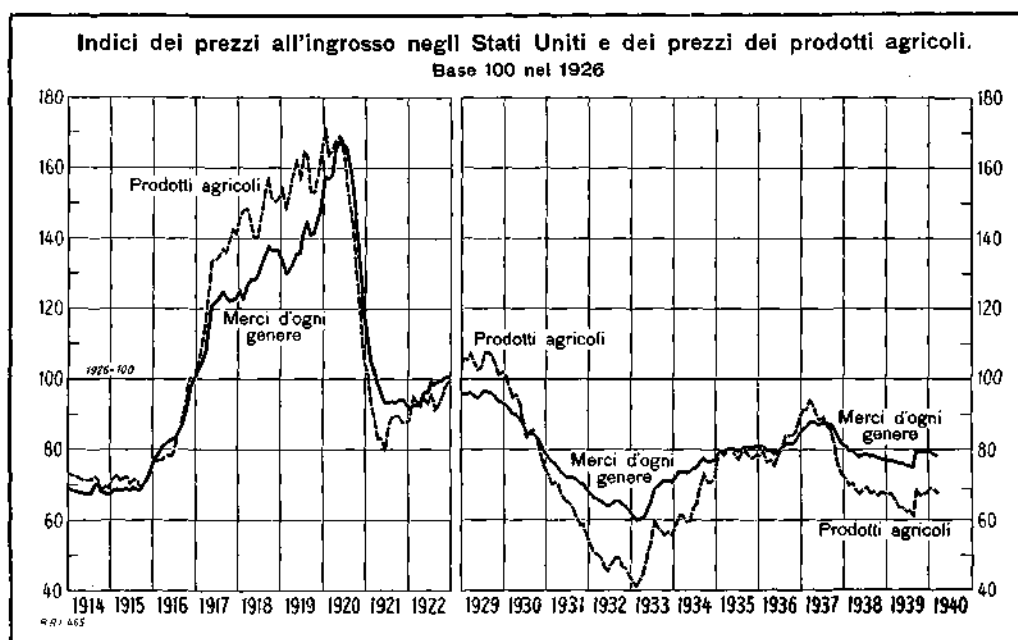
All'inizio del settembre 1939, ogni attività del porto di Basilea venne improvvisamente ad arrestarsi ed i commercianti svizzeri dovettero stipulare accordi al fine di importare per via di terra i carburanti, il carbone, il ferro, l'acciaio, la gomma ecc. Un effetto generale della guerra è l'accresciuta importanza del traffico ferroviario, donde un maggior rendimento di varie reti ferroviarie. La conseguenza tuttavia è che il costo del trasporto viene ad incidere maggiormente sul valore dei prodotti finiti; in ultima analisi è perciò il consumatore, sia esso un privato un o ente pubblico, che sopporta l'aggravio dei costi. Ma dal punto di vista del consumatore si attribuisce, in generale, in periodi eccezionali, maggiore importanza alla possibilità di ottenere le merci, che non al loro prezzo.

3. MOVIMENTI DEI PREZZI.

Il presentimento della guerra non ha influito sui prezzi. Dopo il collasso che aveva fatto seguito al breve periodo di eccezionale ripresa economica del 1936-37, i prezzi delle merci in generale e quelli delle materie prime in particolar modo, accusarono tutti una tendenza al ribasso che si mantenne fino all'agosto del 1939. Può darsi che in Europa le crescenti spese per il riarmo, l'ac-

cantonamento di scorte da parte dei governi ed una certa sostenutezza degli investimenti privati abbiano esercitato un'azione tendente al rialzo dei prezzi; ma questa sembra essere stata ostacolata dal basso livello dell'attività industriale e dalla scarsa domanda di materie prime negli Stati Uniti. Non appena scoppiata la guerra, salirono i prezzi nei paesi fuori d'Europa, in previsione tanto del forte consumo di materie prime e di prodotti finiti per scopi bellici, quanto dello sconvolgimento delle normali vie del traffico. In Europa, poi, tutto il sistema strutturale dei prezzi e dei costi risenti ancora maggiormente le conseguenze degli ulteriori deprezzamenti monetari, del più elevato costo dei trasporti, dell'aggravarsi della pressione fiscale e dell'introduzione del controllo dei prezzi in paesi i cui mercati avevano goduto fino allora di una certa libertà.

Di fatto, le ripercussioni della guerra furono all'inizio meno accentuate che nel 1914-15 allorchè era opinione generale che la guerra sarebbe stata di breve durata. Per quanto riguarda i prezzi non sottoposti a controllo, il grafico seguente mostra il loro movimento negli Stati Uniti, paese che può considerarsi come rappresentante di quella metà del mondo che è ancora libera dagli intralci di una economia di guerra. Incidentalmente, è interessante notare



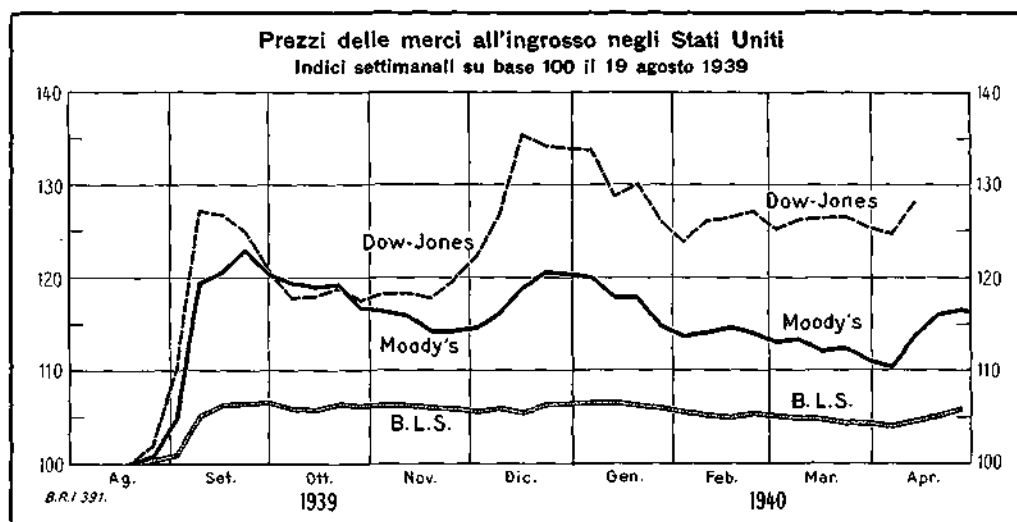
che il livello dei prezzi nell'estate del 1939 era superiore soltanto di poco a quello del 1914, e ciò nonostante l'inflazione bellica del periodo 1916-20, l'intensa ripresa del 1929 ed il deprezzamento del dollaro nel biennio 1933-34.

Al seguito di abbondanti raccolti, il grano ed il granturco raggiunsero, nell'estate del 1939, le quotazioni più basse che si siano registrate dal 1933; anzi a Liverpool, il prezzo del grano, che negli Stati Uniti è compreso dall'esistenza

di un premio all'esportazione, ha toccato il livello più basso di tutti i tempi moderni.

Ai primi giorni di settembre 1939, salirono negli Stati Uniti i prezzi delle merci di importazione quali lo stagno, la gomma e lo zucchero, a causa delle previsioni che si facevano sulle difficoltà di ottenerne le consegne e della tendenza all'accumulazione di scorte; identico comportamento avevano avuto i prezzi nell'agosto del 1914 ed allora il rialzo era stato anche più forte. Contrariamente però a quanto accadde nell'agosto del 1914, un deciso aumento dei prezzi si delineò anche nei confronti di quelle merci che gli Stati Uniti normalmente esportano: grano, granturco, lardo, petrolio e rame. Si prevedeva infatti che sarebbe aumentata la domanda da parte dell'estero e rattivata all'interno l'attività economica. Si ricordava il rialzo dei prezzi americani, iniziatosi alla fine del 1915 sotto la spinta delle esportazioni in massa verso i paesi belligeranti e si osservava che, mentre nel 1914 allo scoppio della guerra gli Stati Uniti si trovavano in una fase di depressione degli affari, nell'estate del 1939 essi stavano invece passando da uno stadio di depressione ad uno di ripresa. Non si tenne tuttavia sufficiente conto nè della maggiore efficienza dei controlli governativi, nè dell'influenza esercitata sui mercati dalle grandi riserve accumulate dai produttori, nè infine delle maggiori possibilità di produzione in molti campi, nonchè delle scorte che l'Europa già aveva messo da parte.

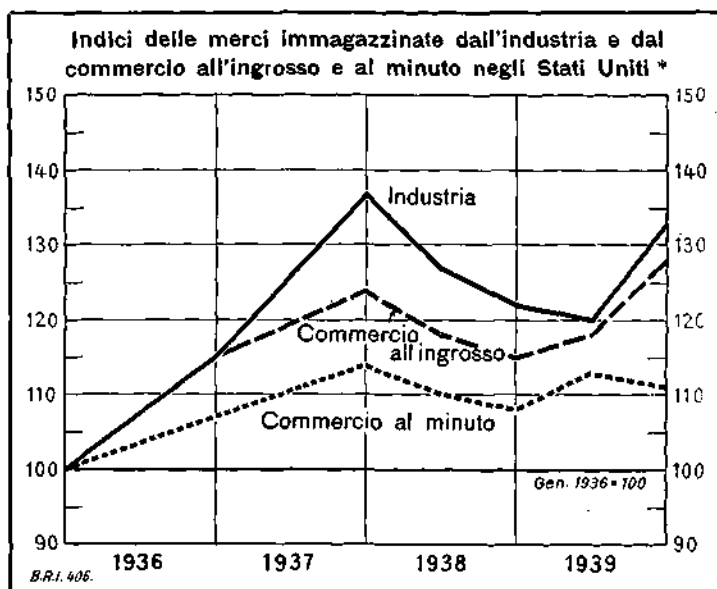
Come accade di norma quando si verificano improvvisi mutamenti nei prezzi, l'ondata di rialzi nell'autunno del 1939 fu caratterizzata da una grande varietà di movimenti nelle quotazioni delle singole merci. La conseguente mancanza di uniformità è visibile dal grafico seguente, il quale riproduce le variazioni settimanali dell'indice dei prezzi calcolato dall'Ufficio di statistica del lavoro su 813 voci; l'indice, di nota sensibilità, del Moody's Investor Service, basato su



15 merci di grande commercio ed infine l'indice Dow-Jones dei prezzi a consegna, il quale comprende 11 prodotti scelti tra quelli che vengono contrattati a termine sui principali mercati, con prevalenza dei prodotti agricoli. Si rileverà facilmente come le fluttuazioni di questi tre indici varino a seconda del carattere e del numero delle merci sulle quali si basano e della maggiore o minore ponderazione assegnata ai singoli prezzi componenti. Mentre in periodi di calma indici differenti si muovono spesso nella stessa direzione e con lievi scarti tra di loro, nelle fasi di bruschi sconvolgimenti occorre prestare la massima attenzione nel raffrontare livelli di prezzi di paesi diversi, poichè gli indici disponibili differiscono, generalmente, tanto nell'estensione della loro base, quanto nel metodo di costruzione. Una speciale attenzione si rende poi necessaria quando le merci prese a base abbiano cambiato di qualità oppure non siano più liberamente disponibili nelle quantità consuete.

Passate le due prime settimane di settembre 1939, le prospettive di sostegno dei prezzi derivanti dagli acquisti dall'estero cominciarono a svanire ed il rialzo dei prezzi cedette il posto ad un graduale ribasso. In dicembre, tuttavia, si determinò per taluni degli indici più sensibili un movimento in senso opposto dipendente soltanto in parte dalla guerra; per la prima volta dall'inizio del 1938 il prezzo del grano a Chicago salì ad 1 dollaro in conseguenza sia della siccità che aveva colpito le regioni sud-occidentali degli Stati Uniti e che originariamente aveva fatto prevedere una riduzione del raccolto invernale del 1940 a 400 milioni di staia (minima cifra dal 1900 in poi) sia del danno arrecato dal gelo al raccolto argentino. Il 29 dicembre il prezzo della seta grezza raggiunse il più alto livello degli ultimi dieci anni a \$4,59 per libbra — prezzo all'incirca triplo di quello minimo segnato nel 1938 — a causa della lentezza con la quale vennero offerti i quantitativi in Giappone e della forte domanda di tessuti in genere. Il cotone salì, a Nuova York, a 11 centesimi, contro $8\frac{1}{2}$ l'anno precedente, stimolato da un brusco aumento del consumo nazionale ed estero per effetto della guerra. Dall'inizio del 1940, però, i prezzi cominciarono a declinare ed in marzo, venuto palesamente ad esaurirsi il movimento di ricostituzione delle riserve, le quotazioni di mercato per molte merci, come ad esempio lo stagno, i cuoi, il caffè e lo zucchero, si ritrovarono al disotto del livello registrato nell'agosto del 1939.

Al principio della guerra i prezzi dei prodotti finiti non aumentarono nella stessa misura o con la stessa uniformità di quelli delle merci grezze. I mercati si resero subito conto che gli acquisti negli Stati Uniti da parte dei belligeranti sarebbero stati guidati da ben definiti criteri di selezione. Mentre durante la guerra mondiale, fino al 1917, gli ordinativi francesi ed inglesi vennero passati senza alcuna coordinazione, nella guerra attuale si trovarono affidati, già dall'ottobre del 1939, alle mani di una commissione mista anglo-francese. Risultò



* Rivista Dun

ma anche dall'aumento di valore delle merci immagazzinate nelle fabbriche e presso i grossisti, manifestatosi durante la seconda metà del 1939. Tuttavia, le scorte di prodotti finiti in magazzino presso i produttori ed i commercianti al minuto si trovavano ancora al disotto del livello del principio del 1938 e l'indice mensile, meno comprensivo, del National Industrial Conference Board accusava, nel febbraio del 1940, una diminuzione.

Passando ai paesi fuori d'Europa la cui produzione consiste principalmente in materie prime, vi si ritrovano quasi le stesse tendenze già osservate negli Stati Uniti, salvo il maggiore aumento dei prezzi dei prodotti finiti i quali, essendo per lo più articoli d'importazione, accusano più visibilmente l'aumento del costo dei trasporti. I prodotti alimentari fondamentali, come i cereali e le carni, salirono immediatamente di prezzo allo scoppio della guerra, senza poi ridiscendere. Le derrate alimentari di maggior pregio, come il caffè, il cacao, lo zucchero ed i frutti tropicali, aumentarono dapprima anch'esse di prezzo, senza però riuscire a mantenere il livello raggiunto. Le materie grezze tessili furono nettamente influenzate dalla forte domanda per scopi bellici: il cotone indiano e quello egiziano furono venduti in grandi quantità a prezzi crescenti; la Gran Bretagna acquistò tutta la produzione di lana dell'Impero a prezzi più elevati di quelli precedentemente in vigore; come si è visto sopra, salirono anche i prezzi della seta e, stimolati dalla domanda in parte di origine speculativa, aumentarono anche quelli della canapa, prodotto indispensabile per la fabbricazione dei sacchi da sabbia; tra l'agosto del 1939 e la metà di febbraio del 1940 i prezzi della canapa si gonfiarono del 150%, pur declinando nel periodo successivo. Tra le materie prime industriali, i metalli non ferrosi (stagno, rame,

del pari che l'afflusso di domande per conto e all'interno degli Stati Uniti rispondeva in larga misura a programmi d'accantonamento di scorte in previsione di rialzi di prezzi e difficoltà di rifornimento. Siffatte precauzioni furono ispirate non soltanto dalla rapida caduta dell'indice della produzione da 128 in dicembre a 101 nell'aprile del 1940,

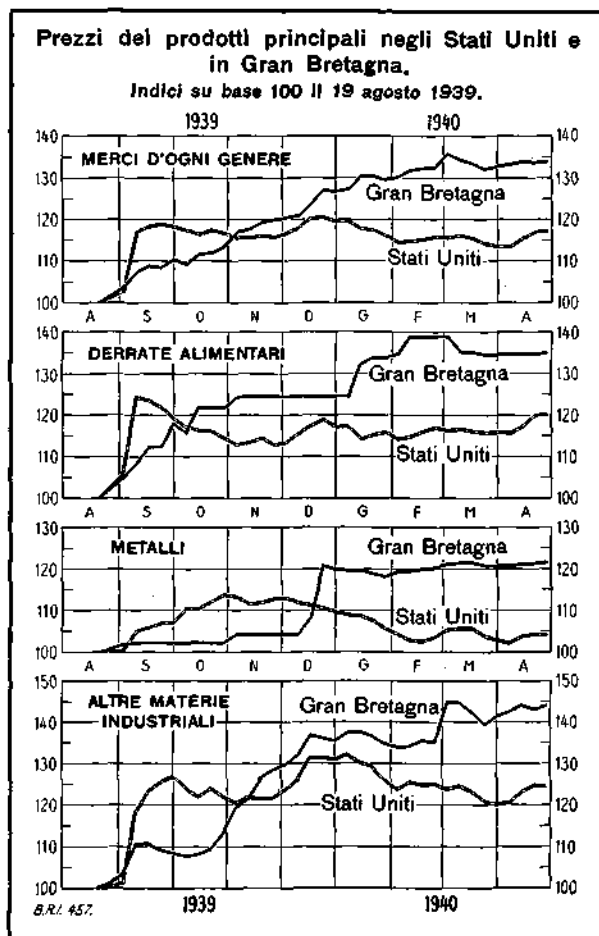
zinco e piombo) aumentarono tutti rapidamente di prezzo al principio della guerra, eccettuati quei casi nei quali fu introdotto un controllo ufficiale. Il prezzo di importazione dello stagno negli Stati Uniti, sali, nelle prime tre settimane di settembre, da $48\frac{3}{4}$ centesimi la libbra a più di 70 mentre il Comitato internazionale aumentava gradualmente il contingente per il terzo trimestre del 1939 da 45 a 120 %. Completate le riserve e abbassatisi i prezzi americani al disotto del livello prebellico, il contingente per il primo trimestre del 1940 venne ridotto a 80 %. Ad una regolamentazione del genere sottostò anche la produzione della gomma la quale, fino alla fine di aprile 1940, poté accusare un netto aumento di prezzo. Egualmente più alti si ritrovarono i prezzi del petrolio, particolarmente se prodotto in territori con facile accesso ai mercati di consumo.

L'evoluzione dei prezzi in Europa riflette anche, naturalmente, i cambiamenti dell'offerta e della domanda, ma le condizioni ordinarie dei mercati passano in seconda linea di fronte ad una serie di circostanze perturbatrici che si possono riassumere come segue:

- 1) forte e rapido aumento del costo dei trasporti, dei noli in particolare, non escluse però le tariffe ferroviarie; più alti premi di assicurazione contro i rischi, sia ordinari, sia di guerra; forti spese cagionate dai ritardi nei porti, dalle rispeditizioni, dalle rotte forzatamente più lunghe;
- 2) abbandono delle trafale normali del commercio in conseguenza dei divieti di traffico col nemico, del blocco, degli accordi commerciali di guerra, della priorità delle forniture governative, delle diversioni imposte d'ufficio alle importazioni, e delle varie proibizioni applicate tanto alle esportazioni quanto alle importazioni, sia per mantenere intatte le riserve, sia per ridurre l'erogazione di divise;
- 3) cambiamenti nei rapporti fra le monete, sotto forma di nuovi deprezzamenti, ed introduzione del controllo dei cambi; quotazione di un duplice corso per la stessa moneta e fissazione di molteplici corsi negli accordi di compensazione ed in quelli di pagamento;
- 4) cambiamenti nelle imposizioni fiscali, ivi compresi i dazi, le accise e le tasse sulle vendite e sugli affari;
- 5) diretti interventi statali nel meccanismo dei prezzi ed in quello della domanda e dell'offerta, attraverso: il razionamento e la requisizione, l'obbligo d'ottenere permessi e licenze per l'acquisto e per la vendita, l'imposizione di prezzi massimi e minimi ed altri sistemi più approfonditi di controllo dei prezzi.

La differente evoluzione dei prezzi nei paesi ove questi sono liberi e nei paesi d'Europa appare dal raffronto degli indici degli Stati Uniti e della Gran Bretagna, composti ambedue all'incirca delle stesse merci principali. Il grafico alla pagina seguente riproduce le serie settimanali di indici calcolati dalla Banca

d'Inghilterra sulla base di quindici merci comparabili nei due paesi e suddivise nelle categorie: generi alimentari, metalli ed altre materie industriali. Da esso si rileva non soltanto la disparità di comportamento degli stessi gruppi di merci nei due paesi, bensì anche il carattere eterogeneo degli aumenti di prezzo per i differenti gruppi di merci all'interno di ogni singolo paese. Mentre già in settembre i prezzi americani aumentavano rapidamente e fortemente, quelli britannici non



salivano che in misura considerevolmente minore; e ciò avveniva nonostante il deprezzamento della sterlina, fattore che in tempi normali avrebbe influito istantaneamente sui prezzi di quelle merci di primaria importanza che hanno parte predominante nel commercio internazionale. Successivamente, allorchè i prezzi dei prodotti fondamentali americani cominciarono a declinare, il rialzo di quelli inglesi si fece sempre più deciso, col risultato che gli indici di quest'ultimi si vennero a trovare nettamente al di sopra di quelli americani. La lentezza con la quale gli indici inglesi si elevarono al principio è dovuta senza dubbio in gran parte al controllo ufficiale, mentre in un secondo tempo taluni prezzi, in particolare quelli del cotone e dell'argento, ebbero tendenza a variare, non tanto

per effetto del corso ufficiale del dollaro a Londra, quanto in conseguenza delle fluttuazioni del corso della sterlina sul mercato "libero" di Nuova York.

Oltre a quelli delle materie prime, anche altri prezzi inglesi accusarono una tendenza al rialzo, per effetto dell'aumento dei costi di produzione (materie prime e mano d'opera) e degli spostamenti resi necessari dallo sforzo bellico nelle industrie e nei commerci, compresa la parziale evacuazione di territori fortemente organizzati. In molte industrie venne applicato un aumento dei salari, parte come conseguenza della scarsità di mano d'opera specializzata e parte come adeguamento al rialzo del costo della vita, in conformità a quanto previsto

contrattualmente in un certo numero di accordi sindacali. Il costo della vita si risentì naturalmente della dipendenza del paese dall'estero per quanto riguarda le derrate alimentari, ma non mancarono provvedimenti per controllare i prezzi e per razionare prodotti come il burro, il lardo, il prosciutto e lo zucchero, dei quali scarseggiavano i rifornimenti. All'inizio del mese di dicembre del 1939, l'indice dei prezzi delle derrate alimentari che entrano nella composizione dell'indice globale del costo della vita era salito di 14% al disopra del livello del 1° settembre, mantenendosi successivamente inalterato grazie ai sussidi accordati dal Governo, per complessivamente 1 milione di sterline alla settimana, ad un limitato numero di generi alimentari che costituiscono la base insopprimibile dell'alimentazione.

In Francia, subito dopo lo scoppio della guerra, venne sospesa la pubblicazione dell'indice ufficiale dei prezzi, ma risulta chiaro dalle misure adottate per il controllo dei prezzi che vi dovette essere un rialzo tra il settembre 1939 ed il marzo 1940. Nell'estate del 1939 i prezzi francesi si mantenevano, nell'insieme, ancora al disotto del livello generale di quelli mondiali tradotti in franchi, e vi era pertanto ancora un margine di adeguamento. Alla corresponsione di mercedi supplementari per ore di lavoro straordinario, ha fatto equilibrio l'imposizione di contribuzioni, in modo da aumentare le entrate a favore dello Stato ottenendo nello stesso tempo una riduzione del potere di acquisto in numerario. Anche in Italia è stata sospesa la pubblicazione degli indici dei prezzi, ma, ad una riunione del Comitato corporativo centrale del 9 marzo 1940, venne indicato che dall'agosto 1939 il costo della produzione industriale era salito notevolmente, per effetto dell'aumento dei prezzi delle merci d'importazione, tra le quali il carbone era salito di 69%. Nella stessa occasione, essendo risultato che l'indice del costo della vita era aumentato tra 17 e 18% dal marzo 1939 al marzo dell'anno corrente, furono deliberati aumenti di salari tra 10 e 15%; fu rilevato però che gli usuali numeri indici dei prezzi non rappresentavano il vero stato delle cose e dovevano pertanto essere ricalcolati. L'aumento che si è verificato in Italia riflette, in modo particolare, l'influenza di fattori esterni quali il rialzo del prezzo dei trasporti per le merci importate e quella di fattori interni come i provvedimenti per la difesa e lo sviluppo dell'agricoltura e, più in generale, quelli per promuovere la produzione autarchica e per migliorare le condizioni sociali delle classi lavoratrici. L'aggravamento della pressione fiscale vi ha anche avuto la sua parte, in ispecie quando, nel febbraio del 1940, alla tassa del 2% sugli scambi, applicata una sola volta su ciascuna merce, è stata sostituita una tassa sulle entrate con aliquota identica, ma percepibile ad ogni vendita sia all'ingrosso sia al minuto.

A differenza di quanto è accaduto nei paesi sopra accennati, in Germania gli indici dei prezzi sono rimasti decisamente stabili, tanto prima quanto dopo lo scoppio della guerra, senza dubbio in virtù del controllo rigoroso e appro-

fondito che, instaurato nella sua presente forma fino dal 1936, venne opportunamente modificato all'inizio della guerra. Così, riscontrandosi che i prezzi non sottoposti a controllo tendevano ad aumentare, il campo d'applicazione di quest'ultimo venne ampliato e, in pari tempo, fu adottato il razionamento su larghe basi comprendenti oltrechè i generi alimentari, anche l'abbigliamento e le calzature. All'inizio della guerra vennero sospese le retribuzioni supplementari per il lavoro straordinario e notturno, mentre i profitti risultanti dal minor costo della mano d'opera venivano prelevati sotto forma di tasse e di riduzioni di prezzi per le forniture governative. Successivamente però, queste disposizioni vennero in parte revocate; fu permesso corrispondere retribuzioni supplementari per il lavoro straordinario, ma a partire dall'undecima ora lavorativa giornaliera anzichè dalla nona. Per quanto riguarda i prezzi agricoli i quali, dato il carattere individuale e la dispersione delle unità produttrici, si prestano meno ad essere sorvegliati che non i prezzi dei prodotti industriali, il sistema di controllo tedesco è riuscito nondimeno a mantenerli, nella maggioranza, bassi. Sono rimasti invariati i prezzi del pane, della farina, della carne, delle salsiccie e delle patate. Solo si è reso necessario qualche ritocco per il latte e per il burro onde poterne assicurare la continuità di rifornimento.

Indici dei prezzi all'ingrosso.
Base 100 nel 1929.

Paese	1938	1939		1940			Variazioni percentuali dal-	
	Dic.	Ago.	Dic.	Gen.	Feb.	Mar.	l'agosto 1939 al dic. 1939	l'agosto 1939 al marzo 1940
Albania	63	72	84	86	93	90	+ 17	+ 25
Belgio	71	70	93	97	99	99	+ 33	+ 41
Bulgaria	67	65	70	69	69	69	+ 8	+ 6
Danimarca	102	103	132	143	150	154	+ 28	+ 49
Estonia	85	86	97	100	102	103	+ 13	+ 20
Germania	77	78	78	79	79	80	0	+ 3
Grecia	120	119	133	135	136	.	+ 12	.
Jugoslavia	77	76	90	93	94	98	+ 18	+ 29
Lettonia	93	98	105	.	.	.	+ 7	.
Norvegia	101	101	120	122	128	135	+ 19	+ 34
Paesi Bassi	71	71	85	86	88	88	+ 20	+ 24
Portogallo	97	95	112	114	.	.	+ 18	.
Regno Unito	86	86	107	110	113	113	+ 24	+ 31
Romania	81	84	104	109	114	.	+ 24	.
Spagna	134	137	147	.	.	.	+ 7	.
Svezia	91	95	114	117	119	121	+ 20	+ 27
Svizzera	75	76	89	90	92	94	+ 17	+ 24
Ungheria	85	86	89	92	93	94	+ 3	+ 9
Canada	77	76	85	86	87	87	+ 12	+ 14
Stati Uniti d'America	81	79	83	83	82	82	+ 5	+ 4
Argentina	107	107	126	130	128	129	+ 18	+ 21
Perù	111	116	128	128	128	128	+ 10	+ 10
Africa del Sud . . . . .	.	86	93	94	95	96	+ 8	+ 12
Australia	94	89	93	92	91	93	+ 4	+ 4
Cina	159	253	355	375	432	447	+ 40	+ 77
Giappone	116	124	143	146	144	142	+ 15	+ 15
India	67	71	97	92	89	86	+ 37	+ 21

La tabella che precede e quella che segue riassumono gli sviluppi verificatisi in altri paesi; si rammenta però ancora una volta che la massima prudenza è necessaria quando si raffrontano indici di vari paesi, data la diversità del loro carattere. In via di massima, l'effettivo costo della vita per chiunque goda di un reddito medio è salito in misura molto maggiore di quanto non risulti dai normali indici del costo della vita, i quali generalmente si limitano alle più strette necessità di esistenza di coloro che hanno i redditi più bassi; difatti, i prodotti non strettamente necessari hanno subito aumenti di prezzo più pronunciati.

Nei paesi balcanici vi è stata una tendenza generale al rialzo, dovuta all'intensa domanda dei loro prodotti esportabili e, recentemente, anche alle sfavorevoli previsioni sul raccolto del 1940. Un inverno rigido, al quale si sono aggiunte le inondazioni del Danubio, ha avuto per conseguenza una riduzione della superficie coltivabile dalla quale si poteva sperare un raccolto cerealicolo medio, sicchè parecchi paesi produttori si sono visti obbligati a ridurre le proprie esportazioni agricole per conservare riserve adeguate al consumo interno.

Si rileva dalle tabelle precedenti come gli aumenti più sensibili si siano verificati nell'Estremo oriente. In Giappone i prezzi avevano cominciato ad

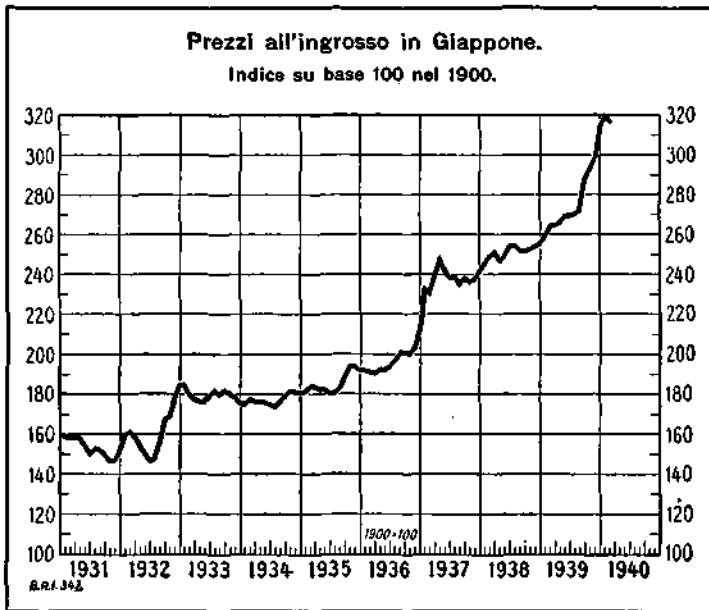
Indici del costo della vita.
Base 100 nel 1929.

Paese	1938	1939		1940			Variazioni percentuali dal-	
	Dic.	Ago.	Dic.	Gen.	Feb.	Mar.	l'agosto 1939 al dic. 1939	l'agosto 1939 al marzo 1940
Belgio	95	91	97	99	101	101	+ 7	+ 11
Bulgaria	62	62	63	63	64	64	+ 2	+ 3
Danimarca	106	106	118	.	.	128	+ 11	+ 21
Estonia	93	94	99	107	109	112	+ 6	+ 19
Germania	81	83	82	82	83	84	- 1	+ 1
Grecia ¹⁾	130	128	133	134	134	135	+ 4	+ 5
Jugoslavia	70	69	78	80	85	87	+ 13	+ 26
Lettonia ²⁾	86	92	89	86	91	95	- 3	+ 3
Lituania	53	52	61	63	65	.	+ 17	.
Norvegia	102	104	110	110	113	117	+ 6	+ 13
Paesi Bassi	82	81	87	87	88	.	+ 7	.
Portogallo	83	81	83	83	83	82	+ 2	+ 1
Regno Unito	95	95	106	108	109	109	+ 12	+ 15
Romania ³⁾	126	131	149	153	159	166	+ 14	+ 27
Svezia	98	99	105	.	.	109	+ 6	+ 10
Svizzera	85	85	88	90	90	90	+ 4	+ 6
Ungheria	87	87	87	89	90	90	0	+ 3
Canada	83	83	85	85	.	.	+ 2	.
Stati Uniti d'America	86	84	85	85	86	85	+ 1	+ 1
Argentina	92	93	98	98	96	.	+ 5	.
Cile	168	170	180	177	178	181	+ 6	+ 6
Perù	95	97	99	100	100	101	+ 2	+ 4
Uruguay	99	102	107	107	107	.	+ 5	.
Africa del Sud	93	93	94	95	96	96	+ 1	.
Australia	88	89	89	.	90	.	0	+ 1
Cina	134	187	272	291	325	329	+ 45	+ 76
Giappone	117	123	132	136	138	140	+ 7	+ 14

¹⁾ Base 100 nel 1931.

²⁾ Base 100 nel 1930.

³⁾ Base 100 nel 1926.



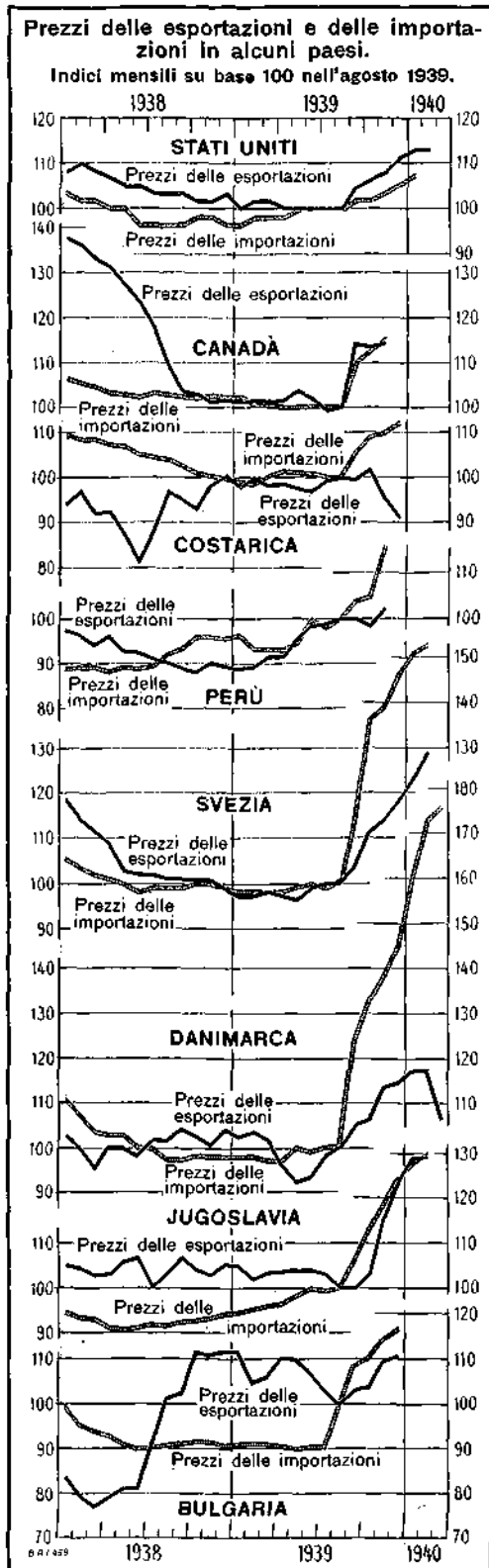
aumentare fin dall'inizio della guerra con la Cina nel 1937; varie cause contribuirono ad inasprirli maggiormente allo scoppio delle ostilità in Europa. Col seguire la sterlina, lo yen si è deprezzato in rapporto a molte altre valute; coll'aumento dei prezzi all'importazione, qualche attività speculativa si è manifestata sui mercati di esportazione; per di

più, a Formosa, il raccolto del riso si avverò deficitario. In Sciangai l'aumento dei prezzi è da attribuire al deprezzamento dello yuan di Sciunkin, concomitante all'aumento dei prezzi di molti prodotti sui mercati mondiali.

La disparità di comportamento degli indici dei prezzi nei vari paesi ha raggiunto il massimo durante i primi mesi di guerra, e nella primavera del 1940 è apparsa una lieve tendenza all'equilibrio nei rapporti tra i prezzi. Nella misura in cui questa tendenza si è realizzata, essa può essere considerata come un indice del fatto che, quali che fossero i fattori di perturbamento dei prezzi ancora in atto, questi ultimi si sono adeguati alle nuove condizioni create dai deprezzamenti monetari e dagli aumenti dei costi dei trasporti.

Largamente differenti sono stati, sulla situazione dei vari paesi, gli effetti degli improvvisi cambiamenti che, dallo scoppio della guerra in poi, si sono prodotti nei rapporti tra i prezzi. Lo scarto tra gli indici dei prezzi all'importazione e quelli all'esportazione rappresenta il rendimento del commercio estero, cioè la misura del maggiore o minore vantaggio che una nazione trae, ad un determinato momento, dal proprio commercio con l'estero, rispetto a quello che essa ne traeva in altro momento. Allorchè i prezzi all'esportazione di un dato paese salgono in confronto a quelli all'importazione, ciò significa che esso può, con lo stesso volume di prodotti esportati, procurarsi una quantità superiore di prodotti importati; viceversa, quando i prezzi dei prodotti importati salgono in misura maggiore di quelli esportati, si rende necessario esportare di più per ottenere sempre lo stesso quantitativo di importazioni.

I grafici degli indici dei prezzi mensili all'esportazione e all'importazione rivelano i considerevoli cambiamenti che si sono prodotti nel rendimento del



commercio estero di vari paesi a partire dalla metà del 1939. In taluni casi siffatti mutamenti sono indubbiamente dovuti alla composizione stessa degli indici disponibili; ad esempio, le cifre relative agli Stati Uniti sono tratte dal valore complessivo di tutto il commercio estero americano e pertanto, in questo caso, le fluttuazioni sono inferiori a quelle accusate da indici basati sulle quotazioni di prezzi relativi ad un limitato numero di prodotti importati ed esportati scelti tra i più importanti (generalmente, prodotti agricoli e materie prime attivamente trattate).

In ciascuno dei paesi ai quali il grafico si riferisce, dall'agosto del 1939 gli indici dei prezzi, tanto all'importazione quanto all'esportazione, sono saliti, tranne il caso delle esportazioni dalla Costa Rica, che sono costituite per quattro quinti da caffè e da banane. Per quanto riguarda l'Europa, i primi sono saliti in misura nettamente superiore ai secondi mentre il contrario si è verificato negli Stati Uniti e nei territori fuori d'Europa, produttori di materie prime.

Grandi differenze si riscontrano peraltro anche tra i paesi del continente europeo. Nei Balcani il movimento sfavorevole dei prezzi all'importazione rispetto all'esportazione è stato assai meno marcato che in Scandinavia, in parte a causa della forte domanda di prodotti balcanici ed in parte per le minori ripercussioni della guerra sulle condizioni dei trasporti nell'Europa sud-orientale. Diversi sono pure i comportamenti entro i limiti di una stessa area geografica;

per esempio, tra la Danimarca e la Svezia. I prezzi delle importazioni salirono considerevolmente per ambedue questi paesi, non da ultimo a causa dell'aumento dei noli e del costo delle assicurazioni; tuttavia, per la Danimarca, il carattere prevalentemente agricolo delle sue importazioni (derrate alimentari provenienti da territori produttori di materie prime) contribuì a rendere il rialzo più sensibile. Per di più il fatto che la Gran Bretagna, principale importatrice di prodotti danesi, stabilì dei prezzi massimi per il burro, le uova ed il lardo, ha agito, per la Danimarca, da ostacolo al rialzo dei prezzi all'esportazione, mentre le materie prime industriali della Svezia continuavano ad essere oggetto di attiva domanda.

Un'importante causa dei mutamenti che si sono verificati nella situazione rispettiva dei vari elementi commerciali è da ricercarsi nel diverso andamento dei noli nelle varie parti del mondo. In generale i tassi sono aumentati dappertutto, non però come conseguenza di un aumento nel volume complessivo del commercio mondiale chè anzi, questo, come avvenne nel periodo 1914-18, è stato ridotto per effetto del blocco e altre misure belliche. D'altra parte questi fattori non agiscono dappertutto con la stessa intensità: troviamo, ad esempio, che mentre tra gli Stati Uniti ed i porti orientali dell'America del Sud i noli non sono aumentati che di 10 %, tra gli Stati Uniti e la Scandinavia all'inizio del 1940 essi erano saliti di oltre 100 %. Spesso lo scarto è stato ancora superiore: i noleggi per le coste del Pacifico sono triplicati, negli Stati Uniti, tra l'agosto ed il dicembre dell'anno scorso; sui trasporti di grano da Nuova York ad Anversa ed Amsterdam, si è passati da 15 centesimi di dollaro per 100 libbre nell'estate del 1939 a 85-90 centesimi alla metà di febbraio 1940. Per le navi cisterna, di cui forte è la domanda, tra l'agosto ed il febbraio i noli negli Stati Uniti sono quintuplicati.

Ovunque in Europa gli indici dei noli accusano rialzi ancora più sensibili. Tra l'agosto 1939 ed il marzo 1940 la Lista del Lloyd per il Regno Unito registra un aumento complessivo di 400 % con massimi che vanno, per i trasporti da continente a continente, da 550 % per i noli tra il Regno Unito e l'America del Sud a 350 % per i porti dell'Oceano Pacifico e l'Australia. L'indice danese è salito da 134 nell'agosto 1939 a 563 nel febbraio 1940; quello svedese è passato da 125 in agosto a 828 in marzo 1940.

Un aumento dei costi che colpisca i produttori in generale deve, di regola, influire sui prezzi, dato che la possibilità di accordare sussidi più o meno velati è necessariamente limitata. Conseguentemente, i sistemi di controllo dei prezzi introdotti fino dallo scoppio della guerra in un certo numero di paesi che avevano fino allora aderito ai principi del liberalismo economico, non possono che limitarsi ad assicurare che i prezzi non salgano in misura non giustificata

dai cambiamenti nei costi, oppure estendersi in guisa da regolare il costo dei vari fattori della produzione. Nel primo caso, che è quello della maggioranza dei sistemi introdotti dal settembre scorso, il controllo ha per semplice scopo di impedire la speculazione, l'accaparramento ed il guadagno illecito su merci che interessano il benessere generale del pubblico, nonchè di ostacolare rialzi indebiti di prezzi e di profitti sulle forniture allo Stato. Sistemi semplici del genere si ritrovano particolarmente in paesi neutri ed in quelli lontani dal teatro della guerra come l'Argentina, l'Australia, l'India britannica, la Bulgaria, l'Estonia, la Grecia ecc.

Nei sistemi di controllo più approfondito, nei quali si mira ad impedire pressochè tutti i rialzi di prezzi, i poteri affidati agli organi dirigenti sono necessariamente estesi e comprendono la sorveglianza sui salari; la ripartizione e l'assegnazione della mano d'opera; la facoltà di imporre alle aziende di mantenere la loro produzione o di passare ad altri rami specificati; infine, più generalmente, il controllo delle condizioni di mercato dei prodotti agricoli. La caratteristica più importante dei sistemi di controllo di questa seconda specie è la facoltà di stabilire i salari e di provvedere alla ripartizione della mano d'opera. A questo riguardo è interessante ricordare che il Commissario preposto alla sorveglianza sui prezzi in Germania, il quale dispone delle più ampie facoltà, non esercita alcun controllo sugli stipendi (distinti dai salari) nè sui tassi d'interesse e queste limitazioni sono praticamente le sole imposte alla sua sfera di azione. Le misure tecniche adottate per rendere effettivo il controllo dei prezzi sono, come è ovvio, connesse inscindibilmente a tutto il vasto complesso di proibizioni concernenti le importazioni e le esportazioni, alla concessione di sussidi, all'imposizione di tasse speciali nonchè all'applicazione di restrizioni dirette ai consumi. Il razionamento viene generalmente applicato in primo luogo ai generi alimentari, ma non ne sono escluse le materie prime industriali nei casi in cui la scarsità dei rifornimenti richieda una preordinata ripartizione tra le varie aziende e industrie. I differenti sistemi intesi a limitare i consumi possono raggiungere il grado di complessità che si riscontra in Germania, oppure applicarsi soltanto ad un ristretto numero di generi alimentari con l'aggiunta, per esempio, dei carburanti per le automobili private. Per di più il consumo può essere del tutto soppresso in determinati giorni della settimana, come ad esempio con l'introduzione dei giorni senza carne, o col divieto della circolazione delle automobili per uso privato.

Una delle forme di controllo più usuali è quella del blocco, consistente nel divieto d'aumento dei prezzi esistenti ad una data determinata, salvo quando concorrono determinate condizioni. Un sistema siffatto è stato adottato in Germania nel 1936 e la data di base tuttora in vigore è il 17 ottobre 1936; in Inghilterra tale data è il 1° agosto 1939, in Francia il 1° settembre 1939

(decreto del 9 settembre, completato dal decreto del 29 febbraio 1940); in Giappone è il 18 settembre 1939. Nei controlli di questo tipo le eccezioni possono, naturalmente, divenire molto importanti. In Germania nessun prezzo può essere alterato senza l'approvazione preventiva del Commissario ai prezzi, mentre in Inghilterra si ammettono i rialzi rispetto al livello del 1° agosto allorchè li richiedano sia l'aumentato costo delle materie prime (nazionali od estere) sia le maggiori spese di vendita o di produzione, compresi i salari, gli stipendi, le spese di fabbricazione, i premi di assicurazione e gli oneri pubblicitari. In Francia, si ammise in un primo tempo che potessero venire autorizzati aumenti in via eccezionali, purchè "giustificati dalle condizioni di fatto in cui si svolge l'attività delle aziende commerciali, ovvero dall'aumento dei prezzi delle materie prime importate"; però, con un decreto del 9 aprile 1940 venne stabilito che, essendosi i prezzi in Francia adeguati a quelli mondiali, i quali a loro volta nel febbraio si erano stabilizzati, non dovevasi a partire dal 1° maggio 1940, far luogo ad alcun aumento, tranne in casi eccezionali nei quali concorressero determinate condizioni specificate nel decreto, e cioè "quando l'aumento del costo dipende dal rialzo dei prezzi delle materie prime importate e supera una percentuale minima che il Comitato nazionale per il controllo dei prezzi stabilisce secondo le circostanze".

Lo stesso risultato viene raggiunto, seppur in modo differente, quando si fissano dei prezzi massimi, i quali possono essere più facilmente adeguati alle condizioni della produzione e alle disponibilità esistenti, che non quando si fa riferimento ad una data fissa del passato. In casi del genere si tenta spesso di fissare prezzi "giusti" o normali, prezzi "equi" o naturali. Infine, in un limitato numero di casi si è fatto anche l'esperimento di prendere come base per il prezzo di vendita il "costo medio" per ciascun ramo d'industria, essendosi considerato che il costo per unità varia secondo le aziende produttrici e che il guadagno "equo" dell'azienda che produce a costo più basso può non essere sufficiente per coprire i costi di un'altro produttore il quale, per ragioni dipendenti dall'ubicazione, dalle dimensioni dell'impresa ecc. non è in grado di produrre ad altrettanto buon mercato. Si dice che questo metodo sia applicato nei confronti di parecchie industrie tedesche ed anche in Gran Bretagna, per le industrie controllate del ferro e dell'acciaio.

Una volta imposto il controllo sui prezzi, gli sviluppi successivi dipendono più che altro dalle condizioni della domanda e dell'offerta sul mercato. Quando, per esempio, nell'autunno del 1936 i Paesi Bassi e la Svizzera introdussero il controllo a seguito del deprezzamento delle monete del blocco dell'oro, intesero impedire un aumento del costo della vita che avrebbe potuto trarre seco il rialzo dei salari e degli altri costi. Può dirsi che l'intervento dello Stato abbia incontrato un pieno successo. Costi e prezzi non aumentarono che in misura

molto lieve ed in tal modo ambedue i paesi poterono trarre dagli adeguamenti delle rispettive monete un netto vantaggio, che non soltanto contribuì a migliorare le possibilità di concorrenza a favore delle industrie esportatrici, ma giovò altresì a stabilire un migliore equilibrio nella struttura interna dei costi e dei prezzi. Per di più, il controllo poté gradualmente essere allentato e fu lasciata libertà ai prezzi di trovare il loro livello naturale a seconda delle condizioni prevalenti sui mercati.

La situazione si presenta molto differente in caso di guerra, quando l'offerta di beni si fa sempre più scarsa e vi si sovrappone il fabbisogno straordinario dello Stato; si aggiunga che il potere d'acquisto sotto forma di medio circolante nel pubblico viene ad espandersi in misura anormale. Diviene allora difficile fermarsi a metà strada. Generalmente, un provvedimento ne rende necessario un altro: si emettono decreti che proibiscono, a chi è in possesso di merci, di sottrarle al mercato, oppure di rifiutare il soddisfacimento della normale domanda; si interdice egualmente di rialzare indirettamente i prezzi alterando le consuete condizioni di vendita o abbassando la qualità delle merci vendute. Spesso le autorità ufficiali si trovano nella necessità di intervenire esse stesse per acquistare tutti i quantitativi disponibili ed affidarne poi l'intera distribuzione ad organismi ufficiali. In tale situazione, i prezzi fissati rispondono assai meno alle condizioni della domanda e dell'offerta, che non in mercato libero, ed il meccanismo dei prezzi cessa di adempiere alla sua funzione che è quella di stimolare la produzione e frenare il consumo quando i prezzi aumentano. Il rialzo dei prezzi in tempo di guerra presenta spesso un vero dilemma: da una parte, il controllo è ritenuto indispensabile per assicurare che le classi meno abbienti non vengano a mancare del minimo necessario; d'altra parte, il rialzo dei prezzi non è sempre indice di speculazione, accaparramento o illeciti guadagni, ma può significare squilibrio tra produzione e consumo nelle nuove condizioni create dalla guerra. Di conseguenza, finché la sorveglianza si concentra interamente sull'andamento dei prezzi, può accadere che si limiti soltanto a curare dei sintomi. Naturalmente questo pericolo, in generale, è compreso; per quanto riguarda il campo monetario, l'ovvia finalità dei provvedimenti ufficiali deve consistere nell'impedire un'espansione inflazionistica del potere d'acquisto del pubblico, la quale renderebbe molto più difficile, se non del tutto impossibile, un effettivo controllo dei prezzi.

III. LA PRODUZIONE ED I MOVIMENTI DI ORO.

La produzione mondiale dell'oro nel 1939 — 39,5 milioni di oncie di oro fino — ha di nuovo sorpassato ogni precedente livello, superando di 6% quello del 1938 e raggiungendo quasi il doppio della produzione del 1929. Il valore, in dollari degli Stati Uniti, dell'oro prodotto è passato da 397 milioni nel 1929 a 1382 milioni nel 1939, ciò che significa un aumento di quasi 250%, mentre i prezzi delle merci negli Stati Uniti — pressochè unico paese che ha ricevuto l'oro di nuova estrazione — si sono mantenuti, nel 1939, a 20% al disotto del livello del 1929.

Non si posseggono nuovi dati relativi alla produzione di oro nell'U.R.S.S., ma si può presumere che si sia mantenuta all'incirca al livello dei due anni precedenti, per i quali la cifra di 5 milioni di oncie parve attendibile. È aumentata la quantità dell'oro proveniente dal tesoreggiamento nei paesi d'Oriente, specialmente nell'India. I rifornimenti di questa provenienza sono passati da 69 milioni di dollari nel 1938 a 111 milioni nel 1939, per effetto dell'attrattiva costituita dall'alto prezzo dell'oro in rupie, in sterline ed in argento.

Di fronte a 1400 milioni di dollari di nuovo oro monetario fornito nel 1939 dalle miniere e dal tesoreggiamento nell'Oriente (dedotto l'oro assorbito dalle industrie) stanno 3132 milioni di dollari d'aumento netto delle riserve d'oro monetario degli Stati Uniti, cifra mai raggiunta da alcun paese in un solo anno. Circa 727 milioni di dollari in oro rappresentano la contropartita dell'eccedenza attiva delle partite correnti nella bilancia dei pagamenti e circa 2000 milioni di dollari in oro quella delle ingenti importazioni di capitali. Parte dell'oro spedito agli Stati Uniti provenne da riserve private in Europa, ritenute non sufficientemente al sicuro in caso di guerra. Alla situazione politica in Europa è dovuto anche l'aumento di 534 milioni di dollari nel totale dell'oro custodito dalle banche di riserva federale per conto principalmente di autorità monetarie in Europa.

La Francia, secondo quanto è stato pubblicato, si è trovata in possesso di maggiori riserve auree alla fine del 1939 che non alla fine dell'anno precedente, per effetto dell'afflusso di capitali al mercato francese, cominciato nell'autunno del 1938 e proseguito, salvo brevi interruzioni, durante tutto l'anno. La principale perdita d'oro si è prodotta nel Regno Unito, per effetto dell'aumento del disavanzo della bilancia dei pagamenti e dell'esodo di capitali esteri da Londra,

non completamente frenato dalle restrizioni ai cambi istituite nel settembre 1939. Anche l'Olanda e la Svizzera hanno subito forti perdite d'oro nel corso dell'anno, per effetto dell'esodo di capitali nonchè per far fronte al pagamento di maggiori importazioni, specialmente nell'autunno.

1. L'OFFERTA DI ORO.

Il continuo aumento della produzione dell'oro è rispecchiato nella tabella seguente:

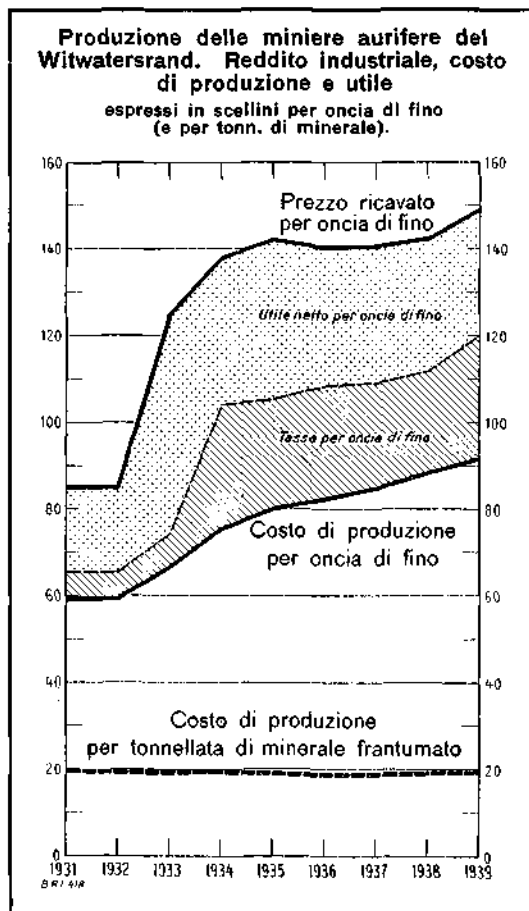
Produzione mondiale di oro	1929	1932	1937	1938	1939
	Migliaia di oncie di oro fino				
Unione dell'Africa del Sud .	10.412	11.559	11.735	12.160	12.821
Canada	1.928	3.044	4.096	4.715	5.092
U. R. S. S. ¹⁾	707	1.938	5.000	5.000	5.000
Stati Uniti	2.056	2.219	4.112	4.245	4.565
Australia	426	710	1.363	1.574	1.621
Filippine	152	230	692	844	1.015
Corea	138	276	735	850	950
Messico	652	584	846	923	944
Giappone	335	402	723	772	850
Africa occidentale britannica	208	293	621	725	814
Rhodesia	562	581	808	815	803
Colombia	48	248	442	521	582
Congo belga	173	243	432	460	502
Cile	26	38	273	294	327
India britannica	364	330	332	322	316
Perù	121	86	214	254	270
Nuova Guinea	²⁾	²⁾	217	242	246
Svezia	²⁾	132	193	198	200
Romania	71	103	167	172	175
Nuova Zelanda	120	166	168	151	166
Altri paesi	693	1.072	1.714	1.987	2.222
Produzione totale del mondo	19.192	24.254	34.883	37.224	39.481
Valore della produzione totale del mondo	in milioni di dollari ³⁾				
	672	849	1.221	1.303	1.382

¹⁾ Stime.

²⁾ Compreso in altri paesi.

³⁾ Dollari al valore attuale di 35 dollari per oncia di oro fino; il valore della produzione dell'oro, espresso in dollari di quell'epoca (cioè secondo il rapporto di \$20,67 per oncia di fino) ammontava nel 1929 a 397 milioni di dollari e nel 1932 a 501 milioni.

La produzione di oro nell'Africa del Sud continua ad essere superiore al doppio di quella d'ogni altro paese, ma rappresenta ora soltanto un terzo circa della produzione mondiale, anzichè metà, come nel 1929. Le ragioni di questa minore importanza relativa si trovano, in parte, nel grande progresso



realizzato negli altri paesi (U. R. S. S., Stati Uniti, Canada, Australia ed un certo numero di minori centri produttori) ed in parte nella politica mineraria dell'Africa del Sud, consistente nel trattare minerali di basso tenore in quantità sempre maggiori al fine di prolungare la durata delle miniere. Nonostante l'aumento della quantità di minerale trattato, il costo di produzione per tonnellata di minerale, nell'Africa del Sud, è rimasto notevolmente stabile; infatti, esso era di 19 scellini e 3 denari per tonnellata nel 1932 (ultimo anno anteriore al deprezzamento della sterlina sud-africana) e pressochè lo stesso, 19 scellini e 5 denari, nel 1939. Il fatto di lavorare minerale povero ha però elevato il costo di produzione per oncia di oro fino, il quale è salito da 59 scellini e 3 denari nel 1932 a 91 scellini e 8 denari nel 1939, ciò che significa un aumento di 55 %.

Per effetto del deprezzamento della sterlina il prezzo per oncia di fino è salito di 75 % (da 85 scellini nel 1932 a 149 scellini e 2 denari nel 1939) ciò che comporta un miglioramento dell'utile industriale per oncia di fino, salito da 25 scellini e 9 denari nel 1932 a 57 scellini e 6 denari nel 1939. Benchè la tassa sia salita da 6 scellini e 3 denari a 28 scellini e 8 denari per oncia di fino, l'utile netto è passato da 19 scellini e 6 denari nel 1932 a 28 scellini e 10 denari nel 1939.

L'analisi approssimativa della ripartizione del ricavo delle vendite di oro, riportata alla pagina seguente, è tratta dalla relazione annuale della Union Corporation e si riferisce alle grandi compagnie del Witwatersrand affiliate alla Camera delle Miniere del Transvaal, che rappresentano praticamente la totalità della produzione dell'oro.

Dopo l'inizio della guerra, il prezzo dell'oro sul mercato di Londra salì a 168 scellini per oncia di fino, ma il massimo prezzo che le miniere ricavarono durante lo stesso periodo fu di 150 scellini. In base ai provvedimenti finanziari d'eccezione emanati allo scoppio della guerra, i produttori di oro nell'Africa del Sud furono obbligati a cedere alla Tesoreria dell'Unione tutto l'oro

Ripartizione dei proventi delle vendite di oro	Millioni di sterline	%
Alla comunità: costi di produzione	56,6	61,3
Allo Stato: tassa e partecipazione agli utili	12,7	13,7
Agli azionisti: dividendi	19,9	21,6
Vari (compresi gli investimenti di capitali a carico dell'utile corrente)	3,1	3,4
Totale	92,3	100

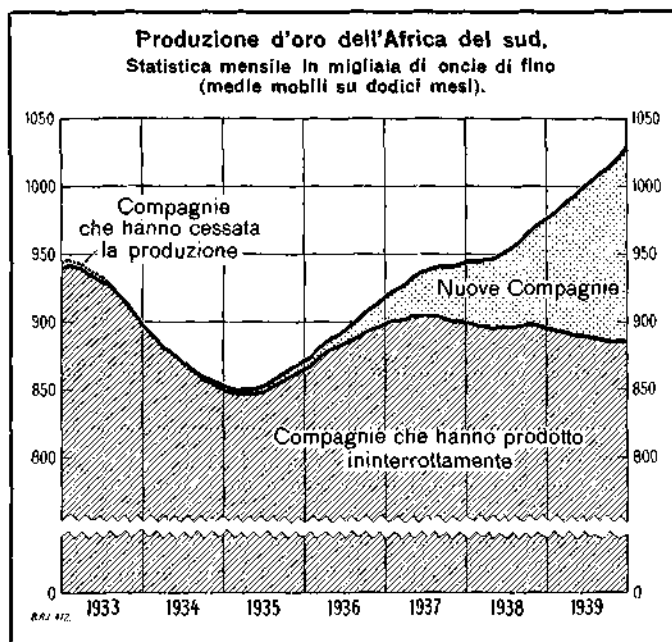
prodotto. La Tesoreria ebbe facoltà di acquistarlo ad un prezzo non inferiore al valore dell'oro sul mercato al giorno dell'acquisto, ma non superiore a 150 scellini per oncia di fino. L'industria mineraria obiettò che questa limitazione del prezzo avrebbe portato serie conseguenze. Fu fatto osservare che il costo di produzione per tonnellata di minerale trattato è rimasto abbastanza costante negli ultimi anni, ma il costo di produzione per oncia di fino è andato continuamente crescendo a causa del sempre minore tenore aureo del minerale e continua a crescere ancora più rapidamente in tempo di guerra, per effetto dell'aumento del costo degli approvvigionamenti. Oltre le miniere più vecchie, ove rimane soltanto minerale povero, sono state aperte parecchie nuove miniere, alcune delle quali sono entrate nella fase produttiva, grazie all'aumento del prezzo dell'oro. Finora la forma di imposizione fiscale applicata all'industria aurifera era nettamente intesa ad incoraggiare l'estrazione di minerale povero. Qualora l'industria si trovasse costretta, a causa della limitazione del prezzo dell'oro o di modificazioni nella forma di tassazione e del conseguente aumento del costo di produzione, a passare al minerale più ricco, alcune miniere sarebbero costrette alla chiusura e la durata di tutte sarebbe grandemente abbreviata. In vista di queste proteste il Ministro delle finanze, nel discorso sul bilancio del 1940, ha annunziata la decisione del Governo di rinunciare, a partire dal 1° gennaio 1940, al suo programma d'acquisti di oro, imponendo invece un'ulteriore tassa di 9% sul reddito imponibile delle miniere, senza riduzione per pagamenti anticipati, e ciò in modo da ricavare l'introito fiscale occorrente (3,5 milioni di sterline) in una maniera accettabile da parte dell'industria.

Date le direttive adottate dall'industria aurifera nell'Africa del Sud, l'alto prezzo dell'oro ha pertanto avuto per conseguenza non già un forte aumento immediato della produzione, bensì una più estesa lavorazione del minerale povero. La quantità di minerale trattato dalle grandi miniere dei distretti di Witwatersrand e Heidelberg è salita da 34,9 milioni di tonnellate nel 1932 a 58,3 milioni di tonnellate nel 1939, necessitando un aumento di mano d'opera di colore da 214.781 individui nel 1932 a 314.222 nel 1939, con una media di lavoratori bianchi che da 23.051 nel 1932 è passata nel 1939 a 41.852, cifra senza precedenti.

Nel corso dell'anno, la convenzione di Mozambico per il reclutamento di 80.000 indigeni della costa orientale è stata prorogata per altri cinque anni, d'accordo fra i governi del Portogallo e dell'Unione dell'Africa del Sud. Inoltre, è stata ottenuta la concessione di reclutare, su scala più vasta, indigeni tropicali nei territori britannici situati a nord del 22° parallelo meridionale. Parecchie miniere hanno constatato però che l'offerta di mano d'opera indigena è stata insufficiente negli ultimi mesi dell'anno. Sebbene l'impiego di mano d'opera indigena e di colore sia salito ancora alla fine di febbraio 1940 a 342.000, cifra mai raggiunta finora, le difficoltà che incontrano le industrie aurifere a far fronte al crescente fabbisogno di questo genere di mano d'opera costituisce un grave problema per l'avvenire dell'industria.

La produzione sudafricana di oro è aumentata di 5,4% nel 1939, risultato che va attribuito all'entrata in azione di nuove miniere.

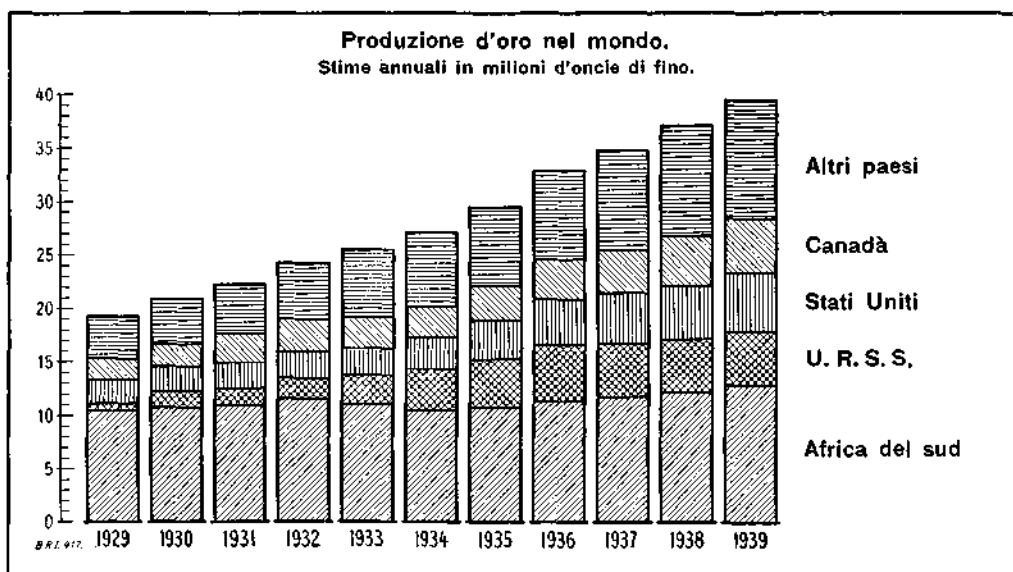
La prima nuova miniera ha cominciato a produrre nel luglio del 1934, ma la produzione delle 31 vecchie miniere andò diminuendo fino al principio del 1935. Nei due anni



seguenti la loro produzione tornò ad aumentare, ma a partire dalla primavera del 1937 fino al momento attuale è andata continuamente declinando. Frattanto altre miniere nuove sono entrate in azione, le ultime delle quali nel novembre 1939, portando così il numero dei nuovi produttori a undici. Sono comprese fra le "nuove miniere", alle quali il grafico si riferisce, talune vecchie compagnie (o nuove compagnie risultanti

da fusione o riorganizzazione di vecchie) che erano prossime a scomparire, ma poterono riprendere l'estrazione grazie all'aumento del prezzo dell'oro. Queste miniere nuove o riaperte hanno prodotto, nel 1939, 1.720.000 oncie di fino, cioè 14% del totale del Rand.

Negli altri paesi la produzione ha quasi sempre raggiunto valori superiori ai precedenti. Nel Canada il settore aurifero continua ad essere il più importante nell'industria mineraria del paese, per quanto riguarda tanto il valore della



produzione, quanto il numero della mano d'opera impiegata. Oltre che dalle miniere e dai campi auriferi, forti quantità di oro si ricavano dal trattamento d'altri minerali: la miniera di rame Noranda, nella regione nord-ovest della provincia di Quebec, è la terza fra le maggiori produttrici d'oro del Canada.

Negli Stati Uniti la produzione è cresciuta di 7,5% nel 1939, contro 3,2% nell'anno precedente, sotto lo stimolo rappresentato dal declino dei prezzi delle merci, indice di depressione economica. Nelle Filippine l'estrazione di oro è aumentata, nel 1939, di 20%, incremento più rapido che in qualsiasi altro paese. Per l'U. R. S. S., come già detto, non si è ottenuta alcuna informazione precisa relativa alla produzione negli ultimi anni e qualsiasi stima si faccia, riveste necessariamente un carattere vago. La maggior parte dell'oro prodotto nell'U. R. S. S. è ricavata da depositi alluvionali ed il risultato dello sfruttamento di questi depositi va facilmente soggetto, come l'esperienza ha provato, a grandi variazioni; basti ricordare, ad esempio, il brusco sviluppo ed il rapido esaurimento dei campi auriferi dell'Australia e della California intorno al 1850. Secondo statistiche britanniche, l'importazione d'oro dall'U. R. S. S. in Inghilterra è stata di 970.000 oncie nei primi otto mesi del 1939, contro 3.160.000 oncie nel 1938. Secondo informazioni non ufficiali pervenute dagli Stati Uniti, le importazioni di oro russo in America per via indiretta attraverso altri paesi ammontano, nel 1939, a circa 1.485.000 oncie.

La produzione di oro in Australia, dopo un rapido aumento fra il 1935 ed il 1938, ha moderato la sua spinta nel 1939, anno in cui è aumentata di soli 3%. La produzione nel Messico si è avvicinata al livello di 1 milione di oncie. Notevoli sono gli aumenti rispettivamente di 11,8 e 10,1% in Corea ed in Giappone con una produzione totale, per i due paesi, di 1.800.000 oncie,

che ha rappresentato un terzo dell'oro esportato nel 1939 dal Giappone agli Stati Uniti a sostegno dello yen. La produzione aurifera nel Giappone ed in Corea è sovvenzionata; i governi di altri paesi hanno parimente preso misure per stimolare la produzione dell'oro.

Se si accetta la stima di 5 milioni di oncie per la produzione dell'U.R.S.S., si può presentare la produzione di oro fra i diversi continenti come nella tabella seguente:

PRODUZIONE DELL'ORO PER CONTINENTE.

Continente	1929	1932	1939 ¹⁾	Variazione dal 1929 al 1939
	Migliaia di oncie di oro fino			%
Africa	11.385	12.797	15.464	+ 36
America settentrionale	4.637	5.865	10.629	+ 129
America centrale ²⁾	53	82	168	+ 217
America latina	466	714	1.698	+ 264
Asia ³⁾	1.189	1.474	3.676	+ 209
Oceania	585	998	2.183	+ 273
Europa ³⁾	170	385	663	+ 290
U.R.S.S. ¹⁾	707	1.938	5.000	+ 607
	19.192	24.254	39.481	+ 106

¹⁾ Stime. ²⁾ Compresa le Indie occidentali. ³⁾ Eccettuata l'U. R. S. S.

Il contributo dell'America settentrionale e meridionale alla produzione mondiale rappresenta 30% del totale, mentre il contributo di questi due continenti alla produzione mondiale dell'argento è di circa 75%. La partecipazione britannica nella produzione mondiale è rimasta costante durante gli ultimi cinque anni a circa 57%.

L'offerta di oro da parte del risparmio privato in Oriente, scesa a cifre pressochè insignificanti negli anni 1937 e 1938, è cresciuta un poco nel 1939, specialmente per effetto delle vendite speculative dei risparmiatori indiani. Le esportazioni d'oro dall'Egitto sembrerebbero avere superato quelle degli anni precedenti.

Una caratteristica dell'economia dell'India, nel 1939, è stata la domanda d'argento da parte dei mercati indiani, la quale, dopo la caduta del 1938, ha avuto una rapida ripresa per effetto della maggiore quantità di denaro a disposizione del pubblico e dell'abbassamento, nell'ultima parte dell'anno, del prezzo dell'argento. Questo maggiore assorbimento d'argento in India conferma che l'offerta di oro tesoreggiato non va ascritta a necessità di realizzarlo, bensì principalmente all'aumento del prezzo dell'oro in rupie, sterline e argento. A

Oro proveniente dall'Oriente.

	India ¹⁾	Cina	Hong Kong	Totale
Millioni di dollari (a \$35 per oncia di fino)				
1931	208	18	20	246
1932	320	39	19	378
1933	202	24	33	259
1934	220	18	22	260
1935	150	14	11	175
1936	109	12	10	131
1937	50	17	1	68
1938	55	0,2)	14	69
1939	110	1	0	111
Totale	1.424	143	130	1.697

¹⁾ Oro proveniente soltanto dal pubblico.

²⁾ Importazione netta di oro per 4 milioni di dollari.

carattere psicologico in un'epoca dominata dall'ossessione della scarsità dell'oro, le quantità in giuoco non sono mai state grandi rispetto a quelle dell'oro ricavato da altre fonti. Nei nove anni dal 1931 al 1939 la quantità complessiva dell'oro proveniente dall'India è stata di 1400 milioni di dollari, ciò che equivale al valore della produzione nel 1939.

Poco si sa circa le quantità dell'oro assorbito dalle arti e dall'industria. Negli Stati Uniti la domanda di oro per uso industriale è certamente aumentata, ma continua ad essere soddisfatta, in gran parte, dall'oro vecchio offerto sul mercato sotto forma di rottami, monete ecc. Il consumo netto per uso industriale è stato probabilmente piccolo ed in qualche paese può darsi che sia diminuito per effetto delle difficoltà del tempo di guerra.

In tali circostanze l'ammontare dell'oro disponibile per scopi monetari nel 1939 può valutarsi sicuramente in 1400 milioni di dollari.

2. I MOVIMENTI DELL'ORO.

Gli Stati Uniti hanno importato oro più d'ogni altro paese nel 1939 e precisamente per 3132 milioni di dollari, ciò che rappresenta più del doppio del nuovo oro monetario. I dati pubblicati dalle banche centrali e dalle autorità governative permettono soltanto in parte di rintracciare i movimenti avvenuti; ma tuttavia forniscono un utile punto di partenza per ulteriori analisi.

quanto ammonti l'oro ancora conservato dai risparmiatori indiani non si sa, perciò non è possibile prevedere le quantità che potranno, in avvenire, ottenersi da questa fonte. Se, negli anni 1931-34, l'offerta di oro dei risparmiatori indiani potè rappresentare un fattore di qualche importanza, non ultima quella di

Riserve auree dichiarate (esclusi i Fondi cambi).

Epoca	Riserve auree totali degli Stati Uniti	Regno Unito (trasferimento di oro della Banca d'Inghilterra)	Altri paesi	Totale delle riserve auree dichiarate ¹⁾
	Milioni di dollari			
Fine del 1938	14.512	2.690	7.998	25.200
Fine del 1939	17.644	1	7.855	25.500
Differenze	+ 3.132	- 2.689	- 143	+ 300

Variazioni nelle riserve auree degli Stati Uniti:

Parte del nuovo oro monetario, approssimativamente ²⁾ . . . \$1200 milioni
 Altre aggiunte, approssimativamente \$1900 „

¹⁾ Non compreso l'oro dei Fondi cambi nè le scorte di oro dell'U. R. S. S. circa le quali mancano notizie recenti.
²⁾ Possono ritenersi trasferiti direttamente o indirettamente agli Stati Uniti \$1200 milioni d'oro di nuova produzione, cioè circa 85% del totale di quest'ultimo.

Sebbene il totale dell'oro posseduto dagli "altri paesi" presenti piccole variazioni durante il 1939, vi sono stati movimenti importanti in qualche singolo paese. In Francia l'oro è aumentato nel corso dell'anno; le statistiche relative alle riserve della Banca di Francia ed a quelle del Fondo cambi, fino al maggio 1939, mostrano che nei primi cinque mesi dell'anno le riserve auree complessive si sono accresciute di 285 milioni di dollari; gli acquisti continuarono fino al tardo autunno. Altrove in Europa, si constata un aumento delle riserve auree in Romania (19 milioni di dollari di oro prodotto localmente); fuori d'Europa, le riserve auree sono aumentate in Argentina di 35 milioni di dollari, nell'Africa del Sud di 29 milioni, nel Canada di 22 milioni ed a Giava di 10 milioni; questi aumenti denotano un miglioramento della bilancia commerciale dei rispettivi paesi (manifestatosi per l'Argentina e Giava, specialmente nel secondo semestre). La relazione annuale della Banca del Canada rivela che le riserve di oro e di divise sono state aumentate, da una parte, per mantenere un'adeguata copertura all'aumento di circolazione e di depositi, dall'altra, in previsione del maggiore fabbisogno di mezzi di pagamento internazionali in caso di guerra. In un gran numero d'altri paesi (si confronti la tabella alla pagina seguente) le riserve dichiarate alla fine del 1939 sono esattamente uguali a quelle alla fine del 1938. In taluni casi non v'è dubbio che una parte dell'oro ricevuto non figura in bilancio e può darsi che queste riserve auree nascoste abbiano oscillato nel corso dell'anno per finire, probabilmente, con una perdita.

La massima diminuzione delle riserve auree delle Banche centrali all'infuori del Regno Unito, si constata nei Paesi Bassi, ove le riserve della Banca neerlandese sono diminuite di quasi un terzo dalla cifra di 995 milioni di dollari alla fine del

Riserve auree palesi.

Paesi	Fine 1937	Fine 1938 1)	Perdite (-) o aumenti (+) nel 1938	Fine 1939 1)	Perdite (-) o aumenti (+) nel 1939
	Milioni di dollari (a \$35 per oncia d'oro fino)				
1° gruppo:					
Stati Uniti d'America ²⁾	12.760	14.512	+ 1.752	17.644	+ 3.132
Francia ³⁾	2.564	2.435	- 129	2.714	+ 279
Argentina	469	431	- 38	466	+ 35
Africa del Sud	189	220	+ 31	249	+ 29
Canada	184	192	+ 8	214	+ 22
Romania	120	133	+ 13	152	+ 19
Giava	79	80	+ 1	90	+ 10
Brasile	32	32	0	38	+ 6
Messico	24	29	+ 5	32	+ 3
Jugoslavia	51	57	+ 6	59	+ 2
Finlandia	27	25	- 2	27	+ 2
Grecia	24	27	+ 3	28	+ 1
Totale	16.523	18.173	+ 1.650	21.713	+ 3.540
2° gruppo:					
India britannica	274	274	0	274	0
Bulgaria	24	24	0	24	0
Cile	30	30	0	30	0
Danimarca	53	53	0	53	0
Egitto	55	55	0	55	0
Estonia	15	15	0	15	0
Giappone	261	164	- 97	164	0
Lituania	13	11	- 2	11	0
Nuova Zelanda	23	23	0	23	0
Norvegia	82	94	+ 12	94	0
Polonia	83	85	+ 2	85 ⁴⁾	0
Portogallo	69	69	0	69	0
Turchia	29	29	0	29	0
Totale	1.011	926	- 85	926	0
3° gruppo:					
Perù	20	20	0	19	- 1
Uruguay	74	69	- 5	68	- 1
Germania	48	45	- 3	43	- 2
Colombia	16	24	+ 8	21	+ 3
Lettonia	15	17	+ 2	13	- 4
Ungheria	25	37	+ 12	24	- 13
Svezia	244	321	+ 77	308	- 13
Belgio ⁵⁾	758	728	- 30	714	- 14
Ceco-Slovacchia ⁶⁾	92	83	- 9	56	- 27
Italia	210	193	- 17	144	- 49
Svizzera	648	699	+ 51	547	- 152
Paesi Bassi	930	995	+ 65	690	- 305
Regno Unito ⁷⁾	2.689	2.650	- 39	1	- 2.689
Totale	5.769	5.921	+ 152	2.648	- 3.273
Totale generale⁸⁾	23.450	25.200	+1.750	25.500	+ 300

1) Cifre in parte stimate.

2) Non compreso l'oro detenuto dal Fondo di stabilizzazione: \$80 milioni nel dicembre 1938 e \$164 milioni nel settembre 1939.

3) Non compreso l'oro detenuto dal Fondo di stabilizzazione dei cambi, cioè \$331 milioni nel dicembre 1938 e \$477 milioni nel maggio 1939 (ultimo dato pubblicato).

4) Ultimo dato pubblicato.

5) Non compreso l'oro detenuto dalla Tesoreria: \$81 milioni nel dicembre 1937, \$44 milioni nel dicembre 1938 e \$17 milioni nel dicembre 1939.

6) Per il 1939: Boemia e Moravia.

7) Non compreso il Fondo di perequazione dei cambi: settembre 1937, \$1395 milioni e settembre 1938, \$759 milioni. Nel settembre 1939, 1162 milioni di dollari furono trasferiti dalla Banca d'Inghilterra al Fondo.

8) Cifre in parte stimate e comprendenti anche altri paesi, ma non l'U. R. S. S. né la Spagna.

1938 a quella di 690 milioni alla fine del 1939. E' probabile che anche il Fondo cambi abbia ceduto oro nel corso dell'anno, ma non se ne conosce l'ammontare. La perdita di oro è dipesa in parte dall'esportazione di capitali di pertinenza sia estera, sia nazionale; l'eccedenza d'importazioni di merci è cresciuta di

175 milioni di fiorini (= 93 milioni di dollari) dal 1938 al 1939, mentre le perdite sofferte dal commercio di transito sono state in qualche misura compensate dai maggiori profitti provenienti dalle Indie neerlandesi. Anche la Svizzera ha perduto oro nel 1939: le riserve della Banca nazionale sono diminuite di 152 milioni di dollari, ma contemporaneamente la Banca ha accresciuto la sua riserva di divise estere di 18 milioni di dollari, mentre il Fondo di perequazione dei cambi cedeva una parte delle sue scorte di oro. Nella primavera del 1939 sono state ritirate grandi quantità di capitali, principalmente esteri, dal mercato svizzero ed un'altra causa importante di perdite di oro è stata l'aumento del saldo passivo della bilancia commerciale in autunno, superiore di 290 milioni di franchi svizzeri (= 65 milioni di dollari) a quello dell'anno precedente, nonché un sensibile declino dei proventi del turismo. Le riserve auree in Svezia, in continuo aumento dal 1933, si sono ritrovate nel 1939 ad un livello di 13 milioni di dollari più basso; inoltre, la Riksbank ha utilizzato le sue riserve di cambi nella misura di 122 milioni di dollari per pagamenti all'estero. La perdita netta di oro e di cambi è stata di 565 milioni di corone, in parte per effetto dell'aumento del disavanzo della bilancia commerciale da 238 milioni di corone nel 1938 a 610 milioni nel 1939, in parte per effetto dell'esportazione di capitali (acquisti di titoli esteri e ritiri di fondi dalle banche svedesi) infine come conseguenza dell'obbligo di pagare in contanti importazioni che nel passato si facevano normalmente a credito. Si ritiene che le partite correnti della bilancia svedese dei pagamenti, che nel 1938 si saldarono con un'eccedenza attiva di 48 milioni di corone, si saldino nel 1939 con un'eccedenza passiva di 250 a 350 milioni di corone.

L'Olanda, la Svizzera e la Svezia, paesi creditori, si trovarono, al principio del 1939, a possedere riserve monetarie più ampie che in passato, grazie alle quali sono state in grado di fronteggiare forti ritiri di capitali e, specialmente nell'ultimo trimestre dell'anno, di aumentare le importazioni commerciali. Nei Paesi Bassi ed in Svizzera non sono state poste restrizioni ai cambi, mentre in Svezia, nell'inverno 1939-40, sono state istituite restrizioni dapprima sugli acquisti di titoli e poi sui cambi. I possessori esteri di disponibilità in Svezia sono liberi di farne uso, ma ciò che rimane di queste disponibilità non è d'importanza considerevole.

In Italia le riserve auree della Banca d'Italia, sono diminuite dell'equivalente di 49 milioni di dollari e si elevavano alla fine del 1939 al controvalore di 144 milioni di dollari. Se, da una parte, il disavanzo della bilancia commerciale si è ridotto da 2,9 miliardi di lire nel 1938 a 1,5 miliardi nel 1939, d'altra parte talune partite della bilancia dei pagamenti, specialmente i proventi del turismo, si sono contratte considerevolmente. Anche la Banca nazionale di Boemia e Moravia dichiara una perdita di oro, nel 1939, per il controvalore di 27 milioni

di dollari. Nonostante le fluttuazioni considerevoli che hanno avuto luogo specialmente nei primi mesi dell'anno, le riserve auree della Banca nazionale del Belgio sono scemate di soli 14 milioni di dollari e quelle del Tesoro belga di 27 milioni.

Nel loro insieme, gli "altri paesi" indicati nella tabella alla pagina 88 hanno subito una perdita netta di 143 milioni di dollari nelle loro riserve auree dichiarate. Se si tenesse conto delle riduzioni delle scorte auree dei Fondi cambi e di altre riserve occulte, la perdita di oro complessiva degli "altri paesi" dovrebbe essere ben superiore alla cifra indicata.

I più importanti movimenti di oro si sono prodotti però, nel 1939, sul mercato di Londra. I dati più recenti che si possono ottenere per le riserve auree del Regno Unito si riferiscono alla posizione alla fine di marzo 1939, ciò che rende possibile di rilevare i cambiamenti avvenuti nei sei mesi precedenti.

La diminuzione di 46,4 milioni di oncie di oro delle riserve auree della Banca d'Inghilterra è dovuta al trasferimento, avvenuto il 6 gennaio 1939, di 47,1 milioni di oncie dalla Banca al Fondo

Riserve auree complessive del Regno Unito.

Epoca	Banca d'Inghilterra	Fondo di perequazione dei cambi	Totale
Milloni di oncie di oro fino			
30 settembre 1938	76,8	21,7	98,5
31 marzo 1939. .	30,4	49,5	79,9
Variazione	- 46,4	+ 27,8	- 18,6
Millioni di sterline (a 148 scellini per oncia*)			
30 settembre 1938	568	160	729
31 marzo 1939. .	225	366	591
Variazione	- 343	+ 206	- 138
Millioni di dollari (a 35 dollari per oncia)			
30 settembre 1938	2.690	759	3.449
31 marzo 1939. .	1.066	1.732	2.796
Variazione	-1,624	+ 973	- 653

* Prezzo medio dell'oro a Londra dall'ottobre 1938 al marzo 1939.

dalla Banca al Fondo di perequazione dei cambi ed al riacquisto di 0,7 milioni di oncie il 1° marzo 1939. La riduzione complessiva delle scorte della Banca e del Fondo rappresenta una perdita netta di oro per 18,6 milioni di oncie, ossia, valutando l'oncia al prezzo medio dell'oro durante il periodo considerato, 138 milioni di sterline equivalenti a 653 milioni di dollari. A giudi-

care dalle statistiche commerciali delle importazioni ed esportazioni di oro, questa perdita sembra doversi dividere in due parti pressochè uguali tra l'ultimo trimestre del 1938 ed il primo del 1939. Dopo lo scoppio delle ostilità il Cancelliere dello Scacchiere ha annunciato il 6 settembre che, allo scopo di concentrare in un'unica riserva tutte le risorse finanziarie del paese, la Tesoreria e la Banca d'Inghilterra avevano concordato di trasferire al Fondo di perequazione

dei cambi la totalità dell'oro tenuto nel Dipartimento di emissione, tranne una frazione trascurabile. Non essendosi pubblicato alcun dato relativo al Fondo alla fine del settembre 1939, le cifre più recenti che si posseggono per le riserve combinate della Banca e del Fondo sono quelle della fine di marzo 1939, e cioè 591 milioni di sterline al prezzo di 148 scellini l'oncia, ossia 2796 milioni di dollari.

Circa i movimenti durante i nove mesi dall'aprile al dicembre 1939, si ricava qualche indicazione dall'esame delle statistiche del commercio degli Stati Uniti, nelle quali figurano importazioni nette di oro dal Regno Unito per un valore di 1359 milioni di dollari. Questa cifra comprende però anche oro proveniente da altre fonti all'infuori delle riserve monetarie britanniche: comprende tra l'altro circa 200 milioni di dollari giunti dall'Africa del Sud nonchè le spedizioni provenienti da altri paesi e transitate per Londra. Le spedizioni di oro dall'Africa del Sud cessarono nel settembre 1938, quando le autorità britanniche cominciarono ad accumulare oro a custodia presso la Banca di riserva dell'Africa del Sud; furono però riprese nella primavera del 1939, pressochè nella misura consueta. Le cifre delle importazioni negli Stati Uniti comprendono anche oro che era stato precedentemente spedito a Londra per esservi custodito, oppure oro comperato sul mercato di Londra ed ivi mantenuto per conto di banche d'oltremare e di privati; questo oro fu spedito direttamente negli Stati Uniti nel 1939, oppure venduto sul mercato di Londra ed il ricavo convertito in valute estere, operazione implicante la spedizione di un ammontare corrispondente di oro. Basandosi sulla forte eccedenza delle importazioni nette di oro in Gran Bretagna rispetto alle scorte del Fondo di perequazione dei cambi, ed aggiungendovi l'oro acquistato dalla Banca d'Inghilterra negli ultimi anni, si può valutare in circa 300 milioni di sterline la quantità di oro tenuto a custodia a Londra, nel marzo 1939, per conto di banche centrali o di privati. Non si hanno dati sui movimenti dell'oro a custodia a Londra. A riguardo del tesoreggiamento privato, la Rivista annuale della ditta Samuel Montagu & Co. per il 1939 riferisce che verso la fine di marzo si diffuse un'inquietudine fra i proprietari di oro; s'ebbe un movimento su larga scala tendente a convertire l'oro in dollari ed il mercato dovette procedere ad importanti rivendite per conto del continente. La stessa tendenza continuò in aprile e si ripresentò nell'ultima settimana d'agosto 1939. Per la prima volta dal maggio precedente, il 24 agosto il prezzo dell'oro a Londra — 148 scellini e 5 denari — presentava un disaggio di $\frac{1}{2}$ denaro rispetto alla parità di cambio del dollaro e le autorità ufficiali assorbito una buona parte dell'oro disponibile sul mercato. A qualche momento nel corso dell'anno l'oro è stato acquistato a scopo di tesoreggiamento come, per esempio, alla fine di giugno, quando taluni portatori di dollari si affrettarono a realizzarli per acquistare oro nel timore che il Presidente degli Stati Uniti facesse uso della

facoltà consentitagli di svalutare il dollaro prima del 1° luglio; comunque non può essere messo in dubbio che, nell'insieme, una parte importante dell'oro tesoreggiato a Londra per conto privato è stata liquidata e, successivamente, esportata.

Inoltre, una parte dell'oro prelevato sulle riserve del Fondo di perequazione dei cambi e spedito a Nuova York, è stata rimpiazzata dall'oro tenuto a custodia in Canada e in India. Si ritiene che, al principio di settembre 1939, l'oro a custodia presso la Banca del Canada — non tutto però per conto britannico — ammontasse a circa 700 milioni di dollari. Sebbene prima della fine dell'anno le autorità britanniche abbiano trasferito una parte importante di questo oro dal Canada a Nuova York, per convertirlo in dollari, è probabile che le riserve britanniche conservate all'estero siano aumentate nel corso dell'anno.

Le variazioni dell'ammontare dell'oro tenuto a custodia e tesoreggiato dai privati rendono difficile di ricavare dalle statistiche doganali quali siano state in ultima analisi le variazioni delle riserve; sembrerebbe probabile, tuttavia, che i prelevamenti eseguiti nel 1939 sul mercato britannico ammontino complessivamente a forse un miliardo di dollari. Solo in piccola misura è possibile che questa perdita di oro sia dovuta al maggiore disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti (l'eccedenza d'importazioni è aumentata di soli 14 milioni di sterline dal 1938 al 1939); per la massima parte essa va attribuita a vari movimenti di capitali. Sebbene sia occorso fare anticipazioni ai produttori americani di aeroplani ed altro materiale bellico, per metterli in grado di sviluppare gli impianti, e benchè la legislazione americana sulle forniture di materiale ai belligeranti abbia reso necessario maggiori pagamenti in contanti, queste variazioni interessano soltanto l'ultimo trimestre dell'anno. Le esportazioni di oro fino al settembre del 1939 rappresentano principalmente la contropartita del continuo esodo di fondi dal mercato di Londra. In seguito all'istituzione delle restrizioni ai cambi nel settembre 1939, i possessori esteri di disponibilità in sterline continuano ad avere facoltà di disporre, ma soltanto sul mercato libero.

Nell'aprile 1940 sono state condotte a termine le trattative per l'acquisto diretto, da parte della Banca d'Inghilterra e per conto del Tesoro britannico, dell'intera produzione d'oro dell'Africa del Sud durante la guerra. Come in passato, le miniere seguitano a cedere la loro produzione al governo sudafricano; la Banca d'Inghilterra prende consegna dell'oro nell'Africa del Sud e paga l'intero prezzo di 168 scellini per oncia, cosicchè il governo sudafricano risparmia il costo del trasporto.

Passando ora agli Stati Uniti, gli avvenimenti principali del 1939 sono riassunti nella tabella seguente:

Variazioni delle riserve auree degli Stati Uniti in milioni di dollari.			
Importazioni nette . .	3.574	Aumento delle riserve di oro monetario .	3.132
Produzione nazionale .	160	Aumento netto dell'oro a custodia per conto dell'estero	534
Totale	3.734	Totale	3.666

I due totali non sono identici perchè una parte dell'oro di nuova produzione è probabilmente stata impiegata dalle industrie. Alla fine del 1939 l'oro a custodia

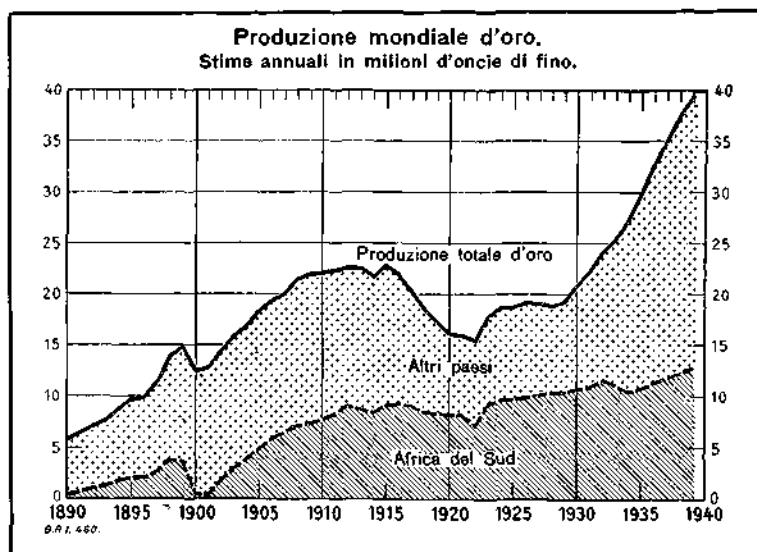
presso le Banche di riserva federale per conto dell'estero, ammontava a 1163 milioni di dollari. Alla stessa epoca le banche centrali possedevano saldi in conto dollari per forse 500 milioni, sicchè il totale delle disponibilità delle autorità monetarie d'altri paesi, presso le Banche di riserva federale, raggiungeva l'alta cifra di circa 1660 milioni di dollari.

Dei 3 miliardi di dollari di oro importato e venduto nel 1939 alla Tesoreria americana, 727 milioni corrispondono al saldo attivo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti; quanto al resto, i movimenti di capitali comunicati alla Tesoreria americana indicano un afflusso di 1114 milioni di dollari e la bilancia dei pagamenti comprende un margine di 1151 milioni di dollari, denominato "residuo", la natura del quale non è indicata. Si hanno però forti ragioni per ritenere che questo residuo rappresenti il risultato di varie operazioni in conto capitale, di modo che è lecito presumere che l'afflusso totale di capitali negli Stati Uniti si aggiri intorno ai 2 miliardi di dollari.

Nei sei anni che vanno dal 1934 al 1939, le riserve di oro monetario degli Stati Uniti sono aumentate da 4 miliardi di dollari, livello medio intorno al quale si erano aggirate fino dal 1924, a 17,6 miliardi di dollari alla fine del 1939. L'aumento è costituito per 2,8 miliardi di dollari dal profitto contabile della nuova valutazione dell'oro, per 200 milioni dagli acquisti fatti in base al programma esistente prima della nuova valutazione e per 10,6 miliardi dalle importazioni e dalla produzione nazionale. Le importazioni costituiscono il grosso dell'oro nuovo: non meno di 9,7 miliardi; inoltre, argento per un miliardo di dollari è stato acquistato all'estero. Meno di un quarto delle importazioni totali di oro e argento si spiega col saldo attivo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, per esempio coll'eccedenza dei pagamenti per merci vendute e servizi resi a paesi esteri sulle merci acquistate ed i servizi ricevuti dagli stessi. Per il rimanente, oltre 5 miliardi di dollari vanno attribuiti alle importazioni dichiarate di capitali negli Stati Uniti ed il saldo di oltre 3 miliardi proviene da operazioni non rintracciabili, ma principalmente da movimenti di capitali.

Il continuo afflusso di oro agli Stati Uniti ha progressivamente creato uno squilibrio nella distribuzione dell'oro monetario del mondo. Nel 1934 gli Stati Uniti

possedevano 30% del totale dell'oro monetario e alla fine del 1939 circa 60%. Tuttavia occorre ricordare che gli altri paesi all'infuori degli Stati Uniti posseggono complessivamente circa 10 miliardi di dollari di oro, vale a dire 280 milioni di oncie, contro un totale di 140 milioni nel 1913, che rappresentavano allora un poco meno di 3 miliardi di dollari al valore che aveva questa moneta a quell'epoca. La maggiore quantità di oro che molti paesi ora posseggono in confronto di quella che avevano prima del 1914, ha provata la sua utilità quale mezzo per far fronte a grandi movimenti di fondi, spesso erratici, che si verificano in quest'epoca in cui, per un insieme di varie cause (non ultima l'aumento dei debiti pubblici) la parte liquida della ricchezza nazionale è enormemente aumentata, a tal punto che il capitale può più facilmente venire realizzato in denaro e questo spostato da un paese all'altro. Forti scorte auree la cui esistenza avesse eliminata la necessità di istituire restrizioni ai cambi, avrebbero costituito l'unico mezzo efficace per risolvere questo problema di liquidità internazionale. A questo riguardo l'offerta più abbondante di oro di produzione corrente ha



produzione corrente ha sicuramente reso servizio al governo della moneta.

E' interessante osservare il rallentamento della produzione dell'oro a partire dal 1915, sotto l'influenza dell'aumento dei costi e dei prezzi delle merci prodotte dalla guerra del 1914-1918. Recipro-

procamente, l'aumento della produzione di oro, a partire dal 1929, è in relazione, dapprima col tracollo dei prezzi, poi, a partire dal 1931, col deprezzamento delle monete ed il conseguente aumento del prezzo dell'oro che rese più lucrativa la produzione e permise ai produttori di lavorare anche minerali meno ricchi. Rimane da vedere se la presente guerra porterà seco un rialzo dei prezzi col conseguente freno alla produzione dell'oro.

Nel 1929 il valore della produzione mondiale complessiva dell'oro, in ragione di 20,67 dollari per oncia, era stato di 397 milioni di dollari; nel 1939, a 35 dollari per oncia, tale valore è stato di 1382 milioni. Eppure i prezzi delle merci negli Stati Uniti restavano ancora, nel 1939, a 20% al disotto del livello del 1929 ed

erano appena superiori a quelli del 1934, anno in cui cominciò l'afflusso di oro negli Stati Uniti. Sorge la domanda: come mai l'immenso accrescimento di quantità e, ancora più, di valore della nuova produzione di oro non sia riuscito a ingenerare un aumento dei prezzi delle merci. Poichè l'oro di nuova produzione, a partire dal 1934, è affluito principalmente agli Stati Uniti, il problema si riconduce ad una questione interna americana.

La produzione corrente dell'oro influisce sui prezzi soltanto in quanto direttamente o indirettamente crea una nuova domanda effettiva di beni. Ciò può avvenire direttamente, mediante l'accrescimento del potere d'acquisto che si verifica quando i paesi estrattori di oro vendono la produzione alle autorità monetarie del loro paese o di altri. Le importazioni sudafricane di merci sono aumentate da 53 milioni di sterline nel 1931 a 91 milioni nel 1939 e sono pagate principalmente coll'oro uscito dalle miniere. Ci sarebbe da aspettarsi normalmente che l'oro che ha servito a pagare le importazioni dei paesi ove è stato prodotto, ricompaia nella bilancia dei pagamenti d'altri paesi in controparte d'una eccedenza delle posizioni correnti attive, inquantochè l'oro è stato usato per pagare merci ricevute e servizi ottenuti. Si resta sorpresi constatando che tale eccedenza negli Stati Uniti raggiunge soltanto un terzo dei 6,1 miliardi di oro di nuova produzione affluito direttamente o indirettamente agli Stati Uniti, mentre gli altri due terzi hanno come controparte l'afflusso di capitali. Sorge pertanto l'interessante domanda come sia accaduto che tanta parte dell'oro di nuova produzione sia stata trasformata in un vettore di capitali. Fino ad un certo punto una spiegazione si può trovare nel meccanismo dei seguenti scambi "triangolari": negli anni dal 1934 al 1939 parecchi paesi debitori hanno avuto importanti saldi attivi nella bilancia dei pagamenti correnti ed avrebbero perciò potuto acquistare oro; invece parecchi preferirono, o si trovarono in obbligo, di rimborsare debiti esteri, oppure si procurarono disponibilità all'estero e, in tal modo, il flusso dell'oro fu deviato verso i paesi creditori, i quali lo ricevettero in contropartita di posizioni in conto capitali. Anche se il mercato sul quale i debiti sono stati rimborsati è, per esempio, quello di Londra, l'oro può nondimeno essere stato rispedito agli Stati Uniti, dato che i privati e le ditte in Inghilterra, non trovando nuove possibilità di investimenti nello sviluppo di paesi d'oltre mare, hanno reinvestito in titoli americani o accumulato disponibilità in dollari equivalenti ai fondi che avevano ricevuti in rimborso. La Finlandia, per esempio, ha approfittato dell'eccedenza di partite correnti all'attivo della sua bilancia dei pagamenti per ridurre, nel 1938, a meno di 1 miliardo di marchi finlandesi i suoi debiti verso l'estero che, al netto dei crediti, ammontavano a 9 miliardi nel 1931. Ancora più chiaro appare il caso del Canada, il quale fornisce un esempio di un paese produttore di oro, il

quale ha ridotto grandemente i suoi debiti verso l'estero. Nei quattro anni dal 1936 al 1939, il Canada ha ridotto di 493 milioni di dollari l'ammontare delle sue obbligazioni in circolazione pagabili ad opzione del portatore a Nuova York; nello stesso periodo il saldo attivo delle partite attive della sua bilancia dei pagamenti superò 600 milioni di dollari, mentre l'esportazione netta di oro di nuova produzione ammontò a 623 milioni di dollari. Altri esempi potrebbero indicarsi (come l'Argentina) i quali non lasciano dubbio che questi rimborsi nell'insieme rappresentano una cifra assai importante.

Il fatto che i paesi debitori hanno rimborsato una grande parte dei loro debiti verso l'estero e che, per questo ed altri motivi, gli Stati Uniti hanno ricevuto una parte così importante dell'oro di nuova produzione in contropartita a movimenti di capitali, appare importante per spiegare l'assenza di un rialzo durevole dei prezzi. A differenza degli antichi investimenti all'estero, come, per esempio, nelle ferrovie americane prima del 1900, i capitali trasferiti negli Stati Uniti non sono stati destinati a finanziare nuove imprese industriali o commerciali, per le quali le risorse del mercato nazionale dei capitali fossero risultate insufficienti. I capitali esteri non ebbero nè questo, nè simili impieghi. Si ritiene generalmente che, negli anni dal 1934 al 1939, i capitali di nuova formazione negli Stati Uniti abbiano trovato solo parzialmente impiego, come lo rivela il basso livello dei nuovi investimenti in impianti e macchinari. Dal momento che gli Stati Uniti non riuscirono a trovare completo collocamento, in investimenti all'interno o all'estero, per il proprio risparmio normale, ancora meno poterono impiegare i fondi ricevuti dall'estero. I capitali trasferiti a mezzo di spedizioni di oro dovevano, pertanto, rimanere inattivi, cioè non tradotti in potere d'acquisto. Se questo è vero in riguardo alla maggior parte dell'oro proveniente dalla produzione corrente, altrettanto deve potersi dire dei 3,1 miliardi affluiti agli Stati Uniti dalle riserve delle banche centrali d'altri paesi, perchè questi movimenti di oro rappresentano principalmente una fuga di capitali, i quali vengono ora tenuti per la maggior parte sotto forma di disponibilità in conto corrente. L'oro per sè stesso non possiede un'influenza soprannaturale sui prezzi: è soltanto quando la sua offerta si traduce in un aumento di potere d'acquisto effettivo che v'è da attendersi un'influenza sul livello dei prezzi. Quando si tenga conto del carattere dell'afflusso di oro agli Stati Uniti, appare chiaro che gli ostacoli alla ripresa degli investimenti privati in abitazioni ed altre forme sono prevalentemente quegli stessi che hanno impedito l'afflusso di oro dall'influire sui prezzi.

La breve e sommaria analisi che precede può essere posta a confronto dell'esperienza dei periodi precedenti. Prima del 1914 si ammetteva che esistesse in permanenza una domanda di facilitazioni creditizie e che gli istituti di credito concedessero prestiti nella misura consentita dalle loro risorse. Poca importanza

aveva il fatto che l'oro giungesse a seguito di operazioni correnti o di movimenti di capitale, poichè in ogni caso esso serviva ad aumentare il volume del credito. Quando si notava una variazione dell'offerta dell'oro, base riconosciuta del credito, si poteva attendersi che, sia pure con un certo ritardo, risultassero variati i prezzi. La scomparsa della domanda di credito, che è caratteristica dell'evoluzione economica degli Stati Uniti e di parecchi altri paesi negli ultimi anni, ha temporaneamente soppresso un anello nella catena attraverso la quale l'oro influisce sui prezzi.

Si è accennato finora soprattutto alle condizioni in America, ma anche negli altri paesi, che hanno aumentato l'oro in loro possesso, sono visibili analoghe tendenze. Per alcuni anni l'Inghilterra ha avuto un disavanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e l'oro acquistato ha avuto come contropartita movimenti di capitali prevalentemente a breve termine. I fondi ottenuti in questo modo erano soggetti a ritiri a breve preavviso e per questo motivo l'oro ricevuto è stato in gran parte "sterilizzato" ad opera del Fondo di perequazione dei cambi. In Svizzera il Fondo cambi, istituito nel 1936, ha ricevuto in dotazione una parte dell'utile ricavato dalla nuova valutazione delle riserve auree della Banca nazionale e non si è proposto il compito di sterilizzare l'oro ricevuto. Come risultato dell'afflusso di fondi, prevalentemente esteri, e quindi anche di oro, le banche commerciali si sono costituite, a partire dall'autunno 1936, grandi disponibilità in conto presso la Banca nazionale. L'esistenza di queste disponibilità non ha però avuto una parte importante nell'influenzare la struttura creditizia della Svizzera, poichè le banche si sono attenute ad una politica prudentissima, equivalente in sostanza ad una specie di "sterilizzazione volontaria". In queste circostanze non desta sorpresa il fatto che i crescenti arrivi di oro non abbiano prodotto un aumento dei prezzi.

Può darsi però che un certo spostamento nell'equilibrio delle forze in giuoco si sia prodotto dal settembre 1939 in poi. L'oro che attualmente si spedisce agli Stati Uniti è per la maggior parte utilizzato per l'acquisto di merci, mentre i movimenti di capitali sono frenati dalle restrizioni ai cambi. V'è quindi luogo ad attendersi che il nuovo afflusso di oro concorra sempre più all'espansione del potere d'acquisto. Data l'ampiezza del mercato americano, questa espansione, pur operando senza dubbio come stimolante, difficilmente basterà per sè stessa ad influenzare la tendenza generale dei prezzi delle merci negli Stati Uniti. Conviene continuare a sorvegliare il volume degli investimenti privati e bisogna anche tener conto delle vaste possibilità di aumentare l'offerta di beni mediante una maggiore utilizzazione della potenzialità esistente e ciò per quanto riguarda tanto le materie prime, quanto i prodotti industriali. Tuttavia, la questione dei probabili effetti dei movimenti dell'oro sui prezzi delle merci riveste un aspetto differente, ora che le disponibilità create dalle spedizioni di oro vengono effettivamente spese.

Fino ad un certo punto le riserve auree dei vari paesi possono considerarsi come accumulate per il caso di dover fare pagamenti eccezionali all'estero ed è quindi naturale che i governi abbiano fatto più frequente appello alle loro banche centrali per procurarsi le divise occorrenti. In parecchi paesi le banche centrali hanno fornito direttamente allo Stato le divise occorrenti per pagare importazioni straordinarie, ad esempio quelle di materiale bellico, ritenendo che tali maggiori richieste di credito non si tradurrebbero in un aumento del potere d'acquisto sul mercato nazionale. Anche nei casi in cui non v'è stata una connessione così diretta fra i pagamenti all'estero ed i fondi forniti dalla banca centrale al suo Governo, è probabile che questi ultimi siano stati in gran parte utilizzati contro cessioni di cambi allo Stato. Tale può essere, per esempio, il caso in cui i profitti della nuova valutazione dell'oro sono stati assegnati allo Stato, come in Svizzera. Le riserve della Banca nazionale sono state rivalutate, nel 1936, ad un prezzo che rappresenta un deprezzamento del franco di 25 %; ne è risultato un utile contabile di 538,6 milioni di franchi svizzeri, ridottosi, dopo alcuni ritocchi, a 533,4 milioni di franchi alla fine del 1939. Su tale somma, che costituiva il Fondo di perequazione dei cambi, 325 milioni di franchi svizzeri sono stati trasferiti alla Confederazione (75 milioni nel 1939 e 250 milioni nel 1940) e 150 milioni ai Cantoni, per metà nel 1939 e per metà nel 1940. Le somme che lo Stato ha ricavate dagli utili di rivalutazione sono disponibili per le uscite ordinarie, senza distinzione fra i pagamenti all'interno e quelli all'estero. Sta di fatto che si sono utilizzati, per i pagamenti di merci importate, cospicui importi di valute estere tratte dalle scorte della banca centrale ed è questa una circostanza che va tenuta presente nel giudicare gli effetti del potere d'acquisto supplementare.

In passato le grandi guerre sono sempre state epoche in cui i prezzi hanno subito importanti movimenti per effetto dell'insistente domanda di materiale bellico da parte dello Stato, della crescente scarsità delle merci, dell'impiego delle riserve di moneta e di metalli preziosi e del ricorso più o meno diretto a finanziamenti di carattere inflazionistico. I sistemi monetari sono sempre stati sottoposti a tensioni ed i paesi coinvolti nella guerra, generalmente, hanno avuto difficoltà ad evitare il deprezzamento della loro moneta rispetto all'oro o all'argento. Peraltro, qualche notevole eccezione si è verificata negli ultimi 150 anni. Durante le guerre napoleoniche, la moneta francese, risanata un poco nel 1796 dopo il crollo dell'assegnato, conservò stabilmente la sua parità rispetto al metallo durante quasi vent'anni di ostilità. In Inghilterra, d'altra parte, i pagamenti in oro furono sospesi nel 1797 e l'aggio dell'oro si valutava in media, nel 1814, a 35 %, mentre i prezzi delle merci erano saliti di circa 75 % rispetto al livello del 1790. terminate le guerre, si praticò una politica di riassetamento, col risultato che i pagamenti in oro furono ripresi nel 1821. Il regime aureo fu

ripristinato con successo all'antica parità, ma i prezzi delle merci seguirono a scendere ritornando nel 1826 al livello del 1790.

Durante la guerra del 1914-18, i prezzi delle merci ripresero a salire ed il dollaro degli Stati Uniti si mantenne alla sua parità rispetto all'oro durante tutto il periodo della guerra ed il periodo post-bellico, di modo che il mercato americano determinava, per così dire, il valore dell'oro. L'inflazione fu praticata in varia misura nei diversi paesi; tuttavia, una quindicina di monete poterono ritrovare la loro antica parità coll'oro. I prezzi delle merci parvero stabilizzarsi a circa 50% al disopra del livello del 1914 e tali rimasero fino alla crisi del 1929. Per effetto della caduta dei prezzi e dei vasti movimenti di capitali, risultò troppo difficile mantenere le monete all'antica parità e, nel 1936, quelle monete che ancora erano "libere" dovettero subire il deprezzamento. Pertanto, la restaurazione del regime aureo all'antica parità sboccò in un insuccesso. Il doppio fatto della caduta dei prezzi e del deprezzamento delle monete ebbe una grande influenza sui prezzi oro, che nel 1939 rappresentavano all'incirca la metà di quelli che erano stati dieci anni prima. Anzi, essi caddero ad almeno 10% al disotto del più basso livello di cui si abbia notizia durante gli ultimi 200 anni. Giudicando in base agli antichi criteri, si dovrebbe attendersi che la guerra e l'abbondante produzione dell'oro producano un marcato rialzo dei prezzi, ma, come si è detto in precedenza, la situazione è ben lungi dall'essere semplice, l'andamento dei prezzi oro dipendendo più che mai dalla capacità di produzione e dal volume degli investimenti in paesi extra-europei, specialmente negli Stati Uniti.

IV. I MOVIMENTI INTERNAZIONALI DI CAPITALI.

L'afflusso di capitali esteri agli Stati Uniti ha raggiunto nel 1939 l'altissima cifra di due miliardi di dollari: fenomeno preoccupante tanto per il paese che ha ricevuto i capitali, quanto per quelli che li hanno perduti. Il solo altro paese nel quale si sia verificato, nel 1939, un apprezzabile afflusso di capitali è stata la Francia; ma si è trattato essenzialmente del rimpatrio di fondi francesi, ed esso ha molto contribuito a rafforzare la situazione finanziaria del paese, scossa dalle precedenti fughe di capitali.

La guerra ha aggravato la dislocazione dei rapporti di finanziamento del commercio internazionale, *sebbene il pagamento anticipato delle importazioni sia tornato a vantaggio dei paesi produttori di materie prime, come è rivelato dall'accrescimento delle riserve in sterline di quelli che fanno parte dell'Impero britannico.* Nel corso dei primi nove mesi dell'anno, i titoli esteri hanno fortemente perduto quota, ad eccezione di quelli dei paesi d'oltremare produttori di materie fondamentali, i quali hanno invece accusato una brusca ripresa. Nelle condizioni attuali, è praticamente cessata la consuetudine dell'emissione di prestiti all'estero ma, da quanto si afferma in ambienti competenti, pare che si stia già considerando la possibilità di riprenderli nel periodo di ricostruzione economica che farà seguito alla guerra.

Nei sei anni che vanno dal 1934 al 1939 le importazioni nette di oro negli Stati Uniti hanno raggiunto circa 10 miliardi di dollari, quattro quinti dei quali rappresentano un movimento di capitali di natura e di volume finora mai eguagliato. A formare l'alta cifra ha bensì contribuito la liquidazione di crediti esteri a breve scadenza, ma in misura insignificante in confronto con la "crisi internazionale di liquidità" del periodo 1931-32. In base a valutazioni fatte a quell'epoca dalla Banca dei regolamenti internazionali, il volume totale dei crediti internazionali a breve termine in corso era passato da circa 14 miliardi di dollari nel 1930 a 8 miliardi alla fine del 1932. Tale vasta liquidazione fu operata principalmente a spese delle riserve delle banche centrali e fu una delle cause immediate dei deprezzamenti monetari e delle restrizioni imposte ai cambi in quegli anni. Sui 10 miliardi di dollari d'oro inviato negli Stati Uniti, 6 miliardi provennero da minerale di nuova estrazione ed un altro miliardo dalle cessioni fatte da parte del pubblico in Oriente. I rimanenti 3 miliardi

provennero in gran parte da banche centrali le quali possedevano, per lo meno negli ultimi anni, riserve talmente importanti che la perdita dell'oro, concomitante alla fuga di capitali, non ebbe che scarso effetto di deflazione nel loro paese.

La parte preponderante che i movimenti di capitali occupano nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è messa in evidenza nella seguente tabella riassuntiva, basata su dati pubblicati dal Dipartimento del commercio degli Stati Uniti e dal Tesoro americano:

Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti dal 1934 al 1939.

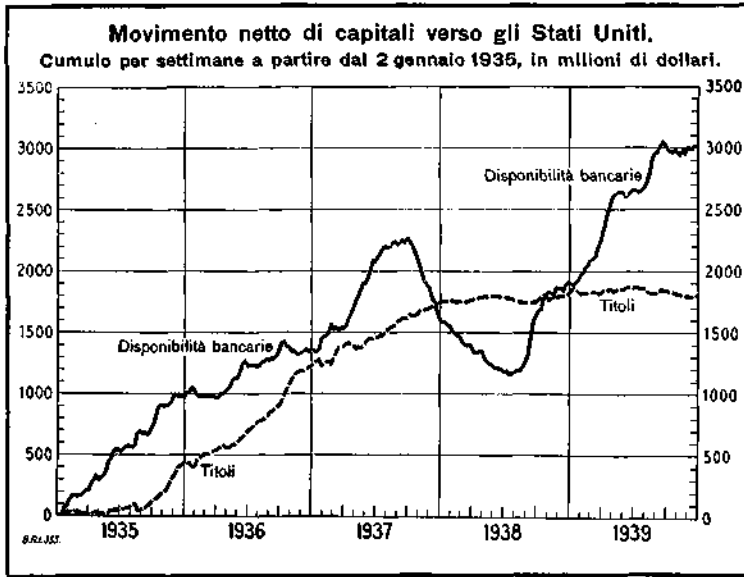
Anno	Afflusso di capitali				Merci e servizi ²⁾	Importazioni di oro (nette)	
	"dichiarati"			"residui" ecc. ¹⁾			
	a lungo termine	a breve termine	in totale				
Millioni di dollari							
1934	194	192	386	456	842	375	1.132
1935	442	971	1.412	480	1.892	— 153	1.739
1936	792	404	1.196	161	1.357	— 327	1.117
1937	512	290	802	680	1.482	— 96	1.386
1938	76	293	369	469	838	802	1.640
1939	(— 2)	1.116	1.114	1.276	2.390	657	3.040
Totale per sei anni	2.014	3.266	5.279	3.522	8.801	1.258	10.054

¹⁾ Compresa le importazioni ed esportazioni di biglietti di banca e diversi movimenti di capitali.

²⁾ Compreso l'argento.

La partita intitolata "residui", inserita per pareggiare i totali, copre senza dubbio taluni errori ed omissioni che si riferiscono alle partite correnti della bilancia dei pagamenti, alle operazioni non rivelate del Fondo di stabilizzazione dei cambi, alle differenze risultanti da pagamenti differiti ecc.; ma tutto ciò non ha probabilmente che un'importanza secondaria, mentre il grosso della partita "residui" congloba i movimenti di capitali che sfuggono alle statistiche; difatti, ove i calcoli fossero fatti mensilmente, questa voce accuserebbe ampie oscillazioni, certamente in correlazione col volume dell'afflusso di capitali. Pertanto, questi "residui" sono stati inseriti nella tabella come parte dei movimenti di capitali, in modo da offrire un quadro più vasto di quello che si sarebbe ottenuto dai soli movimenti ufficialmente noti.

Ove però si vogliono spiegare i motivi che stanno alla base di questi vasti movimenti, occorre limitarsi alla sola analisi di quelli "dichiarati": su un totale di circa 8,8 miliardi di dollari in sei anni, in media 60% circa sono stati dichiarati, ma nel 1938 e nel 1939 sembra che più della metà sia sfuggita al rilevamento statistico. E' perciò importante tenere presente che quando si discute sui movimenti di capitali che sono noti, questi non rappresentano che una parte, sia pur rilevante, del totale.



L'afflusso complessivo "dichiarato" di capitali nel 1939 figura nella tabella per 1114 milioni di dollari, ma dal grafico appare che durante gli ultimi tre o quattro mesi dell'anno vi fu in realtà una qualche diminuzione. Nei dodici mesi che vanno dall'agosto 1938 all'agosto 1939

l'afflusso "dichiarato" ammonta a 1,8 miliardi di dollari, cifra superiore ad ogni altra registrata in qualsiasi altro periodo d'eguale durata. Contribuirono a formare circa metà del detto totale gli afflussi verificatisi durante dodici settimane di acute crisi politiche che furono: le quattro del settembre 1938, cinque settimane tra il marzo e l'aprile del 1939 e le tre d'agosto precedenti immediatamente la guerra.

Nel quadro seguente sono riportate le principali classi nelle quali si possono suddividere i capitali di cui è stata "dichiarata" l'entrata negli Stati Uniti, a partire dal principio del 1935, anno in cui il Tesoro americano cominciò a pubblicare le cifre:

Movimenti dichiarati di capitali verso gli Stati Uniti.

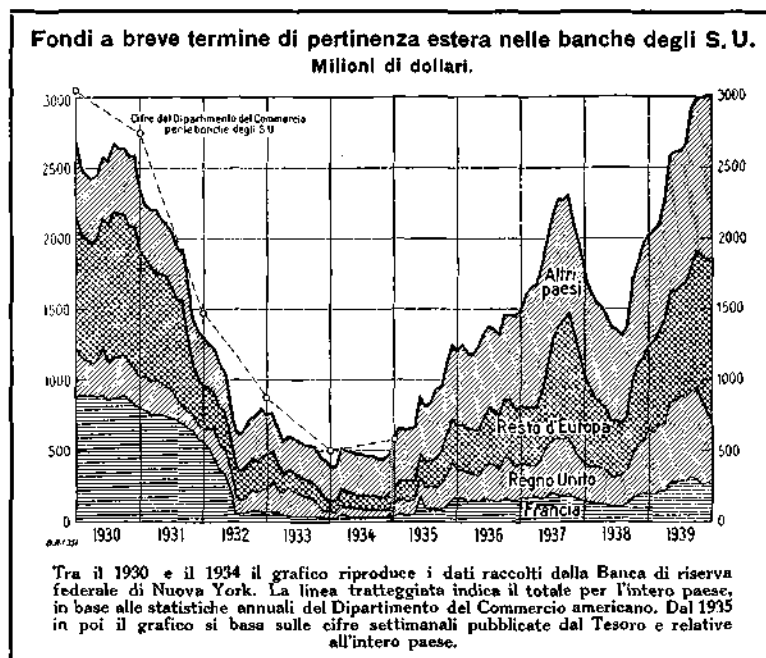
Anno	Diminuzione di disponibilità bancarie degli Stati Uniti sull'estero	Titoli esteri acquistati da stranieri	Afflusso di fondi esteri			Afflusso totale "dichiarato"
			investimenti in titoli americani	disponibilità bancarie in dollari	totale	
Milioni di dollari						
1935	361	125	317	609	926	1.412
1936	70	191	601	334	935	1.196
1937	18	267	245	272	519	802
1938	29	27	49	264	313	369
1939	135	110	-112	981	869	1.114
Totale per cinque anni	613	720	1.100	2.460	3.562	4.893

Sulle statistiche qui sopra riportate si possono fare le seguenti osservazioni:

1) la diminuzione dei fondi impiegati da banche americane in paesi esteri ha proseguito durante tutto il periodo in esame. Due paesi hanno concorso a produrre oltre due terzi di questa diminuzione: la Germania, colla liquidazione, nel corso dei cinque anni, per 180 milioni di dollari di fondi americani bloccati; l'Inghilterra, dalla quale sono stati ritirati 250 milioni di dollari, di cui 200 milioni nel 1935 a seguito delle enormi operazioni di riporto per conto americano sul mercato di Londra alla fine del 1934.

2) L'acquisto di titoli esteri da parte di stranieri è dipeso dalle disponibilità liquide in dollari utilizzabili a tale scopo ed anche, in alcuni casi, dall'incentivo offerto dal basso livello al quale i corsi dei titoli erano caduti. Il Regno Unito ha riacquisito titoli per 130 milioni di dollari (in ispecie tra il 1935 e la metà del 1937, periodo in cui la sterlina si mantenne in generale ferma contro il dollaro) e l'America latina per 180 milioni, di cui 160 nel 1937 (tra gli anni recenti, il migliore per le materie prime). Ad eccezione delle obbligazioni statali del Regno Unito e dell'Argentina, rimborsabili alla pari, il prezzo medio dei titoli esteri acquistati si aggirò intorno al 50 % del valore nominale.

3) L'acquisto di titoli esteri da parte di stranieri comporta naturalmente un afflusso di fondi, ma riveste un carattere diverso dall'acquisto di titoli interni americani o dall'accantonamento di disponibilità in dollari. In generale gli stranieri hanno acquistato titoli interni americani quando la borsa di Nuova York era orientata al rialzo mentre le vendite, durante i periodi di ribasso, non hanno mai superato gli acquisti. Fino alla mobilitazione dei titoli da parte dell'Inghilterra nel settembre 1939 e alla successiva vendita di circa 100 milioni di dollari



negli ultimi quattro mesi dell'anno, si può dire che, dopo l'apice raggiunto dal rialzo a Wall Street nella primavera del 1937, le vendite e gli acquisti per conto dell'estero si siano pressochè compensati.

4) Una metà dell'afflusso "dichiarato" di capitali negli Stati Uniti durante il periodo

in esame è da attribuire all'accantonamento di disponibilità in dollari per conto dell'estero. Nel 1939 questa proporzione salì a 90%; l'afflusso di fondi per l'impiego in questione raggiunse per la prima volta la cifra di quasi un miliardo di dollari e l'afflusso "dichiarato" complessivo fu triplo di quello del 1938.

Le disponibilità bancarie straniere raggiunsero, alla fine del 1939, la cifra di 3 miliardi di dollari, all'incirca eguale al massimo raggiunto dieci anni prima, allorché il regime di cambio aureo era in auge e molte banche centrali conservavano in dollari parte delle proprie riserve. Alla fine del 1929 le disponibilità a breve termine in dollari, raffrontate a quelle alla fine del 1939, si ripartivano come indicato nella tabella seguente.

Disponibilità dell'estero in dollari¹⁾

Paese	1929 ²⁾	1939	Variazione
	Milioni di dollari		
Regno Unito	302	468	+ 166
Francia	924	264	- 660
Paesi Bassi	99	203	+ 104
Svizzera	105	366	+ 261
Germania	205	8	- 197
Italia	157	36	- 121
Altri paesi europei	371	520	+ 149
Canada	242	285	+ 43
America latina	188	365	+ 177
Paesi dell'Estremo Oriente	49	405	+ 356
Tutti gli altri paesi	31	90	+ 59
Totale	2.673	3.010	+ 337

¹⁾ Compreso un piccolo ammontare pagabile in altre valute (1939: \$ 40 milioni).

²⁾ I dati per il 1929 si riferiscono soltanto alle banche di Nuova York, ma comprendono circa 90% del totale.

Varie sono le ragioni che hanno contribuito all'accantonamento di questi averi in dollari. Una parte di essi è senza dubbio costituita da quel danaro "fuggiasco", appartenente a stranieri e di cui si è tanto parlato. In molti casi però questi fondi sono entrati soltanto temporaneamente in detta categoria; i fuorusciti europei hanno spesso trasferito degli averi prima ancora di raggiungere essi stessi gli

Stati Uniti. Un'inchiesta recente ha rivelato che somme considerevoli sono state trasferite da nominativi esteri a nominativi americani residenti negli Stati Uniti, il che proietta luce sulla composizione della voce "residui" che figura nella bilancia dei pagamenti.

Talvolta le disponibilità in dollari sono state accumulate in vista del riacquisto o del rimborso di prestiti emessi da paesi esteri; tale fu il caso dei paesi dell'America latina negli anni 1936 e 1937. Inoltre, per paesi come l'Olanda e la Svizzera le cui monete rispettive nel 1939 erano ancorate al dollaro, le banche centrali si trovarono nella necessità di conservare disponibilità in valuta americana per far fronte al fabbisogno in questa moneta nei momenti in cui le spedizioni d'oro si avveravano difficili: durante l'anno gli averi olandesi in dollari aumentarono di 100 milioni e quelli svizzeri di 150 milioni. Ma il motivo di gran lunga più importante per accumulare dollari fu il fabbisogno per il pagamento

delle importazioni dall'America. L'unica contrazione importante nelle disponibilità in dollari per conto dell'estero durante questi ultimi anni è quella di circa 1 miliardo riscontrata nei mesi che vanno dall'ottobre 1937 al luglio 1938, periodo in cui gli Stati Uniti hanno avuto un'eccedenza di esportazioni di merci per 1020 milioni di dollari. Se anche v'è stato a quell'epoca un esodo di capitali dagli Stati Uniti, esso fu controbilanciato dagli acquisti di dollari per conto dell'estero, destinati al pagamento delle importazioni dall'America, al quale scopo furono anche utilizzate le disponibilità in dollari precedentemente accumulate. Poichè il commercio estero è finanziato sempre più sulla base di pagamenti a contanti, cresce per gli importatori dagli Stati Uniti la necessità di avere delle disponibilità in dollari. Negli ultimi quattro mesi del 1939 l'Inghilterra, la Francia e il Canada hanno prelevato circa 300 milioni di dollari sulle loro disponibilità negli Stati Uniti.

Alla fine del marzo 1940, in tutti i paesi europei ad eccezione del Belgio, dell'Olanda e della Svizzera e nella maggior parte di quelli extra-europei, vigevano restrizioni ai cambi ed in parecchi di essi i titoli americani erano stati trasferiti alle autorità che controllano i cambi. Conseguentemente, erano diminuite le possibilità di esportazione non solo dei capitali appartenenti a fuorusciti, ma anche dei capitali privati in genere. Già a partire dal maggio del 1939 sembra che il movimento verso gli Stati Uniti sia stato dominato dall'afflusso di fondi per conto di governi esteri e di banche centrali. Le disponibilità in dollari delle banche centrali europee sono state alimentate dalle cessioni di oro tenuto in custodia a Nuova York, da nuovi invii di metallo e dalle vendite dei titoli esteri requisiti dallo Stato (o da vendite per conto privato effettuate in previsione di una requisizione); in tal modo, si è creato un potere d'acquisto in dollari in previsione dell'aumento delle importazioni dall'America durante la guerra. D'altra parte, gli averi in dollari dei paesi dell'America latina e di altri continenti aumentano col migliorare della rispettiva bilancia dei pagamenti.

I ritiri di capitali americani dall'estero, nel corso degli ultimi anni, hanno ridotto il totale degli investimenti all'estero (esclusi i debiti di guerra) alla cifra di 11.580 milioni nel settembre 1939. A quell'epoca il capitale estero negli Stati Uniti ammontava a 8830 milioni, di modo che la posizione creditoria negli Stati Uniti si era ridotta a 2750 milioni di dollari, cioè a meno di un terzo della cifra del 1934.

Sebbene le dichiarazioni dei capitali entrati negli Stati Uniti non riguardano probabilmente che poco più della metà dell'afflusso totale nel 1939, le statistiche che esse hanno permesso di costruire sono le più perfette che esistano. Per gli altri paesi, i dati sporadici che si conoscono vanno combinati come in un mosaico per ottenere un quadro più o meno imperfetto. L'afflusso dei capitali dall'estero in Francia fu molto dissimile per composizione e per motivazione

dall'afflusso negli Stati Uniti. La ripresa economica, iniziata in Francia nel novembre del 1938, fu accompagnata e facilitata dal rimpatrio dei capitali francesi esportati negli anni precedenti. Poichè si ha ragione di credere che le partite correnti della bilancia dei pagamenti si erano mantenute approssimativamente in pareggio fino a quando, coll'inizio della guerra, si cominciò ad aumentare le importazioni, gli aumenti delle riserve auree di mese in mese, durante questo periodo, forniscono qualche indicazione circa il volume dei capitali affluiti.

La tabella seguente indica gli incrementi mensili delle riserve auree complessive della Banca di Francia e del Fondo di perequazione dei cambi fino al maggio del 1939; per i mesi successivi, essa mostra medie mensili basate sulle indicazioni supplementari fornite dal Ministro delle finanze (tra cui notevoli sono quelle contenute nel suo discorso del 13 dicembre 1939).

Rimpatrio di capitali francesi

Stime mensili	Milioni di franchi francesi
1938 novembre	1.175
dicembre .	7.560
1939 gennaio .	1.820
febbraio .	3.100
marzo . .	3.415
aprile . .	1.320
maggio . .	835
giugno . .	2.260
luglio . .	2.260
agosto . .	2.260
settembre	3.000
ottobre .	3.000
novembre	3.000

Nei dieci mesi precedenti lo scoppio della guerra le riserve auree aumentarono di 26 miliardi di franchi francesi e altri 10 miliardi vi si aggiunsero nei tre mesi e mezzo che giungono alla metà di dicembre. Se si astrae dall'importazione di capitali, inconsuetamente elevata, che si ebbe nel dicembre 1938 e che probabilmente dipese in gran parte dalla liquidazione di posizioni speculative su cambi e oro, il rimpatrio di capitali andò aumentando nei momenti in cui la situazione internazionale peggiorava. Oltre l'aumento delle riserve auree, dovuto all'arrivo di capitali liquidi, titoli esteri per circa 24 miliardi di franchi francesi sono stati registrati a favore di nominativi in Francia, ovvero introdotti nel detto paese in seguito al-

l'imposizione di restrizioni ai cambi e all'obbligo di dichiarare gli averi all'estero.

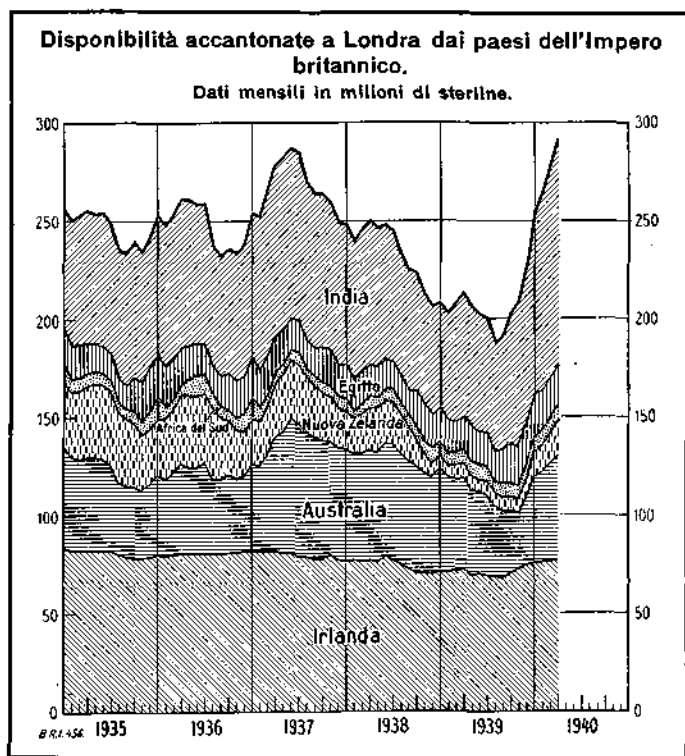
Durante il 1939 è stato "dichiarato", negli Stati Uniti, un aumento netto complessivo per circa 100 milioni di dollari nelle disponibilità per conto francese e questo aumento risponde senza dubbio al concentramento, in mano allo Stato, degli investimenti privati i quali furono realizzati, in parte, per il tramite di Londra. Una grande parte dei fondi rimpatriati in Francia provenne dall'Inghilterra, ove le disponibilità francesi in oro ed in conti bancari erano assai vaste. Il Fondo di perequazione dei cambi sostenne attacchi provenienti da parecchi punti nel corso dei primi otto mesi del 1939: s'ebbe un esodo di capitali, specialmente verso la Francia e gli Stati Uniti; talune banche centrali convertirono in oro le loro disponibilità in sterline; le partite correnti della bilancia dei pagamenti dell'Inghilterra accusarono un saldo passivo ed i paesi

dell'Impero britannico prelevarono sulle proprie disponibilità a Londra per far fronte alle loro scadenze internazionali.

Non è possibile fornire cifre precise con le quali formare un quadro completo. Nei dodici mesi che vanno fino al marzo 1939, le riserve auree complessive della Banca d'Inghilterra e del Fondo di perequazione dei cambi andarono diminuendo al ritmo medio di circa 24 milioni di sterline al mese e l'esodo continuò fino al 24 agosto, alla quale data il controllo dei cambi si ritirò temporaneamente dal mercato.

L'eccedenza d'importazioni di merci nei primi otto mesi del 1939 ammontò a 253 milioni di sterline, contro 264 milioni nello stesso periodo del 1938 e la situazione delle partite correnti della bilancia dei pagamenti nel 1939 non differì probabilmente gran che da quella del 1938, in cui s'era avuto un disavanzo di circa 1 milione alla settimana. E' difficile sceverare i movimenti di capitali diretti negli Stati Uniti da quelli diretti in Francia, dato che una grande parte dei rimpatri in Francia dagli Stati Uniti si è effettuata per il tramite di Londra. L'afflusso di capitali dall'Inghilterra agli Stati Uniti tra il principio di gennaio ed il 23 agosto 1939, che secondo le statistiche della Tesoreria americana si valuta a 200 milioni di dollari, cioè circa 43 milioni di sterline, rappresenta dunque una cifra netta. Inoltre, gran parte dei 150 milioni di sterline rimpatriati in Francia nei dieci mesi che vanno fino all'agosto 1939, provenne direttamente dall'Inghilterra. Ma poichè questi capitali francesi, fino al momento del rimpatrio, erano tesoreggiati privatamente a Londra, il loro ritiro non ha diminuito le riserve inglesi. Inoltre, talune banche centrali, che mantenevano parte delle loro riserve sotto forma di effetti commerciali e di disponibilità presso banche inglesi, convertirono in oro gli uni e le altre, in parte o in tutto, forse 35 milioni di sterline in complesso. Infine le disponibilità a Londra per conto di paesi dell'Impero furono utilizzate nella misura di almeno 20 milioni di sterline per far fronte a pagamenti, in gran parte all'infuori dell'Inghilterra. Come si è accennato in precedenti relazioni annuali, Londra è il centro in cui vengono mantenute, sotto forma di conti in banca e di effetti commerciali, le riserve di un gruppo di paesi principalmente produttori di materie d'importanza primaria, e queste riserve oscillano fortemente secondo la buona o la cattiva stagione.

Il grafico alla pagina seguente permette di constatare che l'alternativa normale delle stagioni d'importazione e d'esportazione nel 1935 e nel 1936 fu seguita da un periodo eccezionalmente buono per i produttori di materie prime nel primo semestre del 1937. Ma gli Stati Uniti, che sono il principale paese importatore di materie prime, subirono un forte regresso nell'autunno e ne derivò, per i paesi qui considerati, un sensibile ribasso dei prezzi all'esportazione; inoltre, l'impulso che le loro economie interne avevano ricevuto nel 1937, determinò forti importazioni



nel 1938 e 1939. Nel caso della Nuova Zelanda, s'aggiunse, ad aggravare questa situazione, la politica espansionistica del Governo ed una fuga di capitali. Le riserve in sterline dei sei paesi ai quali il grafico si riferisce diminuirono di 100 milioni in poco più di due anni. Inoltre, furono impiegati fondi in sterline per sostenere il dollaro di Sciangai, ed anche i vari Consigli monetari (Currency Boards) dell'Impero fecero largo impiego dei loro fondi a Londra: per esempio le riserve in

sterline del Consiglio monetario dell'Africa occidentale scesero da 20 a 12 milioni nel biennio terminato col giugno 1939. Nell'insieme s'ebbe un prelevamento, sulle riserve auree inglesi, nella misura d'oltre 1 milione di sterline per settimana durante i due anni considerati e questa fu una delle cause della debolezza della sterlina rispetto al dollaro durante il periodo in questione, debolezza mascherata fino alla metà del 1938 dalla considerevole diminuzione degli averi di pertinenza estera negli Stati Uniti, della quale già si è fatto cenno. Per l'Inghilterra, la tensione risultante dalla liquidazione delle riserve in sterline dei paesi dell'Impero è compensata fino ad un certo punto dal fatto che le epoche in cui essa si manifesta sono quelle in cui le merci principali d'importazione sono offerte a miglior mercato.

La tendenza alla diminuzione delle disponibilità a Londra fu nettamente invertita a partire dall'agosto 1939: negli otto mesi terminati col marzo 1940, i paesi dell'Impero britannico ricuperarono tutto il terreno perduto nei due anni precedenti e le riserve in sterline dei sei paesi indicati nel grafico si ritrovano ora quasi al massimo livello raggiunto nel 1937. Questo cambiamento della situazione è la conseguenza degli acquisti di prodotti di primaria importanza, fatti su vasta scala dal Governo britannico, in tutti i paesi dell'Impero. Dall'Egitto si è acquistato cotone, dall'India carichi completi di juta per sacchi da sabbia, dalla Nuova Zelanda latticini e lana. In molti casi è stato acquistato

l'intero raccolto: dall'Australia l'intera tosatura della lana, nonchè l'eccedenza esportabile di burro, formaggio, uova, carni di bue, montone, vitello e porco, ed inoltre anche lo zinco, il piombo, il rame, lo zucchero e le frutta secche e in conserva; il tutto per oltre 100 milioni di sterline australiane. Mentre da un lato i prezzi sono stati soddisfacenti per gli esportatori, dall'altro i pagamenti sono stati fatti in contanti, per la lana al momento della stima e per molte altre merci al momento dell'imbarco, cosicchè l'aumento stagionale delle disponibilità a Londra è cominciato più presto che di consueto. Queste condizioni valgono non soltanto per i paesi indicati nel grafico, bensì per tutto l'Impero: stagno e gomma sono stati comperati nella Malesia, cacao grezzo nell'Africa Orientale ecc.

L'esistenza di debiti dei paesi in questione verso la piazza di Londra costituisce una specie di valvola di sicurezza contro l'accumulazione di disponibilità in sterline troppo ingenti. Nel 1938 gli investimenti inglesi in obbligazioni dei vari governi dell'Impero ammontavano ad un miliardo di sterline (cui vanno aggiunte le obbligazioni dei governi regionali e tutto il portafoglio industriale e commerciale) e ancora durante la prima metà del 1939 l'Inghilterra continuò a concedere prestiti: l'Africa del Sud ne ottenne, in maggio, per 5 milioni di sterline a $3\frac{1}{2}$ % per i bisogni della difesa nazionale; allo stesso scopo, all'Australia venne concesso in giugno, un prestito di 6 milioni di sterline a 4 % e nel luglio la Nuova Zelanda ricavò 16 milioni di sterline dall'emissione di obbligazioni $3\frac{1}{2}$ % a breve termine, a conversione di un prestito precedente scadente nel gennaio del 1940, ed ottenne inoltre crediti per 9 milioni di sterline destinati alla difesa nazionale e ad importazioni.

L'accumulazione di riserve nel periodo 1939-40 ha indotto il Governo dell'India a provvedere al parziale ritiro del suo debito in sterline contro emissione di obbligazioni stilate in rupie; alla fine del febbraio 1940 erano già stati riacquistati titoli per quasi 9 milioni di sterline. Nel marzo del 1940 il Governo dell'Africa del Sud ha notificato il rimborso degli 8 milioni di sterline dell'emissione londinese del Prestito allibrato 5 % 1940-60. In taluni casi le disponibilità in sterline sono state utilizzate per doni al governo britannico, come ad esempio il milione di sterline dato dagli Stabilimenti dello Stretto nell'aprile del 1940. Accordi di altro genere sono stati conclusi con paesi non compresi nell'Impero britannico, come ad esempio con l'Argentina, con la quale è stato convenuto l'accreditamento in un conto speciale presso la Banca d'Inghilterra dei proventi in sterline delle sue esportazioni, con la facoltà di convertire in oro ogni ammontare eccedente 1 milione di sterline (e di poter riacquistare sterline ogniqualvolta sia necessario).

Dopo l'Inghilterra, i paesi che più interessano dal punto di vista dell'uscita di capitali sono, nel 1939, il Belgio, l'Olanda, la Svizzera e la Svezia; in generale,

poca influenza su questi paesi ha avuto il rimpatrio dei capitali francesi, molta, invece, il largo movimento verso gli Stati Uniti; ma ogni caso presenta delle caratteristiche particolari. Per il Belgio l'efflusso fu temporaneo ma piuttosto violento; nel bimestre marzo-aprile 1939 uscì oro per circa 4,4 miliardi di franchi belga, ma la Banca nazionale poté subito, con energiche misure, arrestare ed invertire la tendenza. In Olanda la Banca neerlandese perdette oro durante tutto l'anno, a periodi intermittenti; le riserve auree si ridussero a 1,1 miliardo di fiorini, con una diminuzione complessiva di 450 milioni di cui 65 milioni nella quindicina dal 6 al 20 novembre, al momento cioè della grande tensione internazionale; se si tiene conto del deprezzamento di 22 % del fiorino, i 450 milioni di fiorini in oro corrispondono a 575 milioni di fiorini correnti. Inoltre, la voce "anticipazioni" accusa una riduzione, durante l'anno, di 80 milioni dovuta, in parte, al rimborso di prestiti effettuati dal Fondo di perequazione dei cambi mediante corrispondente cessione di oro. Parallelamente alle perdite di oro sono diminuiti i conti a vista presso la Banca neerlandese da 425 a 230 milioni di fiorini, in gran parte per effetto della riduzione dei depositi e delle disponibilità liquide delle banche commerciali. Tanto queste diminuzioni di depositi, quanto le perdite di oro sono cessate durante il primo trimestre dell'anno in corso. La posizione di Giava rispetto ad Amsterdam, dal punto di vista monetario, è in certo modo analoga a quella dei Domini produttori di materie prime rispetto a Londra. La Banca di Giava nei primi sette mesi del 1939 possedeva una riserva di circa 125—130 milioni di fiorini, che passò ad oltre 150 milioni alla fine di marzo del 1940.

Durante i primi quattro mesi del 1939 sono usciti dei capitali dalla Svizzera, specie fondi di pertinenza estera, e la Banca nazionale ha perduto, tra oro e divise, per oltre 400 milioni di franchi svizzeri. Il resto dell'anno è stato relativamente calmo; quando, in agosto, la sterlina cessò d'essere vincolata al dollaro, la Banca nazionale dovette cedere riserve per altri 30 milioni di franchi svizzeri, ma dopo pochi giorni la richiesta di divise estere si arrestò; quando riapparve, alla fine di ottobre, proveniva in gran parte dagli importatori. Dati i cambiamenti sopravvenuti durante l'anno, il "gentlemen's agreement", concluso nel novembre del 1937 tra l'istituto di emissione e le banche commerciali allo scopo di ridurre l'eccessivo volume dei depositi bancari per conto dell'estero, fu lasciato decadere.

Durante la crisi di Monaco vi fu in Svezia un afflusso di capitali stranieri, in maggioranza provenienti dai paesi vicini, ed i depositi delle banche e dei banchieri dell'estero presso le banche commerciali svedesi si accrebbero nel mese di settembre 1938 di quasi 100 milioni di corone, fino a raggiungere un totale di 250 milioni. Poichè fino dai primi mesi del 1937 le banche svedesi avevano adottato come norma di mantenere impegni in valute estere in eccedenza alle

proprie disponibilità all'estero, questo movimento di capitali è stato accompagnato da un aumento delle riserve di divise estere della Riksbank. Durante i dodici mesi che hanno preceduto lo scoppio della guerra, le banche estere ritirarono i loro depositi e le riserve della Riksbank scemarono lievemente. All'inizio della guerra in Europa si produsse un brusco cambiamento il quale divenne più accentuato durante la guerra russo-finlandese. Nei sette mesi terminati alla fine del marzo 1940, la Riksbank ha perduto oro e divise per quasi 700 milioni di corone, cioè un terzo delle sue riserve, e le perdite sono state particolarmente elevate nell'ottobre e dicembre 1939. Varie cause hanno determinato questo esodo. Si valuta a non meno di 400 milioni di corone il costo dell'aiuto apportato dalla Svezia alla Finlandia sotto forma di doni ed aperture di crediti, una considerevole parte dei quali rappresentano maggiori importazioni in Svezia, oppure perdite dirette di divise per pagare le importazioni finlandesi da altri paesi. Inoltre, vi è stato un principio di fuga di capitali esteri, arrestata dalle restrizioni imposte alle vendite da parte dell'estero di titoli svedesi. Tuttavia le banche estere e la clientela estera delle banche svedesi ritirarono depositi per 170 milioni di corone, di cui 70 milioni furono prelevati dalle banche svedesi sulle loro proprie riserve di divise e 100 milioni furono forniti dalla Riksbank (dalla fine del 1939 e per la prima volta da più di due anni le banche si sono trovate a possedere un'eccedenza di divise estere sull'insieme degli impegni in valuta verso l'estero). Si valuta a circa 250—350 milioni di corone l'eccedenza delle partite correnti passive della bilancia dei pagamenti del 1939 (contro un saldo attivo di 48 milioni di corone nel 1938); ciò è in parte la conseguenza dell'accumulazione di scorte di merci. L'eccedenza di importazioni di merci fu particolarmente alta nei tre mesi che vanno dal novembre 1939 al gennaio 1940. Dovendosi generalmente pagare in contanti e perfino in anticipo le merci importate, anziché a scadenza di credito come in passato, queste maggiori importazioni hanno dato luogo temporaneamente a una domanda straordinaria di divise, che si ritiene aggirarsi fra i 50 ed i 150 milioni di corone.

Nel mondo intero i crediti di finanziamento del commercio sono divenuti più brevi nel 1939 e spesso sono stati sostituiti da pagamenti in contanti e perfino in anticipo. La legge di neutralità degli Stati Uniti esige che la traslazione della proprietà delle merci dirette verso paesi belligeranti abbia luogo prima dell'imbarco: in altri termini, occorre contrattare per pagamento in contanti prima della spedizione. Poiché quest'ultima può venire differita o subire ritardi, il risultato equivale spesso ad un pagamento in anticipo. Inoltre, queste merci non possono essere trasportate da navi con bandiera degli Stati Uniti e a queste ultime è anche fatto divieto di navigare nella quasi totalità delle acque europee a nord della Spagna. Pertanto, le condizioni cosiddette

"cash and carry" si applicano per legge ai belligeranti e la clausola "carry" si applica in pratica ad un gran numero di non-belligeranti.

In ogni caso, la condizione di pagamento per contanti veniva già gradualmente applicata alla maggior parte dei paesi europei da parte degli esportatori americani prima che cominciasse la guerra. L'effetto della legge di neutralità consiste nell'aver reso più rigide le condizioni ed impossibile il finanziamento normale del commercio. Non soltanto la Svezia, come sopra si è detto, ma in generale i paesi neutrali europei, sono stati invitati a rimborsare i crediti commerciali precedentemente aperti, il che ha imposto un aggravio sulle loro risorse all'estero. Dato che nelle statistiche del traffico mercantile non si è apportata alcuna correzione alle cifre previste per il movimento dei crediti commerciali nella primitiva valutazione fatta della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, appare indubbio che l'alta cifra figurante sotto la voce "residui", nel 1939, trae in parte origine dal fatto anzidetto.

L'imposizione di restrizioni ai cambi e la liquidazione dei crediti al commercio estero hanno avuto in Inghilterra ed in Francia effetti analoghi. Costretti a pagare in contanti, o anche in anticipo, le merci da importare dagli Stati Uniti, questi paesi a loro volta hanno cercato di esportare essi pure contro pagamenti in contanti, specialmente nei confronti dei paesi europei. Taluni di questi, come la Norvegia e la Danimarca, usi ad importare sulla base di crediti a tre o quattro mesi, si trovarono costretti a pagare in un intervallo di tempo relativamente breve le merci importate durante quattro o cinque mesi, comprese quelle destinate ad accrescere le scorte. Il richiamo dei crediti inglesi si riflette nella diminuzione da 132 milioni di sterline in ottobre a 108 milioni in novembre della voce "accettazioni, girate, ecc." dei bilanci delle banche affiliate alla stanza di compensazione (l'aumento subito posteriormente da questa voce si spiega con l'espansione dei finanziamenti delle importazioni inglesi). Inoltre, in molti casi, le clausole contrattuali stipulanti la fatturazione in determinate valute contrastano direttamente con l'usanza commerciale. I contratti commerciali con l'estero sono generalmente stipulati nella valuta dell'importatore o dell'esportatore (il primo cercando di pagare in una valuta debole, il secondo desiderando ricevere una valuta forte) oppure in una valuta internazionale quale il dollaro. Ma la regolamentazione britannica, per esempio, non ammette il pagamento in dollari per le importazioni in Inghilterra provenienti da paesi che non siano gli Stati Uniti. Tali prescrizioni, sebbene necessarie dal punto di vista di un controllo rigoroso dei cambi, spesso contrastano coi metodi tradizionali del commercio e della finanza, come si è constatato già da molto tempo nei paesi che primi le imposero. Nel caso dell'Inghilterra, l'inconveniente è forse minore che non in altri casi, dato che taluni paesi, come per esempio quelli dell'Impero britannico, della Scandinavia e dell'America latina, da lungo tempo hanno per abitudine

di stipulare in sterline i contratti commerciali coll'Inghilterra. Tuttavia, si sono rese necessarie delle misure adatte ad impedire le evasioni: controlli dei cambi nei Domini e nelle colonie britanniche, conti "speciali", stilati in sterline, in Svezia ed in Norvegia, convenzione coll'Argentina, ecc.

Venuti a mancare in così grande misura i crediti commerciali internazionali, in parecchi paesi è stato addossato al sistema bancario nazionale il compito di finanziare il commercio estero, specialmente le importazioni, e questa è una delle cause principali dell'aumento del volume del credito interno durante la guerra nella maggior parte dei paesi. Fino ad un certo punto, all'incapacità o alla riluttanza degli esportatori a consentire le consuete condizioni di credito è stato posto rimedio mediante l'intervento di enti pubblici o semi-pubblici, come la Export-Import Bank degli Stati Uniti, fondata nel 1934 allo scopo specifico di facilitare il finanziamento degli esportatori e degli importatori fra gli Stati Uniti e l'estero, in particolare mediante concessioni di crediti a scadenza media o lunga (fino a cinque anni). Alla metà del dicembre 1939, i 100 milioni di dollari di cui la banca disponeva erano stati interamente impiegati sotto forma di crediti accordati principalmente per le esportazioni verso la Cina e l'America latina.

United States Export-Import Bank.
Situazione dei crediti aperti al 15 dicembre 1939. ¹⁾

Destinatario del credito	Per esportazioni in	Crediti aperti	Anticipazioni non ancora utilizzate
		Migliaia di dollari	
American Locomotive	Brasile	—	7.000
Universal Trading Corporation	Cina	12.659	10.510
Baldwin Locomotive	Cile	—	1.600
American Locomotive	Portogallo	246	4.754
U. S. Steel and Bethlehem Steel	Brasile	—	1.100
J. G. White Engineers	Haiti	1.905	3.095
International Tel. & Tel.	Diversi paesi ²⁾	10.000	—
Banca del Nicaragua	Nicaragua	50	1.450
Banca del Paraguay	Paraguay	—	3.000
Banca Commerciale Italiana	Italia	2.752	3.248
Banca dell'Uruguay	Uruguay	—	4.000
Banco Hispano-Americano	Spagna	2.955	9.545
Fomento Corporation	Cile	—	5.000
Crediti al Panamá	Panamà	—	2.500
Moore-McCormack Lines	Brasile	—	2.275
Totale		30.567	59.077

¹⁾ Oltre a queste operazioni, la Export-Import Bank era in credito di 3,3 milioni di dollari verso la Banca dell'Economia nazionale di Polonia e di 3,4 milioni di dollari su un totale di 19,2 milioni garantiti alla Banca del Brasile.

²⁾ Per altri scopi.

Nel marzo 1940, le disponibilità della banca sono state aumentate di 100 milioni di dollari ed essa, da sola o in unione con la Reconstruction Finance Corporation, ha aperto parecchi crediti ai paesi dell'Europa settentrionale: 30 milioni di dollari alla Finlandia, 15 milioni alla Svezia, 10 milioni alla Norvegia, 10 milioni alla Danimarca e 1 milione all'Islanda. Coll'allargarsi del teatro della guerra nell'Europa settentrionale, nell'aprile 1940, i crediti in favore della Norvegia e della Danimarca, dei quali era appena cominciato l'utilizzo, furono sospesi.

I finanziamenti del commercio estero effettuati in Europa direttamente dagli Stati o da enti pubblici rivestono in generale un carattere politico e spesso si applicano a forniture di materiale bellico. I crediti concessi dall'Inghilterra e dalla Francia alla Polonia, alla Grecia, alla Romania ed alla Turchia, nonchè i crediti della Germania alla Russia, appartengono a questa categoria. Un'assistenza di carattere più normale è quella concessa agli esportatori, in certi casi, sotto forma di garanzia di cambio, come in Italia, o di copertura di cambio a scadenza più lunga del consueto, come è stato praticato dalla Sveriges Riksbank e dalla Banca di riserva dell'India; generalmente si è anche provveduto in qualche modo all'assicurazione contro il rischio di guerra.

Tuttavia, malgrado i crediti concessi al commercio dalla U. S. Export-Import Bank ed i crediti d'origine politica in Europa, continua a prevalere la tendenza generale al ritiro dei crediti a breve termine concessi in passato. Un credito di due anni, concesso nel 1937 da banche svizzere alla Cassa di risparmio postale ceco-slovacca per l'importo di 50 milioni di franchi svizzeri, è stato rimborsato al principio del 1939. Gli accordi di proroga con la Germania, stipulati originariamente nell'autunno del 1931 come provvedimenti eccezionali e da allora rinnovati periodicamente, comportavano, nel febbraio 1938, crediti per un importo globale di soli 780 milioni di marchi, contro 5 miliardi nel febbraio 1932. Allo scoppio della guerra nel settembre del 1939 i creditori britannici e americani denunciarono l'accordo in vigore. Dopo una breve interruzione fu stipulato un nuovo accordo coi creditori del Belgio, dell'Olanda e della Svizzera per un insieme di 220 milioni di marchi. Nel novembre, un nuovo accordo fu stipulato coi creditori americani i quali ritirarono le loro pretese sulle proprietà tedesche negli Stati Uniti. I tassi d'interesse furono ridotti di circa $\frac{1}{2}$ % e talune aperture di credito furono ritirate. Inoltre si ammise che, nella misura in cui i debiti verrebbero pagati, nuove tratte potessero venire emesse per finanziare esportazioni dagli Stati Uniti compatibili con la legge di neutralità. I vari accordi di proroga sono in vigore fino alla fine del maggio 1940 e contengono nuove clausole relative all'impiego dei marchi registrati e turistici, nonchè all'utilizzo del fondo al quale vengono versati i diritti di trasferimento. Gli accordi coi sopraddetti quattro paesi neutrali interessano crediti per 340 milioni di marchi,

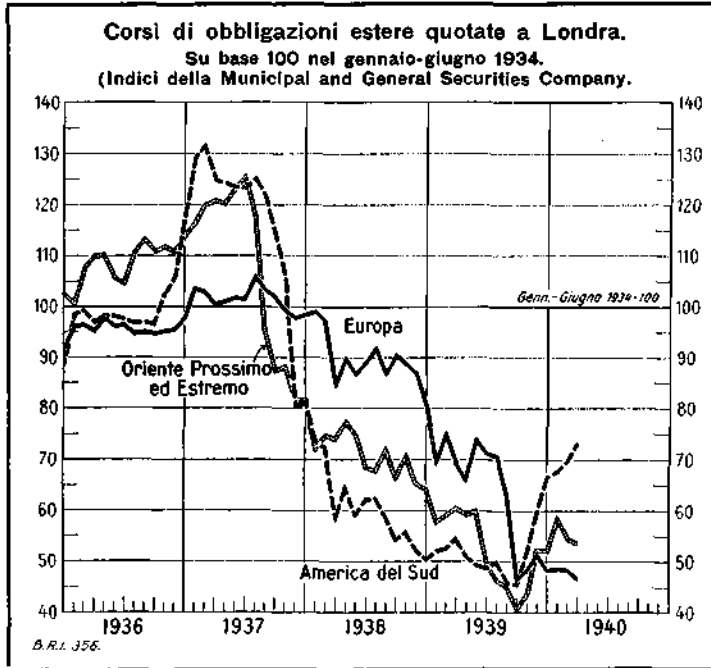
compresi 120 milioni di crediti americani; altri 360 milioni di marchi sono dovuti a creditori in paesi belligeranti, principalmente a banche britanniche.

Fa eccezione alla riduzione generale dei crediti internazionali a breve termine il rinnovo, per un biennio, del credito di 40 milioni di franchi svizzeri, concesso dalle banche svizzere al Governo argentino e scaduto al principio del maggio 1940, alle medesime condizioni del credito precedente, cioè a $3\frac{1}{2}\%$ su tratte a scadenza nominale di sei mesi. Il credito di 12,5 milioni di fiorini concesso da banche olandesi è stato rimborsato, mentre da banche americane sono stati ottenuti 5 milioni di dollari per due anni.

Anche nei conti di compensazione appare la tendenza generale a rimborsare gli scoperti, o "punte". La maggior quantità di esportazioni tedesche avviate negli ultimi mesi del 1939 verso l'Olanda, l'Italia, la Svizzera, la Jugoslavia ed altri paesi adiacenti ha permesso di rimborsare in misure considerevoli i debiti tedeschi, in conto compensazione, verso gli esportatori dei paesi suddetti. L'Ungheria sembra avere esercitata una funzione preminente in vari accordi intesi al regolamento dei saldi in conto compensazione mediante scambi triangolari. Per esempio, cedendo crediti in lire equivalenti a circa 25 milioni di dinari, essa ha potuto ridurre il suo debito verso la Jugoslavia la quale a sua volta era scoperta verso l'Italia per prodotti industriali ricevuti. Gli arretrati dovuti alla Gran Bretagna nei suoi conti di compensazione con la Spagna e la Turchia furono alleggeriti mediante crediti accordati dal Governo britannico. Il deprezzamento della sterlina ha turbato il meccanismo dei conti di compensazione stilati in questa valuta; ma, a differenza delle compensazioni fra la Norvegia e la Spagna, per esempio, che dalla sterlina furono trasferite sulla base della corona norvegese, quelle della Lituania con l'Ungheria e la Grecia sono rimaste sulla base della sterlina.

I prestiti internazionali a lungo termine hanno cessato d'essere emessi, tranne quelli destinati a debitori favoriti. Per l'Inghilterra, costoro sono stati principalmente i Governi dei Domini già menzionati nel presente capitolo: non vi sono state emissioni a favore d'altri paesi. I prestiti offerti al pubblico negli Stati Uniti si riducono a tre emissioni canadesi, collocate nei primi otto mesi dell'anno, per un totale di 85 milioni di dollari, dei quali soli 35 milioni di danaro fresco. Nel maggio 1939, il Governo francese collocò presso un gruppo di banche olandesi 155 milioni di fiorini in obbligazioni sessennali 4% e presso un gruppo olandese-svizzero 100 milioni di fiorini in obbligazioni sessennali $3\frac{1}{2}\%$, che poi furono emesse in pubblico a $97\frac{1}{2}$. Queste operazioni permisero di consolidare una serie di prestiti a breve termine ottenuti dal Tesoro e dalle ferrovie francesi. Una parte cospicua sul totale di 255 milioni di fiorini fu collocata fuori d'Olanda e di Svizzera; anzi, quest'ultimo paese ha ricevuto 75 milioni di franchi svizzeri, nell'ottobre 1939, a titolo di rimborso di prestiti antecedenti.

Le quotazioni delle obbligazioni estere si sono abbassate considerevolmente nei primi nove mesi del 1939. Il grafico, ricavato dai dati forniti dalla Municipal and General Securities Company, riflette l'inevitabile mancanza di continuità negli indici, ma nondimeno dà una impressione sufficientemente esatta dell'andamento dei corsi. Lo scoppio delle ostilità in Cina determinò la caduta dei corsi dei titoli dell'Estremo oriente dalla metà del 1937 in poi. Le



obbligazioni sud-americane, migliorate per effetto dei prezzi attraenti e delle buone condizioni del raccolto del 1937, discesero nel seguito dell'anno stesso insieme coi prezzi delle merci primarie, seguitando poi a riflettere la persistente debolezza di questi ultimi. A partire dallo scoppio della guerra in Europa, l'indice delle obbligazioni sud-americane è migliorato per effetto delle favo-

revoli prospettive del commercio estero di questi paesi e della ripresa del servizio dei titoli brasiliani, ai quali è attribuito un peso piuttosto forte nella composizione di questo indice. I corsi delle obbligazioni dell'India, dell'Australia e della Nuova Zelanda mostrano anch'essi una ripresa dal fondo toccato in settembre, ma non sono rappresentati nell'indice perchè non vengono classificati come "obbligazioni estere". Le obbligazioni europee sono sempre rimaste deboli fino dall'incorporazione dell'Austria nella Germania nel marzo 1938, e sono cadute rapidamente nell'autunno del 1938 e nuovamente alla vigilia della guerra. Sebbene Danzica abbia sospeso il servizio delle sue obbligazioni estere nel luglio, non tutti i fatti che si sono verificati nel 1939 sono stati avversi ai creditori. L'Ungheria e la Romania hanno seguito a trasferire la quota convenuta del servizio del loro debito contrattuale ed i comitati degli obbligazionisti hanno raccomandata l'accettazione di un'offerta, fatta dal Governo greco, di aumentare, per la durata della guerra, da 40 a 43% la percentuale di pagamento sull'interesse contrattuale sulle sue obbligazioni esterne. Una caratteristica del 1939 è stato il miglioramento dei corsi delle obbligazioni in mora rispetto alle obbli-

gazioni non in mora. L'estensione presa dalla guerra nella primavera del 1940 ha causato nuove forti perdite di corsi per le obbligazioni esterne dei paesi europei.

Nell'aprile del 1940 il Governo portoghese notificò la conversione volontaria delle obbligazioni esterne 3% (a interesse pagabile in sterline o altre valute estere) in obbligazioni 4% pagabili in scudi. Questa forma di rimpatrio si prefigge lo scopo di stabilizzare la posizione dei portatori portoghesi di titoli del debito esterno.

Altra caratteristica del periodo in esame è stato lo sviluppo preso dall'obbligo, imposto da taluni governi, della dichiarazione e mobilitazione di titoli esteri. Parecchie operazioni di questo genere hanno avuto luogo negli ultimi anni, ma in generale solo nei paesi cosiddetti debitori e a causa della loro deficienza di mezzi di pagamento internazionali. La novità consiste nel fatto che anche importanti paesi creditori, come l'Inghilterra e la Francia, hanno intrapreso queste operazioni. Per quanto riguarda la Francia, si è già accennato all'obbligo di dichiarare gli averi all'estero. In Inghilterra è stato imposto, nel settembre 1939, l'obbligo di registrare talune categorie di titoli depositati da persone ivi residenti e pagabili in valute estere, mentre la loro cessione veniva assoggettata a restrizioni. Per quelle cessioni a persone residenti all'estero, per le quali l'autorizzazione viene concessa, il ricavo in valuta estera va ceduto contro sterline in base alle norme sui cambi. Successivamente alla registrazione, hanno avuto luogo due requisizioni di titoli in dollari, la prima, in febbraio, comprendente 60 titoli differenti, la seconda, in aprile 1940, comprendente 117 titoli. Questi valori sono stati acquistati dalla Tesoreria britannica per il tramite del Fondo di perequazione dei cambi al quale, allo scoppio della guerra, fu accordata facoltà di possedere titoli esteri accanto all'oro ed alle disponibilità bancarie sull'estero; in contropartita, i portatori ricevettero sterline in contanti, che il Fondo si era procurate mediante l'emissione di cambiali del Tesoro. Il ricavo di questi due mobilitazioni di titoli non è stato reso noto, ma si ritiene che complessivamente le due requisizioni abbiano fruttato dai 75 ai 100 milioni di sterline; in questa misura il Governo britannico si è così procurato un equivalente potere d'acquisto in dollari ed il mercato britannico ha ricevuto nuovi fondi da investire. Diverso carattere ha avuta la liquidazione, nell'ottobre 1939, del prestito canadese 3½% 1930-50 emesso in sterline e del quale 28 milioni di sterline si trovavano ancora in circolazione. I portatori inglesi hanno ricevuto sterline in cambio dei titoli; il Governo britannico ha trasferito questi ultimi al Governo canadese contro dollari canadesi, che sono stati ricavati in parte da un'emissione interna del Canada. In tal modo il Governo britannico si è procurata valuta canadese per i suoi acquisti in quel Dominio, i quali dovranno ammontare,

secondo le previsioni, all'equivalente di 89 milioni di sterline per il primo anno di guerra. Anche in Spagna, verso la fine del 1939, si è proceduto alla registrazione o mobilitazione di titoli esteri e così pure, nei primi mesi del 1940, in Svezia, in Danimarca e nell'Australia.

Sebbene, per il momento, la situazione permanga sfavorevole all'emissione di prestiti all'estero, non è prematuro esaminare le circostanze e le condizioni nelle quali potranno lanciarsi dei prestiti per la ricostruzione economica dopo la guerra. A tale riguardo va rammentato il rapporto del Comitato della Società delle Nazioni per lo studio dei contratti di prestito internazionale, pubblicato l'anno scorso. Il Comitato, costituito nel 1935, ebbe il compito di ricercare il modo di migliorare i contratti relativi ai prestiti internazionali che potranno venire emessi in avvenire. All'epoca della pubblicazione del rapporto, nel maggio 1939, si ritenne che sui titoli, in circolazione, delle emissioni internazionali effettuate sul mercato di Londra, la parte che si trovava in mora non superasse 30%, mentre la cifra corrispondente per le emissioni in dollari sul mercato di Nuova York veniva valutata a 40%. Vi sono state, in passato, epoche alle quali la percentuale in mora sui prestiti esistenti fu almeno altrettanto elevata, sebbene il loro volume assoluto fosse certamente meno grande. Tra le sue conclusioni generiche il Comitato ha messo in rilievo il fatto che il numero dei mancati pagamenti, da attribuirsi a imperfezioni di clausole contrattuali, è estremamente piccolo. Nella grande maggioranza dei casi, il motivo del mancato pagamento si ritrova nelle condizioni economiche dei debitori e il numero delle insolvenze è aumentato ogniqualvolta si è cercato di ostacolare i movimenti di uomini e di merci, che costituiscono la base genuina dello scambio di capitali. In molti casi il mancato pagamento è dovuto ad un'azione unilaterale del paese debitore senza consultazione coi creditori, contrariamente alla consuetudine dei tempi normali, secondo la quale i debitori che si trovano in difficoltà, generalmente tentano di negoziare coi creditori un alleggerimento degli oneri contrattuali.

Per quanto riguarda l'avvenire, il Comitato ha espressa l'opinione, che almeno una parte dei mancati pagamenti vada attribuita ad eccesso di misura e mancanza di coordinazione nel prestare danaro a paesi le cui possibilità di rimborso non erano commisurate agli oneri che essi assumevano; che, per evitare il riprodursi di simili deprecabili risultati, convenga organizzare l'esame coordinato delle possibilità economiche dei paesi destinatari del credito, prima di concedere nuovi prestiti e che tale coordinazione possa ottenersi mercè la cooperazione di una istituzione finanziaria di riconosciuta autorità internazionale la quale operi a tal fine per mezzo di piccoli comitati permanenti di esperti finanziari.

V. LA TENDENZA DEI TASSI D'INTERESSE.

Interessanti e significative sono state le fluttuazioni dei tassi di mercato nel corso del 1939. In Europa il rendimento degli investimenti a lungo termine e con esso i tassi di interesse a breve termine, manifestarono durante i primi otto mesi dell'anno una tendenza generale al rialzo che si accentuò nell'estate con l'inasprirsi della tensione internazionale e raggiunse l'apice allo scoppio della guerra. A partire da quel momento, si osservano tendenze estremamente divergenti: nei principali paesi belligeranti, come la Germania, la Francia ed il Regno Unito, il contraccolpo subito dai mercati non tardò ad attenuarsi, tanto che nella primavera del 1940 il rendimento dei titoli di Stato a lunga scadenza si ritrovava ad un livello eguale o inferiore a quello di un anno prima.

Relativamente stabili si mantennero in Italia i tassi durante tutto il 1939, mentre in Svizzera, in Belgio, in Olanda ed in Scandinavia il rialzo dei tassi a lungo termine, iniziatosi nell'estate, perdurò fino alla fine dell'anno ed anche oltre, col risultato che il rendimento dei titoli statali, per esempio, si trovò aumentato da un anno all'altro di 1 a 2%.

Fuori d'Europa, si osserva sui mercati degli Stati Uniti, influenzati dall'afflusso di oro, una liquidità quale raramente, se non mai, si è vista.

I fattori principali che, negli ultimi sei anni, hanno dominato negli Stati Uniti il mercato del danaro e quello dei capitali sono stati: l'enorme afflusso d'oro, il continuo finanziamento del disavanzo statale e la relativa mancanza di richieste di crediti commerciali sia a breve, sia a lungo termine. Nel 1939 l'influenza di questi tre fattori si è fatta sentire in misura ancora maggiore: le importazioni di oro hanno raggiunta la cifra spettacolosa di 3 miliardi di dollari; mai fu il disavanzo di bilancio altrettanto elevato, fuorchè nell'anno 1936, in cui ebbe luogo la nota corresponsione del premio agli ex-combattenti; scarsa fu invece la richiesta, per conto del commercio, di crediti a breve ed insignificante quella di crediti a lungo termine.

Il movimento dell'oro è stato il meccanismo — ed il segno esterno visibile — di un vasto afflusso dall'estero di capitale americano e straniero, che ha dato luogo ad un aumento simultaneo dei depositi bancari e delle riserve liquide.

Nei sei anni che vanno dal 1934 al 1939 le importazioni di oro dall'estero si aggirano intorno a 10 miliardi di dollari, mentre l'aumento corrispondente dei depositi delle banche affiliate al sistema della Riserva federale e quello delle rispettive riserve liquide è stato complessivamente di 9,3 miliardi. Essendo aumentata la percentuale delle disponibilità liquide, i depositi bancari hanno subito, in definitiva, un'ulteriore espansione sia attraverso la concessione di crediti per 1 miliardo di dollari, sia con l'acquisto di titoli di Stato per 7 miliardi di dollari. Nei sei anni in esame le riserve liquide sono passate da 3,1 a 12,4 miliardi di dollari mentre i depositi aumentavano da 24 a 40 miliardi di dollari (contro 34 miliardi nel 1929); la percentuale delle disponibilità in cassa è passata conseguentemente da poco sotto 13% a oltre 30%. Nei confronti di talune singole banche, specie a Nuova York, la percentuale è stata anche più alta, superando in determinati casi 60% dei depositi totali.

Verso la fine della terza decade del secolo in corso l'ammontare globale dei crediti concessi dalle banche affiliate raggiungeva ed anche superava i 25 miliardi di dollari, compreso però un considerevole volume di prestiti per acquisti speculativi di titoli. Col rallentarsi della speculazione, questa cifra si ridusse fino a raggiungere, alla fine del 1933, 12,8 miliardi di dollari e, nel 1935, 12 miliardi di dollari; successivamente, risalì a 14,3 miliardi alla metà del 1937 per trovarsi infine, nel dicembre del 1939, a 14 miliardi dopo essere rimasta a poco sotto 13 miliardi nell'estate e nell'autunno del 1938. Nonostante gli sforzi fatti dalle banche, coll'appoggio delle autorità della Riserva federale, al fine di aprire nuovi campi all'attività creditizia, l'espansione dei crediti commerciali durante lo scorso sessennio si può considerare come trascurabile, se messa in rapporto con la ripresa degli affari e della produzione industriale che, dal minimo raggiunto durante la fase della grande depressione, ritornarono fino a quasi il livello del 1929. Il tasso medio applicato sui crediti commerciali è attualmente $2\frac{1}{2}$ % nelle grandi città, contro 5 ed anche 6% poco più di dieci anni fa; a Nuova York è inferiore a 2%, mentre nel Sud e nell'Ovest degli Stati Uniti è di poco superiore a 3%. Queste medie comprendono dei tassi molto disparati: a Nuova York 60% dei crediti commerciali fruttano interesse a saggi varianti tra 1 e 2%, mentre 15% dei crediti fruttano oltre 3%; nel Sud e nell'Ovest il danaro prestato frutta: per 20%, interesse a tassi compresi fra 1 e 2%; per 80%, interesse a tassi compresi fra 2 e 6%. I prestiti di capitale liquido ad aziende rappresentano generalmente, oltrechè la forma più redditizia di attività bancaria, anche l'impiego più appropriato che un istituto di credito possa fare delle proprie disponibilità; si può affermare con sicurezza che le banche cercarono di sviluppare al massimo questa forma di impiego e difatti, tra il 1920 e il 1930, i prestiti bancari, comprese le anticipazioni su titoli, ebbero un tale sviluppo, che gli istituti ricorsero perfino al



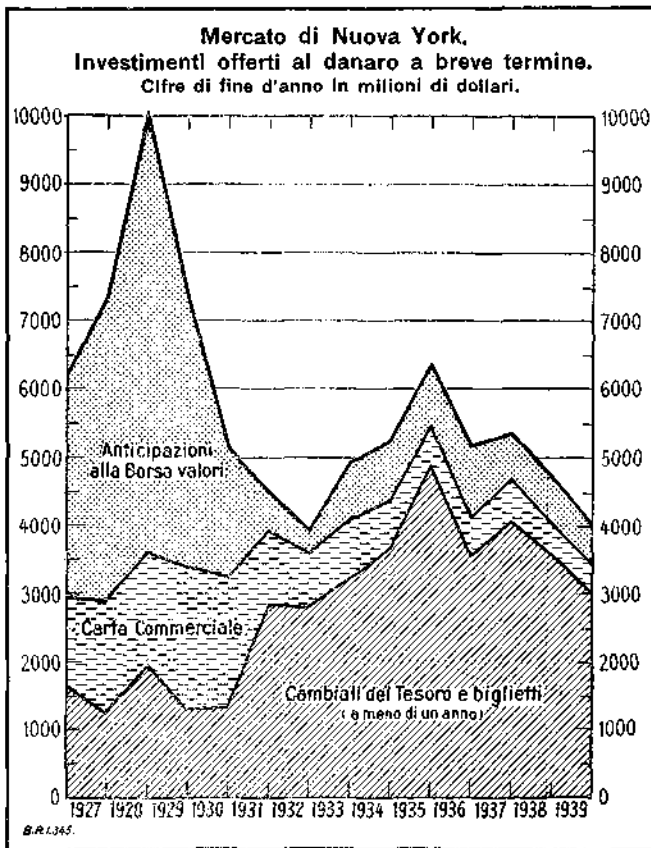
credito delle banche della Riserva federale per mantenere al minimo legale le loro disponibilità liquide, come appare dal grafico qui accanto.

Al fine di soddisfare anche quelle aziende alle quali le normali vie per ottenere siffatti crediti erano precluse, le banche della Riserva federale furono autorizzate nel 1934 a concedere di-

rettamente prestiti a scopi industriali. Nella relazione annuale della Banca di Riserva federale di Nuova York per il 1938 si ritrova una conferma del fatto che le banche commerciali avevano già provveduto a soddisfare il fabbisogno della clientela di solida riputazione: "Come operazione bancaria, la concessione di prestiti di capitale circolante da parte di questa banca non è stata redditizia . . . i profitti netti (sui prestiti in questione) non hanno bastato da soli per costituire le riserve contro possibili perdite".

Pertanto, una larga parte delle disponibilità delle banche affiliate non trova attualmente impiego commerciale ed il mercato è inondato da danaro disponibile. Il grafico alla pagina seguente mostra che le possibilità ordinarie di impiego a breve termine dei fondi bancari sono molto ridotte; l'ammontare totale della carta in circolazione con scadenza inferiore ad un anno è di poco superiore a 4 miliardi di dollari. In più delle disponibilità già impiegate in siffatto modo, rimangono da 5 a 6 miliardi di dollari di riserve in eccedenza che le banche affiliate impiegherebbero analogamente se ne fosse loro offerta la possibilità.

I tassi del danaro sul mercato erano già così depressi che l'ulteriore incremento, nel 1939, dei fondi senza impiego non poté ribassarli ancora; nè la guerra europea in settembre produsse altra perturbazione, se non un leggero ondeggiamento. Il tasso di sconto sulle cambiali del Tesoro a tre mesi, che durante la prima metà del 1939 si era mantenuto a 0,03%, salì in settembre a 0,20% per ridiscendere a 0,04 alla fine dell'anno; d'altra parte le cambiali del Tesoro di nuova emissione davano un rendimento trascurabile e financo nullo, la punta massima essendo stata raggiunta in settembre con 0,16%. Più elevati, ma non di molto, furono gli altri tassi di mercato per il danaro a breve ter-



mine: da $\frac{1}{2}$ a $\frac{3}{8}$ % per la carta commerciale da 4 a 6 mesi; $\frac{7}{16}$ % per le accettazioni di banca e 1% per il danaro giornaliero; come si vede, il danaro non avrebbe potuto essere più facile. L'abbondanza delle disponibilità liquide è così grande che i tassi di mercato e financo le fluttuazioni, di parecchie centinaia di milioni di dollari, nelle eccedenze delle riserve bancarie, hanno cessato di avere qualsiasi significato quali indici delle condizioni bancarie e di mercato; né appropriati appaiono i migliori provvedimenti intesi a mantenere un certo grado di liquidità allorquando, come

nel caso attuale, si assiste ad una siffatta inondazione dell'intero mercato monetario.

Anche a banche fuori degli Stati Uniti il "danaro a buon mercato" ha posto problemi, sebbene non della stessa difficoltà. L'enorme accrescimento dei depositi ha fatto salire le spese senza corrispondente aumento delle entrate, determinando tuttavia nel contempo una diminuzione del rapporto tra capitale e totale delle passività e accrescendo in tal modo la vulnerabilità del capitale delle banche; è pur vero però che il rischio è diminuito, data la maggiore proporzione di disponibilità di cassa. Le riserve di cassa non producono reddito alcuno e ben poco si ricava dal danaro impiegato sul mercato; conseguentemente, data la scarsa domanda, nonostante i bassi tassi attuali, di prestiti per conto dell'industria e del commercio, le banche si sono viste virtualmente forzate a rivolgersi al mercato dei titoli di Stato ed a considerare come di primaria importanza per esse la questione del finanziamento del bilancio statale.

Durante gli anni di prosperità che vanno dal 1927 al 1929, con delle entrate di bilancio per 4 miliardi di dollari, l'avanzo annuale disponibile per l'ammortamento del debito (comprese le ordinarie assegnazioni di bilancio) ammontava ad 1 miliardo di dollari. Nel 1939, benché il reddito nazionale fosse

Bilancio degli Stati Uniti.

Esercizio finanziario (al 30 giugno)	Entrate	Uscite *	Saldo
	Milioni di dollari		
1927	4,1	3,0	+ 1,1
1928	4,0	3,1	+ 0,9
1929	4,0	3,3	+ 0,7
1930	4,2	3,4	+ 0,8
1931	3,2	3,7	- 0,5
1932	2,0	4,5	- 2,5
1933	2,1	3,9	- 1,8
1934	3,1	6,0	- 2,9
1935	3,8	7,0	- 3,2
1936	4,1	8,7	- 4,6
1937	5,3	8,4	- 3,1
1938	6,2	7,6	- 1,4
1939	5,7	9,2	- 3,5

* Non compresa l'estinzione di debiti a mezzo del fondo d'ammortamento.

liardi di dollari, contro 16 miliardi nel 1930.

Non tutto l'aumento che di anno in anno si è verificato nel debito pubblico ha implicato delle offerte sul mercato, dato che importi considerevoli sono stati assorbiti in questi ultimi anni dagli investimenti cui sono tenute le casse di previdenza sociale ed altre gestioni fiduciarie del Tesoro. I cambiamenti introdotti nella legislazione sociale durante il 1939 produrranno in avvenire una contrazione nella domanda di investimenti siffatti, specie da parte della cassa di previdenza per la vecchiaia.

L'enorme aumento del debito pubblico ha offerto alle risorse disponibili delle banche un impiego che nè il mercato del danaro, nè la domanda di credito per conto del commercio in genere potevano procurare. Infatti, il mercato delle obbligazioni ha attirato le banche in misura crescente, non soltanto per i loro bisogni di investimento, ma anche per equilibrare la loro posizione di cassa, soppiantando in tal modo il mercato del danaro. Tale questione rivelò per la prima volta la sua importanza nella primavera del 1937, allorchè l'aumento delle riserve obbligatorie delle banche affiliate cagionò una tale valanga di vendite di obbligazioni, da provocare l'intervento delle banche della Riserva federale le quali, per ridare stabilità al mercato, dovettero comprare, tra il 4 ed il 28 aprile, per 96 milioni di obbligazioni del Tesoro. Il Consiglio della Riserva federale rilevava nel rapporto annuale del 1937 che "in questi ultimi anni il mercato delle obbligazioni sta diventando un compartimento sempre più importante del mercato libero del danaro e le banche . . . vanno facendo un uso sempre maggiore del proprio portafoglio di obbligazioni al fine di adattare la loro posizione di cassa alle richieste di credito che vengono loro rivolte". Siffatte

inferiore a quello di dieci anni prima, gli introiti fiscali (comprese le assicurazioni sociali) sono saliti di circa 50 %; poichè, però, le uscite sono triplicate rispetto al triennio 1927-29, ne è risultato un disavanzo di 3,5 miliardi di dollari. Verso la fine del 1939 il debito pubblico contratto direttamente ammontava a circa 42 miliardi di dollari, quello garantito dallo Stato a 5,7 miliardi, cosicchè il totale degli impegni assunti in pieno, direttamente o indirettamente, dagli Stati Uniti raggiungeva la cifra di 47,7 mi-

considerazioni hanno indotto negli ultimi anni le banche della Riserva federale a modificare la composizione del loro portafoglio titoli di Stato, il quale, rimasto nel complesso immutato a 2,5 miliardi di dollari, comprende però una maggiore proporzione di obbligazioni, specie di quelle a scadenza superiore a 5 anni.

Portafoglio titoli statali
delle banche della Riserva federale.

Fine mese	Obbligazioni	Biglietti	Cambiali	Totale
1936 dicembre . .	491	1341	599	2430
1937 „ . .	752	1155	657	2564
1938 „ . .	841	1157	566	2564
1939 giugno . .	911	1176	463	2550
luglio . . .	911	1176	401	2488
agosto . . .	912	1179	335	2426
settembre . .	1316	1245	242	2803
ottobre . . .	1316	1245	174	2736
novembre . .	1283	1233	35	2552
dicembre . .	1351	1133	—	2484
1940 gennaio . .	1344	1133	—	2477
febbraio . .	1344	1133	—	2477

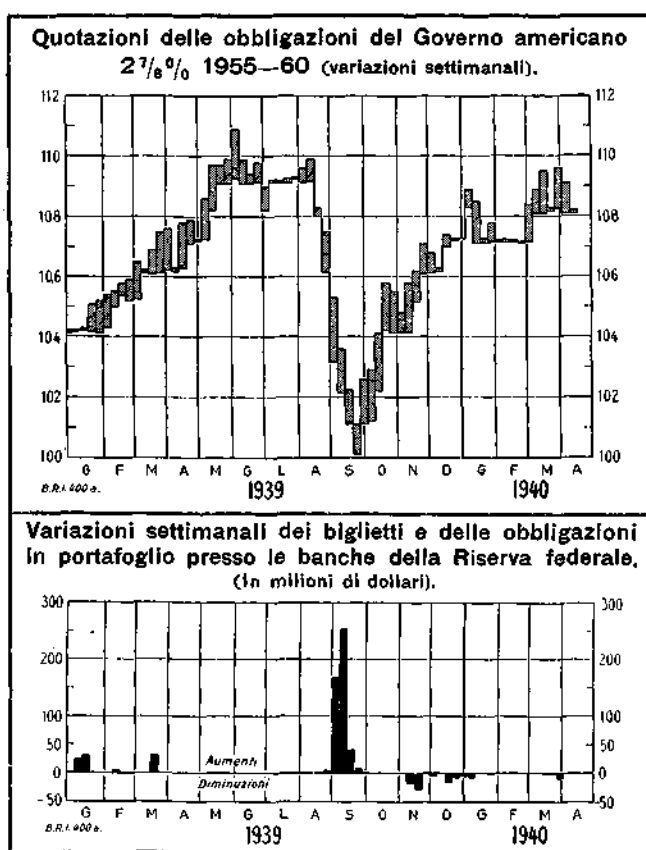
Nel giugno del 1939, poichè da qualche tempo le condizioni del mercato del danaro erano tali che le cambiali del Tesoro trovavano difficoltà ad essere sostituite a scadenza, fu deciso di permettere alle banche della Riserva federale di non rinnovare a scadenza le cambiali del Tesoro in portafoglio.

La situazione si presentava in modo alquanto differente sul

mercato delle obbligazioni di Stato le cui quotazioni all'inizio del giugno del 1939, quando la guerra europea apparve imminente, cominciarono a declinare, precipitando verso la fine di agosto. Durante il periodo che va dal 25 agosto al 16 settembre, le banche della Riserva federale procedettero a parecchie variazioni di tassi: sei di esse ridussero da $1\frac{1}{2}\%$ a 1% (tasso, quest'ultimo, in vigore a Nuova York dall'agosto del 1937) i saggi del risconto e delle anticipazioni contro obbligazioni di Stato a banche affiliate, mentre tutte le dodici banche della Riserva indistintamente abbassarono allo stesso livello il tasso delle analoghe anticipazioni alle banche non affiliate (il che comportò delle riduzioni fino a 3%). In tal modo tutte le banche commerciali che si trovavano ad avere necessità di contanti furono messe in grado di ottenere delle anticipazioni alla pari contro titoli di Stato, ad appena 1% in sette dei dodici distretti della Riserva federale e ad $1\frac{1}{2}\%$, nei cinque rimanenti. Conseguentemente, venne a cessare la necessità per le banche di vendere titoli per procurarsi delle disponibilità liquide e s'ebbe la sensazione che i tassi di interesse avessero raggiunto il livello minimo. Le banche di Nuova York avevano già compreso che, se avessero liquidato il loro ingente portafoglio, avrebbero disorganizzato il mercato e notificarono pertanto ai propri corrispondenti all'interno il loro inten-

dimento di astenersene; tuttavia, molte banche minori ed altri possessori di titoli di Stato cominciarono a vendere e vennero praticamente a mancare i consueti ordini di acquisto (complessivamente il portafoglio presso le banche affiliate, in obbligazioni d'emissione statale diretta, aumentò durante l'anno di 300 milioni di dollari, passando a oltre 11 miliardi; ma, laddove le banche di Nuova York ne acquistarono per oltre mezzo miliardo, le banche nel resto del paese ne vendettero per 200 milioni).

Come si rileva dai grafici seguenti, durante le cinque settimane antecedenti al 27 settembre, le banche della Riserva acquistarono a prezzi decrescenti obbligazioni e biglietti del Governo americano per 474 milioni di dollari.



Le quotazioni settimanali massime e minime di un titolo che può considerarsi come rappresentativo del debito statale sono, nel grafico, messe a raffronto con gli aumenti e le diminuzioni settimanali del portafoglio delle banche della Riserva, nel quale sono state conglobate le obbligazioni e i biglietti per eliminare i mutamenti parziali dovuti a conversioni ecc.

Al riguardo, si legge nella relazione annuale della Banca di riserva federale di Nuova York quanto segue: "Questi acquisti non furono fatti coll'intenzione di irrigidire o di legare tra loro le quotazioni dei titoli di

Stato, bensì al fine di facilitare il ritorno ordinato del mercato all'equilibrio su livelli tali da attrarre altri acquirenti in misura sufficiente a mantenere delle condizioni normali di attività. Nell'ultima settimana di settembre tale obiettivo era stato raggiunto". La ripresa dei mercati durante l'ultima parte del 1939 permise alle banche della Riserva di rivendere per circa 72 milioni di dollari del loro portafoglio titoli a scadenza più lunga.

Si riproduce egualmente qui di seguito quanto pubblica, in uno studio sull'argomento, il bollettino della Riserva federale del mese di marzo 1940,

in un articolo intitolato "Le banche e il danaro che non trova impiego"*): "E' un fatto che . . . molte banche, a differenza delle compagnie di assicurazione sulla vita, non considerano il proprio portafoglio obbligazionario a lunga scadenza come un investimento permanente, ma si affrettano invece, per realizzare dei profitti contabili o per evitare delle perdite, a procedere a delle vendite prima che scendano i prezzi. Un tale atteggiamento, ove si consideri l'enorme aumento di siffatto portafoglio, ha comportato per le autorità della Riserva Federale delle responsabilità nuove che le hanno obbligate a spostare il punto di mira della loro politica. Laddove prima le banche riequilibravano la situazione delle rispettive riserve manovrando sulla carta breve del proprio portafoglio, ora esse hanno tendenza a vendere prima le obbligazioni del Tesoro a lunga scadenza per tenersi invece quelle a breve . . . In tal modo il mercato delle obbligazioni del Tesoro è divenuto il mercato monetario centrale, cioè il terreno sul quale la Riserva federale può sperimentare la prima applicazione pratica d'ogni sua nuova direttiva politica."

La seguente tabella delle emissioni di capitale da parte di aziende americane mostra come la domanda di credito a lungo termine, per conto del commercio e dell'industria, non sia molto più viva di quella per il credito a breve.

Nuove emissioni di capitali negli Stati Uniti.

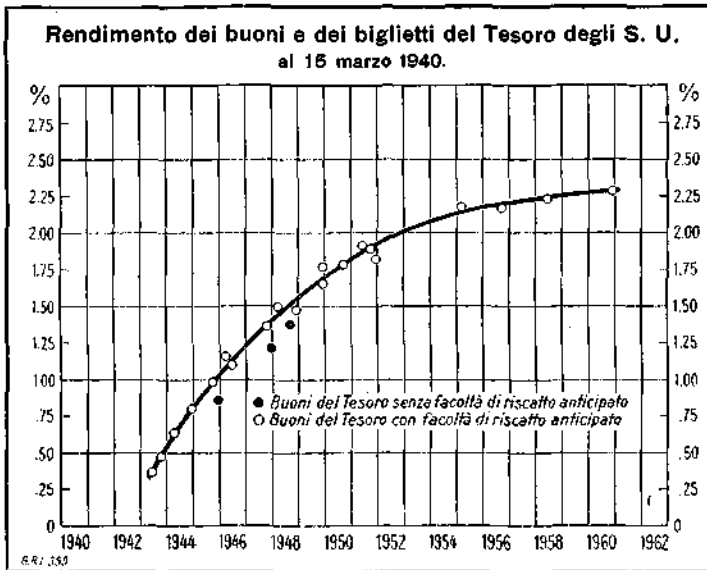
Trimestre	1929	1937	1938	1939
	Millioni di dollari			
Gennaio-marzo .	1532	390	111	82
Aprile-giugno .	1688	439	252	128
Luglio-settembre .	1518	246	342	91
Ottobre-dicembre	1050	150	167	69
Totale	5788	1225	872	371

Le cifre riportate qui accanto si riferiscono ad emissioni al pubblico. Ove si includano tutti gli altri titoli collocati privatamente presso compagnie di assicurazione e presso aziende finanziatrici e per i quali non esistono statistiche regolari, il totale delle emissioni si eleva probabilmente, per il 1939, a 2,1 miliardi di dollari, cioè ad un totale eguale all'incirca a quello dell'anno precedente, ma con una proporzione più elevata di emissioni a scopo di rimborso.

Il rendimento dei titoli del Governo americano, seppur non così basso come durante la prima settimana del giugno 1939, è in realtà molto scarso. Nullo è quello delle cambiali del Tesoro e praticamente tale è quello dei biglietti dai due ai cinque anni. Il grafico alla pagina seguente, estratto dal bollettino del Tesoro americano, mostra che perfino le obbligazioni con scadenza massima (20 anni) non davano, nel marzo 1940, che un rendimento di 2,29%.

Data questa situazione, la politica del denaro a buon mercato non può fare ulteriori progressi se non col diffondere in tutto il paese ed in tutti i

*) Articolo di Woodlief Thomas.



rami dell'attività creditizia i bassi tassi già dominanti sul mercato monetario. Ad esempio, l'ulteriore riduzione dei tassi ipotecari, che è in corso da qualche anno, viene in aiuto all'industria edile nei suoi varii rami.

All'infuori degli Stati Uniti, la Francia è stato il paese le cui condizioni

creditizie interne, nel 1939, hanno risentito maggiormente l'influenza degli afflussi di capitale. In particolar modo durante la prima metà dell'anno, il mercato monetario e quello dei capitali accusano le conseguenze della ripresa finanziaria ed economica, che data dal novembre 1938 e del rimpatrio di capitali, che ha continuato senza notevoli interruzioni durante tutto il 1939. Nel gennaio 1939 il saggio dello sconto della Banca di Francia è stato abbassato da 2½ a 2%, livello al quale è rimasto da allora invariato. Il tasso medio di borsa per prestiti quindicinali su titoli primari (i cosiddetti tassi di "reports au parquet" in Francia, o di "contango" nei paesi anglo-sassoni) non è stato che di 1% durante la prima metà dell'anno, mentre, per lo stesso periodo, il rendimento della rendita 4% 1918 si manteneva al disotto di 5%. Il mercato è rimasto liquido; sono aumentati i depositi presso le banche commerciali e nel contempo sono stati rimborsati alla Banca di Francia circa 4 miliardi di franchi di sconti e di anticipazioni. A coprire le spese statali si è provveduto mediante le imposte ed i prestiti sul mercato: un tipo di rendita 5% a 40 anni, emessa a 98, senza garanzia aurea o di cambio, ha apportato nel trimestre maggio-luglio, 10 miliardi di franchi tra denaro liquido e titoli ammessi alla conversione, rendendo superfluo il ricorso alla Banca di Francia per anticipazioni.

Questa situazione cambiò bruscamente — come lo mostra la tabella seguente — quando, per effetto dell'aggravamento della situazione politica verso la metà d'agosto e, successivamente, dello scoppio della guerra, s'ebbero forti richieste di credito alla Banca di Francia.

A partire dalla metà di agosto le banche commerciali, allo scopo di far fronte alla domanda di biglietti, dovettero ricorrere allo sconto e alle anticipazioni della Banca di Francia; tuttavia, già dal 7 settembre cominciò a deli-

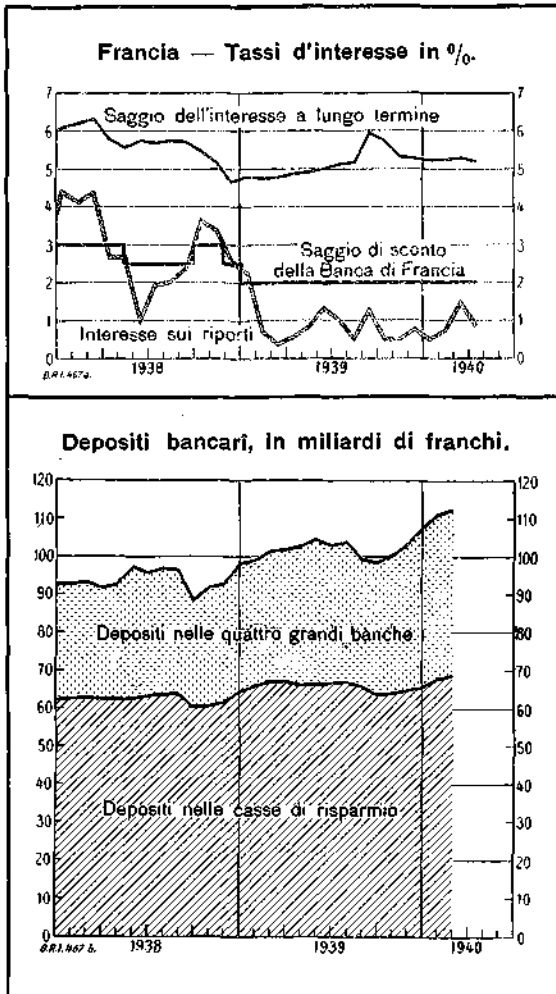
Banca di Francia — Totale dei crediti accordati.

	1938	1939			1940
	29 dicembre	17 agosto	7 settembre	28 dicembre	28 marzo
Miliardi di franchi francesi					
Crediti privati:					
sconti	9,7	6,0	20,1	7,5	6,9
anticipazioni	4,1	3,8	6,2	3,7	3,7
Totale	13,8	9,8	26,3	11,2	10,6
Crediti ad enti pubblici:					
anticipazioni allo Stato . .	30,6	30,6	30,6	44,7	47,8*
Totale	44,4	40,4	56,8	55,9	58,4
Acquisti sul mercato libero	1,9	2,9	4,3	5,8	7,2
Totale	46,3	43,3	61,2	61,7	65,6
Circolazione di biglietti	110,9	123,1	146,1	151,3	156,0

* Compresi 17,3 miliardi di franchi francesi provenienti dall'utile sulla rivalutazione dell'oro nel marzo 1940.

nearsi un certo riflusso di biglietti e le banche iniziarono il rimborso delle anticipazione ottenute, sicchè, alla fine dell'anno, l'ammontare totale dei crediti concessi a privati si ritrovava ad un livello inferiore a quello del dicembre 1938. D'altro canto, a partire dalla metà di settembre, lo Stato fece ricorso alla Banca di Francia pressochè allo stesso ritmo al quale venivano effettuati i rimborsi dei crediti concessi dalla Banca al commercio. Durante il 1939, la circolazione dei biglietti crebbe di circa 40 miliardi di franchi, 15 dei quali corrispondono all'aumento di volume del credito, pubblico e privato, concesso dalla Banca di Francia, mentre per il rimanente trattasi, in generale, della contropartita di capitali rimpatriati ed acquistati dalle autorità monetarie francesi. Durante lo stesso anno, a partire specialmente dall'agosto e fino al dicembre, i depositi delle quattro grandi banche parigine, i quali rappresentano tra la metà e i due terzi del totale dei depositi di tutte le banche commerciali, sono aumentati di circa 9 miliardi di franchi, passando da 42,4 miliardi in dicembre alla cifra senza precedenti di 46,6 miliardi a fine marzo 1940. Se si deve però giudicare dai dati forniti dalle banche affiliate alla stanza di compensazione di Parigi, i quali dal settembre alla fine del 1939 accusano una diminuzione del 50% rispetto all'anno precedente, il movimento degli affari deve essere andato piuttosto rallentandosi.

La pressione tra l'agosto ed il settembre fu dunque temporanea: il mercato monetario divenne subito più abbondante e i depositi bancari si accrebbero; alla borsa, il tasso dei riporti quindicinali cadde di nuovo al disotto dell'uno per cento. Come in altri paesi, al finanziamento della guerra si è provveduto in primo luogo con prestiti a breve termine. Il Ministro delle finanze rese noto, nel febbraio 1940, che, oltre le anticipazioni ottenute dalla Banca di Francia, le



emissioni di buoni di armamento, riscontabili a sei mesi e a un anno, avevano raggiunto 2,2 miliardi di franchi nel settembre, 5,3 miliardi nell'ottobre ed una media di 8 miliardi nel dicembre 1939 e nel gennaio 1940.

In settembre il mercato delle rendite ha ripresa la sua attività senza bisogno di interventi del Fondo di difesa, creato per sostenere i corsi dei titoli di Stato; all'inizio del 1940 il rendimento della rendita 4^o/1918 si è abbassato di nuovo intorno a 5^o%, ma finora il Governo non ha emesso sul mercato alcun nuovo prestito a lunga scadenza. Considerevole è l'ammontare delle somme che si prevede dovranno essere fornite dai prestiti: oltre agli 80 miliardi di franchi iscritti nel bilancio ordinario del 1940 e da coprire mediante imposte, i primi due trimestri dell'anno in corso comportano, ciascuno, spese

militari per 55 miliardi di franchi, spese già approvate e per le quali si dovrà ricorrere al prestito. Si giunge in tal modo ad un ammontare annuale di prestiti per 220 miliardi di franchi contro un debito pubblico totale che, prima della guerra attuale, si aggirava sui 450 miliardi. Ove però si tenga in considerazione il deprezzamento del franco, il valore oro del debito pubblico non supera, nel 1939, quello del 1914.

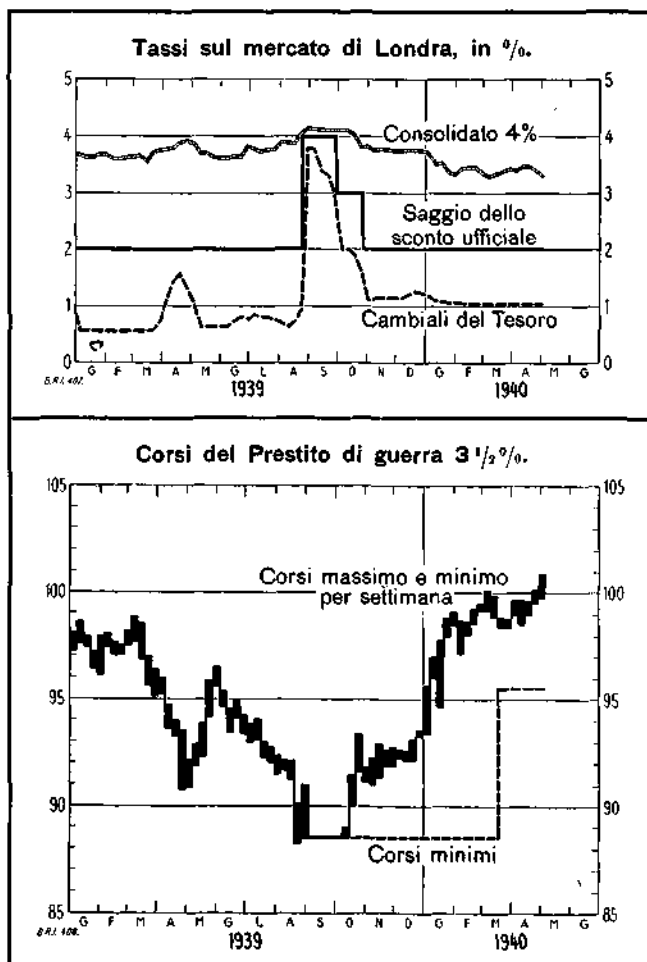
Contrasta colla situazione in Francia l'efflusso di capitali dall'Inghilterra nei primi otto mesi del 1939, movimento che in parte ha fatto da contropartita all'afflusso di capitali in Francia. Per quanto le operazioni del Fondo di perequazione dei cambi abbiano mirato a proteggere il mercato del danaro a breve termine, si è risentita egualmente la scarsità del danaro "estranco", del danaro, cioè, che le banche non affiliate alla stanza di compensazione prestano al mercato dello sconto. Le disponibilità liquide delle banche estere, già ridotte di volume, quando non trasferite semplicemente all'estero, sono state impie-

gate con maggior profitto in operazioni di riporto sul dollaro o di arbitraggio in oro, che non sul mercato del danaro. Il tasso delle cambiali del Tesoro, però, si è mantenuto leggermente al disopra di $\frac{1}{2}$ % fino alla metà di marzo per salire successivamente a $1\frac{1}{2}$ % alla metà di aprile, sotto l'influenza della situazione internazionale e di fronte alla possibilità che il tasso ufficiale di sconto del 2 % divenisse effettivo o fosse perfino aumentato; ai primi di maggio, scendeva di nuovo a $\frac{3}{4}$ %.

L'allarme nel marzo e nell'aprile 1939 si è ripercosso anche sulla borsa valori ove si sono registrati dei forti e bruschi ribassi; ad esempio, il Prestito di guerra $3\frac{1}{2}$ % è passato, tra il principio di marzo e la fine di aprile, da 98 a 91. Relativamente più forte è stata tuttavia la contrazione subita dai titoli di Stato a breve scadenza i quali, per il fatto di essere considerati — e non dal mercato soltanto — come un mezzo di impiego di disponibilità liquide, vanno più facilmente soggetti ad essere realizzati in caso di necessità, che non i titoli a più lunga scadenza i quali rivestono invece carattere di investimento. In generale, durante i primi otto mesi del 1939, i tassi d'interesse a lunga scadenza hanno mantenuta quella tendenza al rialzo che ha portato il rendimento delle obbligazioni di Stato da meno di 3 % nel biennio 1935-36 a circa 4 %. Un indice di questa tendenza si ritrova nell'aumento, realizzatosi con i due rialzi di $\frac{1}{8}$ % in aprile e in maggio, dei tassi applicati dal Fondo prestiti locali alle autorità provinciali e comunali per prestiti edili o altri, aumento che ha portato i detti tassi a $4-4\frac{3}{4}$ %.

Per quanto non fossero queste le condizioni più propizie, quasi tutte le nuove emissioni di capitale furono effettuate durante i primi otto mesi dell'anno. Secondo i calcoli della Banca d'Inghilterra, le emissioni per conto dell'industria nazionale ammontarono soltanto a 39 milioni di sterline, cioè alla metà circa della cifra per il 1938 e a meno di un quarto di quella del 1936.

Nell'agosto 1939, la situazione internazionale facendosi vieppiù minacciosa, l'efflusso di capitale crebbe di intensità. Il 24, giorno precedente alla caduta della sterlina sui mercati dei cambi, il tasso ufficiale di sconto fu portato da 2 a 4 % mettendosi così bruscamente fine all'ininterrotto periodo di sette anni durante il quale esso era rimasto invariato a 2 %. Al nuovo saggio, entrato immediatamente in vigore, si adattarono tutti gli altri tassi di mercato, compresi quelli dei depositi ed altri delle banche affiliate alla stanza di compensazione, quelli delle cambiali del Tesoro ecc. Il tracollo dei titoli garantiti dallo Stato fu impedito dalle disposizioni che introdussero i corsi minimi, corrispondenti approssimativamente alle quotazioni più basse del 23 agosto, con la proibizione di trattare al di sotto di essi; per il Prestito di guerra $3\frac{1}{2}$ % fu stabilito il corso di $88\frac{1}{2}$, come lo indica il grafico alla pagina seguente. Alla borsa valori si sospesero le liquidazioni quindicinali, introducendosi l'obbligo di effettuare tutte le operazioni per contanti.



Allo scoppio della guerra in settembre venne introdotta una serie di provvedimenti governativi straordinari; si imposero così dei regolamenti per il controllo dei cambi, per il mercato dei capitali ed altri. La Banca d'Inghilterra accordò delle eccezionali facilitazioni di sconto (a 2% sopra il tasso ufficiale) in favore di quegli accettanti i cui clienti, a causa della guerra, non si fossero trovati in grado di far fronte ai propri impegni. Il problema delle accettazioni, per quanto più semplice se messo a raffronto con quello presentatosi nell'agosto del 1914, si trovò complicato dalla presenza di circa 37 milioni di sterline di crediti tedeschi ancora aperti, deri-

vanti dall'accordo di sospensione (circa 60% di tali crediti erano stati, però, sottratti al mercato già qualche tempo prima dello scoppio della guerra).

Una volta difeso il mercato contro il pericolo d'esodo di capitali nazionali, la pressione dei primi giorni di settembre presto scomparve. Il tasso ufficiale scese il 28 settembre a 3% e di nuovo a 2% il 26 ottobre, preceduto nella discesa dai tassi del mercato. Costituisce un'eccezione degna di nota il tasso delle banche affiliate alla stanza di compensazione per prestiti al mercato, il quale mantenne inalterato il suo tradizionale distacco di 1% al disotto del tasso ufficiale, raggiungendo in tal modo in ottobre il suo livello più basso con 1%, contro 1/2% (cioè 1 1/2% sotto al tasso ufficiale) durante l'eccezionale periodo che va dalla fine del 1934 all'agosto del 1939. Poichè a questo tasso i crediti a breve scadenza concessi dalle banche affiliate alla stanza di compensazione, costituiscono la risorsa principale del mercato dello sconto, il saggio delle cambiali del Tesoro ritornò ad un livello leggermente superiore ad 1%. Con l'aumentare delle riserve in sterline dei paesi che fanno parte del-

l'Impero britannico, il danaro "estraneo" divenne più abbondante. D'altra parte, le quotazioni dei titoli garantiti dallo Stato, in primo luogo di quelli a breve scadenza, grazie alla riduzione del tasso ufficiale e alla crescente liquidità del mercato si dipartirono, ai primi di ottobre, dai precedenti bassi livelli e le operazioni, che fino allora si facevano con non poche difficoltà, ridivennero più normali.

L'aumento delle spese governative causate dalla guerra venne finanziato in primo luogo, come del resto in altri paesi, da emissioni a breve termine; vediamo così l'ammontare medio settimanale di cambiali del Tesoro offerte all'asta passare dagli abituali 30—40 milioni di sterline a 55—65 milioni. In novembre si è cercato anche di attrarre il piccolo risparmio con l'emissione di certificati speciali di risparmio da 5 a 10 anni e di obbligazioni dello stesso genere a 7 anni, comportanti un rendimento di circa $3\frac{1}{8}\%$ e delle possibilità di rimborso anticipato; si è limitato nel contempo l'ammontare massimo che ogni risparmiatore poteva sottoscrivere. Con la fine di marzo 1940 queste emissioni avevano raggiunto i 120 milioni di sterline, una media cioè di 1 milione di sterline per giorno lavorativo.

Alla fine dell'anno il mercato si manteneva ancora liquido e non occorre pertanto ricorrere all'istituto di emissione. Durante il 1939, dapprima in aprile e su più larga scala in dicembre, si è sviluppata una nuova tecnica delle operazioni sul mercato libero. Un'iniziativa importante è stata presa dalla Banca d'Inghilterra, in contrasto colle sue consuetudini, coll'acquistare considerevoli quantità di cambiali del Tesoro prossime alla scadenza, rilevandole direttamente dalle banche affiliate alla stanza di compensazione, le quali le hanno sostituite con altre cambiali, a scadenza più lontana, acquistate sul mercato. La liquidità, alla fine del 1939, delle dieci banche primitive affiliate alla stanza di compensazione viene riprovata dal fatto che l'aumento dell'insieme dei depositi, passati nel corso dell'anno da 163 milioni a 2350 milioni di sterline, è stato coperto per oltre 80% da un corrispondente aumento di attività liquide quali il contante, il danaro giornaliero e gli effetti scontati. L'aumento dei depositi e delle attività liquide ha avuto luogo, per la quasi totalità, durante gli ultimi quattro mesi dell'anno e riflette l'accrescimento delle spese pubbliche, coperte con emissioni di cambiali del Tesoro. Il volume delle cambiali offerte all'asta è salito da 500 milioni di sterline alla metà di settembre a oltre 800 milioni nel gennaio 1940. L'aumento dei depositi presso le dieci banche affiliate alla stanza di compensazione nel 1939, è stato più grande di qualsiasi altro verificatosi successivamente al 1932, anno della sospensione del regime aureo e della grande conversione del Prestito di guerra.

Il volume crescente del danaro che si accumulava presso gli istituti di risparmio, presso le compagnie di assicurazione e presso certi Fondi speciali

che non appaiono sul bilancio ordinario dello Stato, fece tanto più risentire la propria influenza sulla borsa valori, in quanto mancarono totalmente nuove emissioni di capitale; salirono pertanto, data l'attività del mercato, le quotazioni dei titoli garantiti dallo Stato. Nella seconda metà di gennaio dell'anno in corso venne annunciata la conversione del Prestito di conversione 1940-44 $4\frac{1}{2}\%$ (gran parte del quale si trovava nel portafoglio delle banche e di altri istituti finanziari) in un prestito da 3 a 5 anni fruttante interesse di 2% ; sui 350 milioni di sterline di titoli esistenti, ne furono convertiti per 250 milioni. Per contro, non vi fu nessun appello al danaro fresco. Anzi, verso la fine di gennaio, venne posta un'interdizione temporanea sulle offerte di conversione, da parte di municipi, che implicassero sottoscrizioni in contanti. Successivamente, venne mobilitata tutta una serie di titoli americani in dollari in cambio dei quali, ai primi di marzo, i possessori ricevettero sterline. A quell'epoca, la pressione esercitata dall'abbondanza del danaro aveva spinto quasi alla pari i titoli $3\frac{1}{2}\%$ a lunga scadenza, mentre le emissioni a scadenza media davano un rendimento di circa 3% .

Il 5 marzo 1940 fu preannunciata, per il 12 dello stesso mese, l'emissione alla pari, per 300 milioni di sterline, di un Prestito di guerra 3% a 15-19 anni. Questi 300 milioni di nuovo danaro a lunga scadenza, corrispondenti approssimativamente all'aumento delle cambiali del Tesoro offerte all'asta dall'inizio della guerra, furono sufficienti a fronteggiare il fabbisogno medio di tre o quattro mesi.

Le spese complessive del Governo sono aumentate in Inghilterra da 250 milioni di sterline al trimestre, nel 1938, a 625 milioni per i primi tre mesi del 1940, e cioè da $2\frac{3}{4}$ a circa 7 milioni al giorno.

Spese statali del Regno Unito.

Trimestre	Totale *			Parte coperta mediante emissioni in base ai Defence Loans Acts		
	1938	1939	1940	1938	1939	1940
	Millioni di sterline					
Gennaio-marzo	247	298	625	65	111	166
Aprile-giugno	235	296	.	—	15	.
Luglio-settembre	238	347	.	—	65	.
Ottobre-dicembre	284	543	.	17	246	.

* Dedotte le partite di giro.

Dopo l'emissione del Prestito di guerra 3% , il Cancelliere dello scacchiere affermò che "la politica del Governo tende ad ottenere la stabilità dei tassi di interesse e ad assicurare che il rendimento dei prestiti futuri, di qualsiasi tipo, si mantenga aderente al livello dei tassi determinato dalle condizioni

del recente Prestito di conversione 2% e da quello 3% testè emesso." Il 18 marzo 1940 venne pubblicata una nuova lista di quotazioni minime per i titoli dello Stato; quella del Prestito di guerra 3½% fu portata da 88½ a 95, cioè a circa tre punti sotto il corso secco allora vigente. Il minimo del nuovo prestito 3% fu fissato a 98, corrispondente ad un rendimento massimo di 3,14% (ciò che, per l'investitore, rappresenta un rendimento inferiore a 2%, al netto dall'imposta sul reddito calcolata al tasso medio).

Protetti da rigorose disposizioni sui cambi, i mercati del danaro e dei capitali in Germania non risentono l'influenza dei movimenti internazionali di capitali; rispecchiano invece i mutamenti nella situazione interna, ed in special modo quelli che si verificano nei metodi e nell'ampiezza del finanziamento delle spese pubbliche, nonchè nella domanda di capitali da parte dell'industria e del commercio.

Fino al marzo del 1938, alle spese governative tedesche si provvide in parte con l'emissione di buoni "speciali" che non portavano il nome del Reich e che non figuravano sulle statistiche ufficiali. Poichè tali emissioni "speciali" vennero sospese a partire dal 1° aprile 1938, si può ritenere che le pubblicazioni mensili relative al debito pubblico forniscano un quadro delle entrate normali ottenute attraverso i prestiti (escluse determinate emissioni che non comportano entrate di danaro liquido, come ad esempio quelle fatte per compensare i possessori tedeschi di titoli di Stato austriaci e ceco-slovacchi).

Il Piano finanziario del marzo 1938 tendeva a fronteggiare, mediante prestiti a lunga scadenza, le spese del Reich eccedenti le normali entrate fiscali; il sistema acquistò una certa elasticità con i cosiddetti "buoni di consegna" a 6 mesi, dei quali venne autorizzata l'emissione nella misura in cui fosse assicurato il rimborso a scadenza. I prestiti a lunga scadenza comprendono le obbligazioni del Tesoro emesse sul mercato ed i cosiddetti "prestiti di liquidità", che consistono in obbligazioni a 27 anni cedute direttamente agli istituti di risparmio, alle compagnie di assicurazione e a casse di previdenza sociale, allo scopo di permettere loro l'impiego delle rispettive disponibilità liquide. Gli aumenti mensili di questi prestiti riflettono l'accumularsi dei depositi a risparmio, dei pagamenti di premi di assicurazione sulla vita ecc.

Le emissioni di "buoni di consegna" cominciarono nell'aprile del 1938, con una media mensile di 500 milioni di marchi raggiungendo, in ottobre, un totale complessivo di quasi 3 miliardi, due terzi dei quali all'incirca assorbiti dalle banche. I primi buoni venuti a scadenza furono rimborsati in novembre 1938, ma le emissioni continuarono fino all'aprile del 1939. Successivamente queste furono sospese e la circolazione dei buoni in questione cominciò a ridursi a mano a mano che essi venivano a scadenza, fino a scomparire del tutto nell'ottobre dello stesso anno. Le emissioni di cambiali del Tesoro, destinate

a costituire una delle forme principali di raccolta di fondi, cominciarono ad assumere una certa importanza alla fine del 1938.

Durante l'anno fiscale terminato nel marzo 1939, i prestiti a lunga scadenza emessi sul mercato ammontarono ad un totale di 5,4 miliardi di marchi, ai quali vanno aggiunti 1,9 miliardi di "prestiti di liquidità". In complesso, dedotti gli

Debito pubblico del Reich — Aumenti o diminuzioni (—) mensili.*

	A breve termine				A lungo termine				Certificati di imposte	Totale generale
	Reichsbank	Cambiali del Tesoro ecc.	Vari prestiti a breve termine	Totale	Rentenbank	Emissioni sul mercato	Prestiti "di liquidità"	Totale netto		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)			(9)	(10)
Millioni di marchi										
1938										
Aprile	— 60	246	—	186	—	1.337	210	1.528	—	1.714
Maggio	5	483	—	488	—	262	148	376	—	864
Giugno	— 19	502	—	483	—	367	37	289	—	772
Luglio	18	468	—	486	—	—	10	— 4	—	482
Agosto	18	506	—	524	—	—	299	299	—	823
Settembre . .	—	240	—	240	—	—	96	— 173	—	67
Ottobre . . .	— 49	186	—	137	—	1.840	55	1.784	—	1.921
Novembre . .	37	— 213	—	— 176	—	7	157	164	—	— 12
Dicembre . .	53	236	10	299	—	1.171	153	1.223	—	1.522
1939										
Gennaio . . .	—	242	20	262	—	330	362	687	—	949
Febbraio . . .	—	650	— 10	640	—	2	328	330	—	970
Marzo	— 73	714	— 20	621	—	100	58	2	—	623
Aprile	73	994	240	1.307	—	—	10	— 25	—	1.282
Maggio	—	189	365	554	—	—	144	136	669	1.359
Giugno	—	— 92	— 325	— 417	—	—	811	676	829	1.088
Luglio	454	— 215	— 281	— 42	—	—	11	11	781	750
Agosto	126	1.023	—	1.149	—	—	13	13	845	2.007
Settembre . .	— 461	1.320	—	859	400	—	229	528	905	2.292
Ottobre . . .	324	784	—	1.108	161	—	320	481	803	2.392
Novembre . .	— 243	1.791	—	1.548	58	—	404	462	—	2.010
Dicembre . .	486	1.053	—	1.539	55	—	358	312	— 161	1.690

*) E' preso in considerazione soltanto il "nuovo" debito interno, cioè quello contratto a partire dal 1924.

1) Credito effettivamente utilizzato, il cui limite massimo di 100 milioni di marchi venne abolito nel giugno del 1939.

2) Inclusi certi altri finanziamenti a breve termine, fra i quali, in particolare, i "buoni di consegna" a 6 mesi, emessi dall'aprile 1938 all'aprile 1939 e completamente rimborsati entro l'ottobre dello stesso anno.

3) Le cifre dell'aprile e del maggio 1939 si riferiscono ad una speciale anticipazione concessa dalle banche per superare la fine d'esercizio finanziario.

4) Prestito al Reich in relazione ad un'emissione di biglietti (Rentenmark) a complemento della circolazione metallica.

5) Nel 1939 non venne emesso sul mercato alcun prestito; le cifre che appaiono nel primo trimestre si riferiscono alle sottoscrizioni differite al prestito del dicembre 1938.

6) Emissioni dirette fatte allo scopo di impiegare le risorse liquide degli istituti di risparmio, delle compagnie di assicurazione, delle casse di assicurazione sociali ecc., al netto degli ammortamenti ordinari.

7) Totale dei prestiti a lunga scadenza, esclusi vari ammortamenti.

8) Utilizzati per pagamenti, secondo il Nuovo Piano Finanziario del marzo 1939. Non trattasi perciò di entrate interamente liquide, bensì di un introito supplementare generale.

ammortamenti per 800 milioni di marchi, i prestiti a lunga scadenza hanno quindi fruttato 6,5 miliardi, cioè 60% circa dei 10,7 miliardi del danaro fresco ottenuto dal mercato durante tutto il periodo in questione.

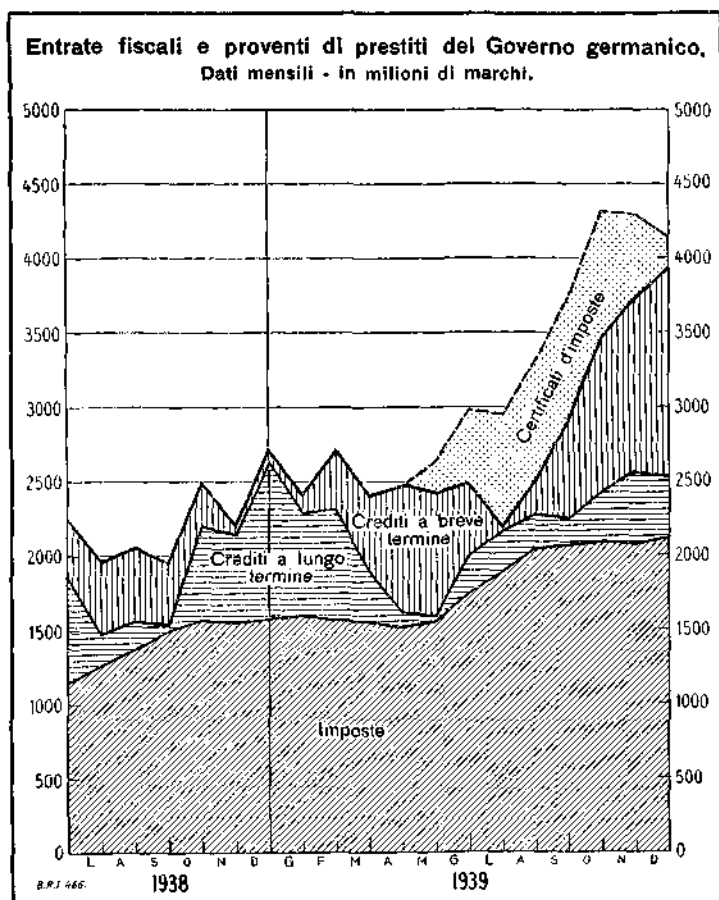
Il Piano finanziario del marzo 1939 stabiliva che fino a 40% dell'ammontare dei contratti stipulati con enti pubblici, il pagamento potesse essere fatto in parti eguali con "certificati d'imposte" a 7 e a 37 mesi, i quali, fino ad un certo limite, godevano di un legale potere liberatorio e, a scadenza, potevano, con vantaggi vari a seconda delle singole aziende, essere utilizzati per il pagamento di tasse o, alternativamente, essere conservati come investimento. Tale metodo di finanziamento dei contratti doveva sostituire l'emissione di prestiti a lungo termine. Il mercato dei capitali, il quale per anni era stato riservato ai prestiti del Reich, venne lasciato aperto, in particolar modo, alle emissioni di obbligazioni industriali.

I "certificati d'imposte" emessi a partire dal maggio 1939 ad una media mensile di 800 milioni di marchi, ammontavano, verso la fine di ottobre, a 4,8 miliardi. Risultò però difficile farli assorbire in grandi quantità dato che, benché quotati in borsa, non erano riscontabili e non potevano servire da copertura a prestiti bancari. In novembre se ne sospese pertanto l'emissione e la metà circa dei certificati a 7 mesi posti in circolazione in maggio, furono presentati in dicembre 1939 in pagamento di imposte. Con effetto dal 1° aprile 1940 si è tolta ai detti certificati la qualità di mezzi di pagamento.

Durante i nove mesi che vanno dall'aprile al dicembre del 1939, l'ammontare totale dei prestiti emessi dal Reich ha raggiunto 14,9 miliardi di marchi (compresa una somma netta di 4,7 miliardi in certificati fiscali) contro 8,2 miliardi per lo stesso periodo del 1938; sul mercato non si è avuta nessuna emissione a lunga scadenza, ma i "prestiti di liquidità" a lunga scadenza hanno dato 2,3 miliardi di marchi contro 1,2 per gli ultimi nove mesi del 1938. Per lo stesso periodo (aprile-dicembre 1939) il totale netto dei prestiti a lunga e a media scadenza, compreso quello concesso della Rentenbank per 670 milioni di marchi a complemento della circolazione metallica e i 2,4 miliardi di "certificati d'imposte" a 3 anni, ha raggiunto 5 miliardi, cioè leggermente oltre un terzo di tutto il danaro fresco raccolto dal Reich mediante prestiti. La proporzione più elevata, nel periodo in esame, dei prestiti a breve termine va principalmente attribuita all'espansione delle cambiali del Tesoro che ha avuto luogo tra l'agosto e il novembre del 1939, con una media di oltre 2 miliardi al mese. Nè vanno dimenticati gli speciali crediti temporanei (per 600 milioni di marchi) concessi dalle banche per mettere il Tesoro in grado di superare la fine del mese e che vennero utilizzati tra l'aprile e il maggio 1939. Siffatti crediti furono rimborsati tra il giugno ed il luglio allorchè l'abolizione del limite, precedentemente fissato, di 100 milioni di marchi per le anticipazioni dirette della Reichsbank, permise

di ricorrere in maggior misura a quest'ultima forma di finanziamento. Nel dicembre del 1939, le dette anticipazioni ammontavano a 785 milioni di marchi.

E' probabile che l'aumento delle spese mensili si sia mantenuto all'incirca parallelo al totale delle entrate ottenute mediante ricorso al prestito e dalle imposte. Il grafico seguente fornisce un'idea generale al riguardo; esso è basato su medie mobili di tre mesi delle spese mensili (dalle cifre trimestrali relative alle entrate fiscali, pubblicate nella prima metà del 1939, sono state ricavate cifre mensili, mediante raffronto colle statistiche mensili degli ultimi anni).



Da una media mensile di 2,7 miliardi di marchi durante la prima metà del 1939, il complesso delle entrate del Reich sale a 3,75 miliardi in agosto e a 5 miliardi in settembre per declinare poi nei mesi successivi. Nei cinque mesi che vanno dall'agosto al dicembre 1939 e durante i quali largo fu il ricorso al credito, sembra che le entrate fiscali abbiano concorso alla copertura delle spese per metà del totale.

Oltre a subire l'influenza esercitata normalmente dai pagamenti trimestrali

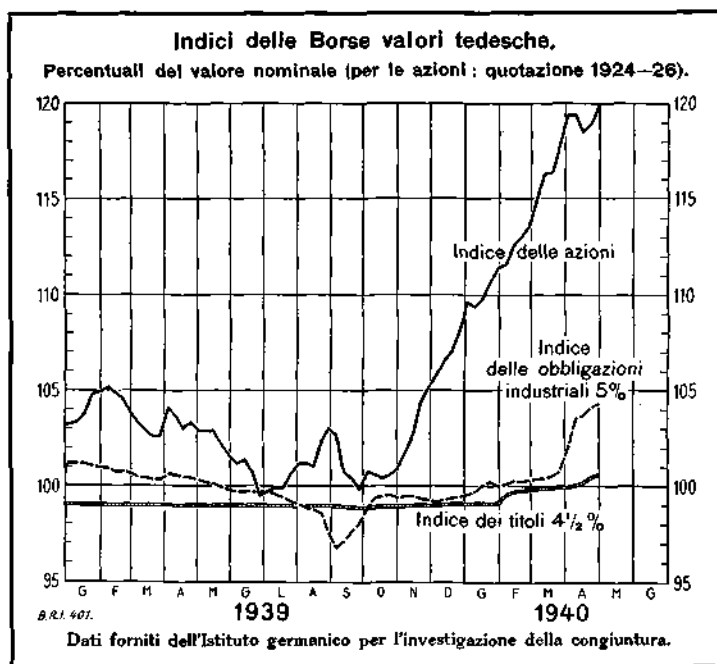
delle imposte dirette, le fasi attraverso le quali passarono i mercati si risentirono fortemente sia delle variazioni di metodo apportate al finanziamento del bilancio sia, per l'ultima parte dell'anno, dell'aumentato ricorso che lo Stato fece al credito. Nel 1938, l'emissione dei "buoni di consegna" non riscontabili aveva in una certa misura immobilizzato le banche in un momento in cui esse, per la prima volta da alcuni anni, si trovavano esposte alla domanda di nuove anticipazioni; ma nei primi mesi del 1939 l'emissione di cambiali del Tesoro riscontabili restituì elasticità al mercato ed il saggio privato di sconto, ribassato di $\frac{1}{8}$ il

2 maggio, passò a $2\frac{3}{4}\%$. Il nuovo modo di finanziamento introdotto dal maggio in poi col sistema dei certificati d'imposte, ebbe però per effetto di accollare alle aziende industriali il compito di cercare i fondi per far fronte alle ordinazioni statali e stimolò di conseguenza la domanda di anticipazioni alle banche, arrestando al contempo l'espansione dei depositi. A queste difficoltà venne ad aggiungersi, allo scoppio della guerra, la domanda di biglietti, che portò la circolazione della Reichsbank, il 7 settembre, a 10.970 milioni di marchi, contro 8.710 milioni due settimane prima. Questa situazione, che si protrasse fino

all'ottobre, ebbe influenza anche sul mercato delle obbligazioni e su quello delle azioni.

I prezzi delle obbligazioni industriali scesero ai primi di settembre al loro livello più basso mentre la Reichsbank, per sostenere i corsi dei titoli di Stato, ne acquistava per 100 milioni di marchi in agosto, per 400 milioni in settembre e per altri 100 milioni in ottobre.

I buoni del Tesoro te-



desco $4\frac{1}{2}\%$ vennero mantenuti rigidamente di poco sotto alla pari, ma i certificati d'imposte a tre anni scesero ad un punto tale che il loro rendimento passò ad oltre 6 per cento.

Le condizioni cambiarono rapidamente in novembre con l'adozione di una nuova politica di espansione creditizia. I certificati d'imposte cessarono di essere utilizzati; crebbe per contro l'emissione di cambiali del Tesoro riscontabili e venne nuovamente ridotto di $\frac{1}{8}$ il tasso privato di sconto, che passò a $2\frac{5}{8}\%$, mentre la Reichsbank, per soddisfare la crescente domanda del mercato obbligazionario, vendeva titoli, per 440 milioni di marchi, da essa precedentemente acquistati. La Banca di Stato prussiana (Seehandlung) adempì ad una funzione analoga sul mercato azionario col vendere azioni che erano state cedute al Reich in pagamento della tassa sugli ebrei imposta nel novembre del 1938 e che essa deteneva in portafoglio per conto del Governo.

L'emissione di cambiali del Tesoro è divenuto il modo principale di finanziamento adottato dallo Stato ed una crescente liquidità ha caratterizzato fino ad oggi la situazione del mercato. Sono aumentati rapidamente i depositi presso le banche, mentre il tasso privato dello sconto sottostava a due ulteriori riduzioni che lo hanno portato a $2\frac{3}{8}\%$. In gennaio la Reichsbank si trovava ad aver venduto complessivamente, dall'ultima settimana di ottobre in poi, titoli per oltre 1 miliardo di marchi; in febbraio le quotazioni di listino delle obbligazioni del Reich raggiunsero la pari; nel marzo 1940, al fine di soddisfare la viva domanda d'investimenti, è stata emessa sul mercato, al prezzo di 99, una nuova serie di Certificati del Tesoro tedesco 4% a 5 anni circa; nell'aprile 1940, infine, il prezzo di emissione di quest'ultimi fu portato a $99\frac{1}{4}$ ed in maggio il corso di essi raggiunse la pari.

Per quanto si fosse dichiarato essere intenzione delle autorità finanziarie di aprire, nel 1939, il mercato dei capitali alle obbligazioni industriali, le condizioni dei primi dieci mesi dell'anno non risultarono propizie per nuovi prestiti. Fu soltanto a partire da novembre che il mercato cominciò a presentare un ambiente favorevole per le emissioni industriali. Il primo prestito di una certa importanza fu l'emissione, da parte della Compagnia delle ferrovie tedesche, di certificati $4\frac{1}{2}\%$ 1945-49 per mezzo miliardo di marchi, di cui 300 milioni furono offerti al pubblico ai primi di novembre 1939 a $98\frac{3}{4}$. Il successo che ne risultò incoraggiò all'emissione di numerose altre obbligazioni industriali. A parte il prestito suddetto, queste raggiunsero, per l'ultimo trimestre del 1939, 130 milioni di marchi; in gennaio, febbraio e marzo 1940 i totali emessi ammontarono rispettivamente a 182, 83 e 133 milioni e l'ammontare complessivo per tutto l'anno, dall'aprile 1939 al marzo 1940, ascende ad oltre 900 milioni. Si giudicherà meglio l'importanza di queste cifre ove si ricordi che, nel 1938, le emissioni di obbligazioni industriali erano riuscite appena a superare i 100 milioni di marchi. Nel maggio del 1940 lo Stato prussiano emise per mezzo miliardo di obbligazioni 4% , collocandone sul mercato a $99\frac{3}{4}$ per 250 milioni di marchi (il resto servì a consolidare titoli a breve e media scadenza).

La liquidità del mercato monetario si mantenne anche nella primavera del 1940 ed il 9 aprile la Reichsbank abbassò il saggio ufficiale di sconto — che da otto anni era rimasto invariato — da 4 a $3\frac{1}{2}\%$. A commento di questa riduzione il Presidente della Reichsbank, nella sua relazione all'Assemblea generale annuale, avvertì dovere essa venire considerata soltanto come un primo passo verso una politica di danaro a buon mercato intesa ad alleggerire, in primo luogo, il peso sostenuto dal Reich per il finanziamento della guerra e, a suo tempo, l'economia generale del paese. Più tardi, nel corso dello stesso mese, il Comitato centrale del credito, nel quale sono rappresentati i vari gruppi delle aziende di credito del Reich, preannunciava una riduzione generale dei tassi di interesse a far

tempo dal 1° maggio 1940. Infatti si diminuì, da una parte, il saggio delle anticipazioni da 5 a 4½% mentre, d'altra parte, si abbassò di ½% il tasso d'interesse sui depositi a risparmio ordinari e di ¾% quello sui depositi a risparmio a più lunga scadenza; i detti tassi rimasero pertanto fissati rispettivamente a 2½ e a 3¼%.

In Italia i tassi d'interesse del mercato monetario e di quello dei capitali hanno manifestato durante tutto l'anno una grande stabilità. Il saggio ufficiale di sconto, invariato dal maggio 1936, si è mantenuto a 4½%, mentre il tasso del danaro a lunga scadenza, che accennava a tendersi leggermente nei primi mesi del 1939, tornò ad abbassarsi verso la fine dell'anno. Cosicché, il rendimento percentuale della rendita 5% 1935, che si era aggirato intorno ad una media di 5,4 nel 1937 e di 5,5 nel 1938, salì a 5,6 nell'aprile e nel maggio del 1939 per scendere successivamente, specie dopo l'agosto, e raggiungere, nel dicembre 1939, a 5,3% il livello più basso degli ultimi anni. Alla tendenza più sostenuta del mercato obbligazionario, quale risulta da questi rendimenti, fa riscontro molta vivacità sul mercato delle azioni, con quotazioni in rialzo, specie durante l'ultimo trimestre; di modo che l'indice generale del corso delle azioni è pervenuto, nel dicembre 1939, ad un livello di circa 40% superiore a quello

Depositi a risparmio in Italia.

Fine d'anno	Aziende di credito	Cassa di risparmio postale	Totale
	Milioni di lire		
1938	59.672	29.236	88.908
1939*	66.518	30.647	97.165

* Cifre provvisorie.

del dicembre precedente, mentre il tasso medio di rendimento si è abbassato a circa 4% e, per taluni titoli principali, financo a 2%. I depositi nelle casse di risparmio e nelle aziende di credito sono aumentati considerevolmente durante l'ultima parte dell'anno.

Anche il capitale complessivo delle società italiane per azioni risulta aumentato, sebbene in misura minore rispetto al 1938, anno durante il quale vi furono

Capitali complessivi delle società italiane per azioni.

Anno	Costituzione di nuove società	Aumenti di capitale	Riduzioni di capitale	Liquidazioni di società	Netto aumento (+) o riduzione (-) di capitale	Capitali complessivi alla fine dell'anno
	Milioni di lire					
1934	414	3.134	3.664	3.347	- 3.463	44.320
1935	311	2.787	1.811	1.512	- 225	44.095
1936	354	3.608	1.327	925	+ 710	44.805
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890	47.695
1938	341	6.568	545	929	+ 5.434	53.129
1939*	500	4.300	1.000	700	+ 3.100	56.300

* cifre arrotondate.

delle emissioni eccezionali di azioni a titolo gratuito, in relazione con l'imposta di 10% sul capitale delle società per azioni.

I sopraccennati rialzi sul mercato delle obbligazioni e delle azioni hanno favorito talune importanti emissioni: è da menzionare, in modo particolare, l'emissione di azioni per 900 milioni di lire da parte della Finsider (società finanziaria che controlla principalmente quattro grandi compagnie dei settori minerario, metallurgico, meccanico ed elettrico) la quale in tal modo ha portato il suo capitale sociale a 1800 milioni di lire. L'operazione più importante però è stata effettuata dallo Stato il quale, al fine di coprire il disavanzo previsto in 6 miliardi di lire per l'esercizio finanziario 1939-40 e allo scopo di provvedere al rimborso dei buoni del Tesoro che venivano a scadenza, ha emesso verso la metà di febbraio 1940, a 97,50, una nuova categoria di buoni novennali a premio, fruttanti l'interesse del 5%. Le sottoscrizioni hanno raggiunto la cifra di circa 16 miliardi di lire, con un apporto di danaro fresco per circa 10,5 miliardi, che ha permesso al Tesoro di rimborsare alla Banca d'Italia una parte delle anticipazioni ottenute per fronteggiare le spese inerenti alla difesa nazionale.

Dopo la svalutazione del franco svizzero nell'autunno del 1936, i tassi d'interesse in Svizzera cominciarono a declinare ed un regime del danaro a buon mercato riuscì ad instaurarsi nel 1938, allorchè il rendimento medio dei 12 tipi di obbligazioni federali e ferroviarie scese al disotto di 3%. Nello stesso anno, la voce "altri debiti a vista" che figura nella situazione della Banca nazionale e che rappresenta in massima parte le riserve liquide delle banche commerciali, salì a circa 2 miliardi di franchi svizzeri; per apprezzare maggiormente l'entità di queste riserve basta metterle a raffronto con la circolazione dei biglietti, che a quell'epoca si aggirava intorno ad un miliardo e mezzo.

Nel 1939 le variazioni dei tassi di interesse a breve termine furono minime; il saggio ufficiale dello sconto rimase invariato al livello di 1½% al quale si trovava dal novembre del 1936, mentre quello privato passava, in settembre, soltanto da 1 a 1¼%. Nel 1938 la Confederazione aveva cominciato a ricorrere al credito della Banca nazionale contro rilascio di mandati ("Reskriptionen") rimborsati poi nel maggio del 1939 con il prodotto dell'emissione di certificati del Tesoro a 2-3 anni, che il Governo riuscì a collocare presso le banche commerciali, per un ammontare di 120 milioni di franchi, a tassi vari tra 2¾% e 3%. Come conseguenza di questa operazione ed a seguito dell'efflusso di fondi che ebbe luogo dalla Svizzera durante la prima metà dell'anno, la voce "altri debiti a vista" della situazione della Banca nazionale scese da 1,7 miliardi di franchi all'inizio del 1939 a 1,1 miliardi alla fine di giugno. Come già accennato, la tensione del mercato allo scoppiare della guerra fu molto lieve; l'espansione della circolazione

di biglietti, che si aggirò sui 300 milioni di franchi, venne completamente coperta dai prelevamenti effettuati dalle banche sulle proprie riserve liquide presso la Banca nazionale; conseguentemente, le riserve si ridussero a 800 milioni di franchi, cioè ad una cifra minore della metà di quella del 1938, ma ancora abbastanza elevata se messa in raffronto con quella di altri anni precedenti.

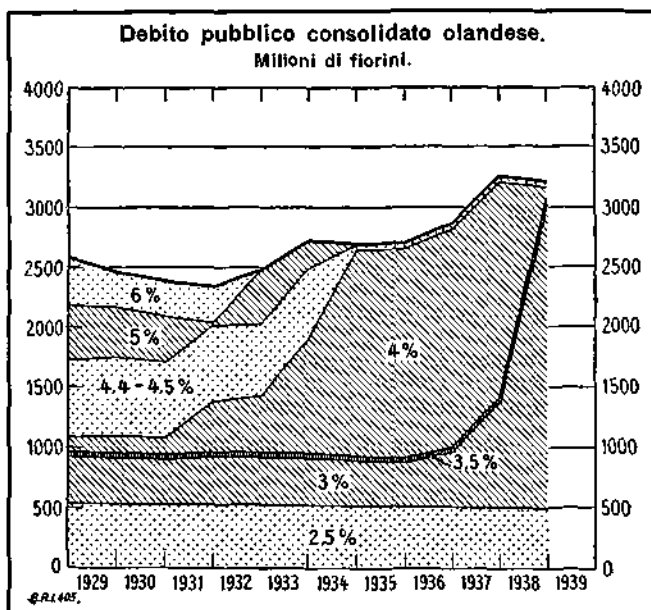
Per quanto il ricorso allo sconto presso l'Istituto di emissione, in settembre, sia stato di poco conto, il Presidente della Banca nazionale, nel discorso tenuto all'Assemblea generale della banca nel marzo 1940, precisò che l'aiuto fornito dall'istituto al mercato non andava giudicato soltanto alla luce delle cifre risultanti dalla situazione del bilancio; un sostegno indiretto, difatti, era stato fornito dalla promessa di scontare o di concedere anticipazioni su titoli in determinati casi e ove la necessità si fosse presentata; in tal modo, come già si era fatto in passato, si veniva a garantire al mercato una certa liquidità in caso di bisogno.

Nell'ottobre del 1939, la Confederazione accolse l'offerta delle banche di acquistare obbligazioni del Tesoro per 200 milioni di franchi svizzeri, di cui 60 milioni a $2\frac{3}{4}\%$ rimborsabili dopo un anno, 80 milioni a $3\frac{1}{4}\%$ rimborsabili dopo 2 anni, e 60 milioni a $3\frac{1}{2}\%$ rimborsabili dopo 3 anni. Il mercato del danaro si mantenne, in sostanza, abbastanza liquido, in ispecie dopo la fine dell'anno allorchè si determinò un considerevole riflusso di biglietti di banca. Alla fine di marzo del 1940 la voce "altri debiti a vista" figurava sulla situazione della Banca nazionale per 700 milioni di franchi, a fianco di una circolazione di biglietti per 2 miliardi.

Il mutamento di condizioni verificatosi nel 1939 si è risentito maggiormente sul mercato del danaro a lunga scadenza che non su quello a breve. Il rendimento medio dei 12 tipi di obbligazioni federali e ferroviarie salì da 3 a $3\frac{1}{2}\%$ durante la primavera del 1939, per finire l'anno a $4\frac{1}{4}$, dopo un massimo di $4\frac{1}{2}$ nell'autunno. La Confederazione, la quale già prima della guerra aveva rimborsato completamente il suo debito verso la Banca nazionale, tornò a ricorrere a nuovi prestiti presso quest'ultima, contro mandati, fino a raggiungere, all'inizio del marzo 1940, la cifra di circa 200 milioni di franchi, compresi i prestiti delle ferrovie federali. Al principio dello stesso mese, per coprire parte delle spese di mobilitazione, venne lanciato, a 99,4, un prestito per la difesa nazionale a 10 anni per 200 milioni di franchi, fruttante interesse a $3\frac{1}{2}\%$ per i primi 4 anni e a 4% per i seguenti. In seguito all'emissione di questo prestito, i mandati che la Confederazione aveva collocati presso la Banca nazionale vennero rimborsati. Il costo della mobilitazione e d'altre occorrenze militari straordinarie, valutato a circa 2,5 miliardi di franchi svizzeri dall'inizio della guerra al giugno 1940, è stato coperto parzialmente dal provento di nuove imposte e mediante l'aumento dell'aliquota di alcune vecchie tasse straordinarie.

In Svizzera, l'aumento del tasso dell'interesse a lunga scadenza assume particolare importanza. In primo luogo le risorse delle banche vengono alimentate in misura ragguardevole mediante l'emissione di buoni di cassa da 3 a 5 anni che assumono l'aspetto di depositi a scadenza fissa. Qualsiasi cambiamento di tasso su queste obbligazioni deve essere sottoposto all'approvazione della Banca nazionale, la quale non ha tuttavia il diritto di veto. Nel corso del 1939 furono avanzate al riguardo parecchie richieste di aumento e, falliti i tentativi di evitarlo coll'offrire altre attrattive ai portatori (anticipando, ad esempio, la scadenza) si dovette accedere al desiderio dei richiedenti e portare il tasso a 4%, cioè a circa un punto al disopra del livello dell'anno precedente. In secondo luogo, l'alto volume dell'indebitamento ipotecario del paese fa sì che il tasso applicato a questo genere di prestiti costituisca un importante fattore dell'economia svizzera. Durante l'anno anche questo tasso salì da 3% a circa 3³/₄%.

In Olanda i tassi di interesse a lunga e a breve scadenza non fecero che scendere, salvo brevi interruzioni, dal 1932 in poi; la tendenza verso il danaro a buon mercato si trovò intensificata dopo la svalutazione del fiorino nel 1936 e arrivò, come in Svizzera, all'apice nel 1938, allorchè il totale dei depositi presso la Banca neerlandese, buon indice della liquidità del mercato, raggiunse il miliardo di fiorini, sorpassando il volume della circolazione dei biglietti. Il tasso ufficiale di sconto si mantenne sul livello di 2%, rimasto immutato dalla fine del 1936, ma il saggio privato continuò a retrocedere fino a raggiungere, nel 1938, una media di soltanto 0,2%; alla stessa epoca il tasso dei riporti mensili alla borsa valori era di 0,5% ed il rendimento dei titoli irredimibili dello



Stato si manteneva esattamente a 3%. Il grafico mostra come questo periodo di danaro a eccezionale buon mercato sia stato utilizzato dal Governo per ridurre l'interesse corrisposto sul debito consolidato. Mentre, nel 1929, 60% del debito irredimibile fruttava interesse a 4,4% e più, alla fine del 1938 la quasi totalità di questo debito era stata convertita sulla base di 3%.

Il mercato monetario si mantenne calmo durante i primi sette mesi del 1939, ad eccezione di qualche lieve tensione nel marzo e nell'aprile, che portò il tasso privato a $1\frac{3}{4}\%$, vicino pertanto a quello ufficiale. Nello stesso tempo però si verificò una certa uscita di capitali, le cui ripercussioni si trovano chiaramente riflesse nella graduale diminuzione accusata dalla voce "altri depositi" della situazione della Banca neerlandese (composta principalmente delle riserve liquide delle banche commerciali) la quale passò da oltre 600 milioni di fiorini all'inizio dell'anno a circa 350 milioni in luglio, mentre il rendimento della rendita perpetua saliva lentamente a $3\frac{1}{2}\%$.

L'11 agosto, il fallimento della banca Mendelssohn, che aveva larghe ramificazioni in Olanda ed in altri paesi, apportò un duro colpo ai mercati. Il 29 agosto, la Banca neerlandese reagì alla rarefazione del danaro rialzando il saggio ufficiale da 2 a 3%. Il fallimento della Mendelssohn e lo scoppio della guerra esercitarono una certa pressione sulla Banca centrale la cui emissione di biglietti raggiunse, il 4 settembre, il livello più elevato con 1,2 miliardi di fiorini, ciò che significa un aumento di quasi 200 milioni in due settimane; nello stesso tempo gli "altri depositi" si contraevano di 80 milioni di fiorini scendendo a 300 milioni, mentre l'insieme degli sconti e delle anticipazioni si gonfiava di circa 100 milioni. Le settimane successive apportarono una certa distensione; il tasso ufficiale rimase a 3%, ma quello privato si abbassò da 3 a poco sopra 2%.

L'importanza dei prestiti per i riporti è diminuita considerevolmente in questi ultimi anni, per quanto queste operazioni costituiscano tuttora una caratteristica del mercato di Amsterdam. Alla fine di agosto e ai primi di settembre il tasso per questi prestiti salì bruscamente a oltre 4%, contro $\frac{1}{2}\%$ durante il primo trimestre dello stesso anno. Non sorsero però difficoltà: di fatti, si stima che il loro ammontare totale non fu che di soli 50 milioni di fiorini contro 325 milioni nel 1914; d'altra parte, nel settembre 1939, il rialzo della borsa fu tale, ad Amsterdam come a Nuova York, che questi prestiti trovarono facilmente copertura.

Nel frattempo, il Tesoro era venuto a trovarsi in strettezze. Durante i primi sette mesi dell'anno le banche si erano alleggerite delle obbligazioni di Stato venute a scadenza, cosicchè questo portafoglio era sceso da 220 milioni di fiorini alla fine di dicembre 1938 a 155 milioni alla fine di luglio 1939. In maggio il Tesoro cominciò a emettere cambiali, ma in agosto, esaurite le sue disponibilità, si vide costretto a ricorrere alla Banca neerlandese.

Il costo della mobilitazione, calcolato a 1,7 milioni di fiorini al giorno, insieme con altre uscite di carattere eccezionale, fece salire bruscamente il totale delle spese governative, alle quali sembra si sia provveduto per circa 50% con il provento delle imposte. Al disavanzo si fece fronte in gran parte con emissioni di

Posizione del Tesoro olandese.

Fine mese	Disponibilità liquide: deposito presso la Banca neerlandese	Danaro a breve termine preso a prestito							In totale	
		dalla Banca neerlandese			dal mercato					
		anticipazioni e scoperti	controcambiali del Tesoro	totale	obbligazioni del Tesoro	cambiali del Tesoro	prestiti alla giornata	totale		
Millioni di fiorini										
1939 luglio	46	—	—	—	155	64	—	219	219	
agosto	—	13	23	46	135	75	5	215	261	
settembre	—	11	51	62	123	135	5	263	325	
ottobre	—	19	9	28	109	223	5	337	365	
novembre	—	18	68	86	100	275	10	385	471	
dicembre	—	7	76	83	99	327	10	436	519	
1940 gennaio	—	17	16	33	79	383	10	472	505	
febbraio	—	7	36	43	79	388	70	537	580	
marzo*	18	—	—	—	79	368	—	447	447	

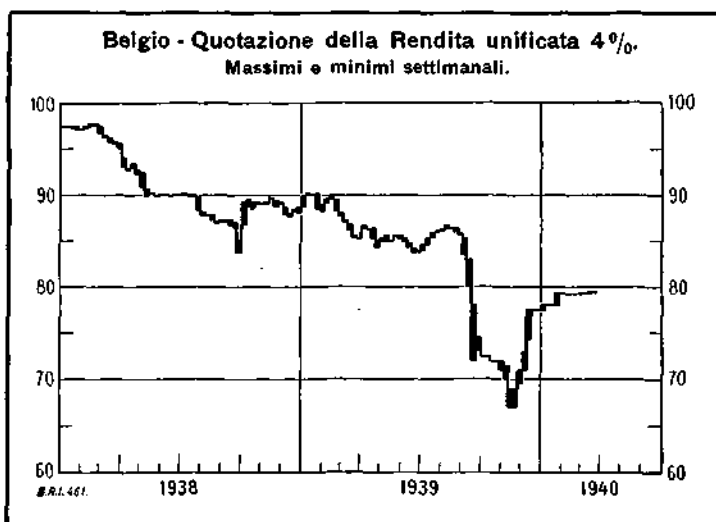
* 21 marzo.

cambiali del Tesoro che trovarono facile collocamento presso le banche, specie dopo il settembre quando esse, liquidati i loro averi in sterline, vennero a disporre d'ampi fondi liquidi. Per consolidare una parte del debito fluttuante, venne emesso in dicembre un prestito per 300 milioni di fiorini, a 40 anni, fruttante interesse a 4%. Tuttavia, per quanto dal settembre in poi i tassi di mercato del danaro a breve termine siano discesi, quelli a lunga scadenza hanno continuato a salire, tra il luglio e il dicembre, da 3½ a circa 4¼%. Di conseguenza, il suddetto prestito 4% fruttava un interesse leggermente inferiore a quello prevalente sul mercato; d'altro lato, il fatto di poter utilizzare questi titoli alla pari per il pagamento di talune imposte dirette veniva ad abbreviarne considerevolmente la scadenza; cionondimeno, l'ammontare sottoscritto dal pubblico non raggiunse i 100 milioni di fiorini.

Nel febbraio 1940 venne emesso un secondo prestito alle stesse condizioni e per lo stesso ammontare, con l'esclusione però della facoltà di utilizzare i nuovi titoli per il pagamento di imposte. Inoltre, conformemente al metodo già adottato durante la guerra del 1914-18 per i prestiti statali, la legge che autorizzò questa nuova emissione stabilì che, ove non fosse stata sottoscritta volontariamente, essa sarebbe stata sostituita da un prestito forzoso a 3%. Pieno successo coronò questa volta l'emissione che venne sottoscritta interamente dal pubblico. La quotazione di questo nuovo prestito si iniziò a 96¼ per scendere poi alla fine del marzo 1940 a 93½, corso corrispondente ad un rendimento di 4½%, mentre il prestito emesso in dicembre rimaneva a 99¼. A questa epoca però il mercato monetario aveva accresciuto le sue disponibilità e quotava 2½% per i riporti e soltanto 1% per lo sconto privato.

La nuova valutazione delle riserve auree della Banca neerlandese, effettuata alla fine del marzo 1940, procurò allo Stato un profitto di 132 milioni di fiorini, versato al Fondo per il Prestito, al quale si attinse per fronteggiare parte delle spese di mobilitazione.

In Belgio i mercati del danaro e dei capitali attraversarono, nel corso del 1939, vicende movimentate tra le quali l'efflusso di capitali nella primavera; le continue diminuzioni dei depositi presso le banche commerciali e i fallimenti nell'autunno; infine, i finanziamenti straordinari occorrenti al Governo ed il forte ribasso della rendita.



Nel marzo e nell'aprile del 1939, si è riprodotta, con minore intensità, la crisi del mercato dei cambi del maggio 1938, durante la quale la Banca nazionale del Belgio aveva perduto oro per 4 miliardi di franchi belga e aveva dovuto alzare il tasso ufficiale dello sconto da 2 a 4%: nei detti due mesi,

la Banca perdette oro per 4,4 miliardi di franchi belga; le banche prelevarono circa 2 miliardi sulle loro disponibilità liquide presso l'istituto di emissione, il quale concesse loro anche sconti e anticipazioni per 2650 milioni, cifra che copre anche un aumento di 250 milioni nella circolazione dei biglietti. Il tasso ufficiale che nell'ottobre 1938 era stato ridotto a 2½%, fu rialzato, il 17 aprile, a 4%. Il riflusso di capitali determinatosi nei mesi seguenti e a seguito del quale le riserve della Banca nazionale salirono in agosto al più alto livello raggiunto dopo il febbraio 1938, permise, l'11 maggio e il 6 luglio, due riduzioni successive del tasso ufficiale, rispettivamente a 3 e a 2½%. A quest'epoca la Banca nazionale introdusse due nuove facilitazioni creditizie: lo sconto, ad 1% al disotto del tasso ufficiale (1½%) di cambiali del commercio d'esportazione e le "anticipazioni in conto corrente" (scoperti) al tasso ufficiale (2½%) su titoli di Stato con scadenza a meno di 120 giorni — compresi, pertanto, i certificati del Tesoro.

Tuttavia le banche non riuscirono a recuperare tutta la loro antica liquidità, le loro disponibilità liquide presso la Banca nazionale aggirandosi, in luglio ed in agosto, intorno a 1,2 miliardi di franchi belga contro 2,5 miliardi nel gennaio

Depositi presso le banche belga.

Fine mese	Depositi		Circolazione di biglietti
	Banche commerciali	Casse di risparmio*	
	Milioni di franchi belga		
1936 dicembre .	23.570	11.456	22.702
1937 " .	21.971	12.489	21.542
1938 " .	18.085	12.671	21.989
1939 marzo . . .	17.228	12.567	21.619
giugno . .	16.811	12.338	22.212
settembre .	15.772	11.795	27.006
dicembre .	14.494	11.958	27.994

* Le cifre del dicembre comprendono l'interesse maturato.

ritiro di capitali esteri dal paese, accompagnato dall'esodo di capitale belga, sebbene in misura relativamente modesta. Un altro fattore di depressione nel corso del 1939 fu il continuo ribasso, fino al novembre, della rendita "unificata" 4%.

Il fallimento della banca Mendelssohn ad Amsterdam precipitò, in novembre, la chiusura della Cassa generale di riporti e depositi di Brusselle e, in dicembre, quella del Credito di Anversa. La prima poté essere riorganizzata senza perdite per i depositanti grazie ad un consorzio bancario, ma il secondo dovette venire liquidato; i depositanti ricevettero 75% dei propri crediti fino a 10.000 franchi belga e 25% per l'eccedenza. L'Istituto di sconto e di garanzia, costituito nel 1935 allo scopo di concedere crediti alle banche contro valori che per la loro natura non potessero essere dati in garanzia alla Banca nazionale, venne chiamato ad accordare dei crediti straordinari per casi di necessità, i quali, alla fine del 1939, ammontavano a 568 milioni di franchi belga. Tuttavia, il totale dei depositi detenuti presso le banche pericolanti costituiva soltanto 3 $\frac{1}{2}$ % di tutti i depositi bancari.

Nell'agosto del 1939, le facoltà che la Banca nazionale aveva già per operare sul "mercato libero" furono estese oltre i limiti prescritti nel 1937; il massimo delle operazioni consentite fu elevato da 1,5 miliardi a 5 miliardi, aumentato ulteriormente di 686 milioni alla fine del 1939 mediante l'ammortamento di titoli di cui l'istituto era in possesso in base a leggi precedenti. Alle spese per la mobilitazione ed altre occorrenze militari straordinarie, stimate complessivamente a circa 6 miliardi di franchi belga all'anno, fu provveduto principalmente con l'emissione di certificati del Tesoro a breve termine, collocati in maggioranza presso la Banca nazionale, il cui portafoglio titoli di Stato si accrebbe nella misura indicata nella tabella seguente.

e nel febbraio 1939 e 4 miliardi all'inizio del 1938.

Tre sembrano essere state le ragioni della diminuzione dei depositi presso le banche commerciali in questi ultimi anni: lo spostamento dei depositi verso le casse di risparmio per l'attrazione esercitata dall'interesse più alto che queste ultime offrono; il tesoreggiamento di biglietti di banca e, infine, il

Banca nazionale del Belgio
Portafoglio titoli di Stato.

Fine mese	A breve termine	A lungo termine	Totale
	Milioni di franchi belga		
1938 dicembre . .	25	603	628
1939 marzo	211	622	833
giugno	225	660	885
settembre . . .	414	1.132	1.546
dicembre . . .	3.740	862	4.602

Alla fine del dicembre 1939, sul totale di 4430 milioni di franchi belga di debito pubblico interno a breve termine, la Banca nazionale ne deteneva per 3740 milioni.

Come lo mostra un grafico precedente, la rendita 4% cedette forte-

mente, specie nel settembre 1939, per scendere in novembre al disotto di 70; risalì poi a 77½ alla fine dell'anno ed a quasi 80 durante il primo trimestre del 1940. In agosto ed in settembre, la Banca nazionale acquistò titoli a lunga scadenza; tuttavia, verso la fine di dicembre, questo investimento si trovò diminuito di circa 270 milioni di franchi belga. Nel settembre del 1939, il Ministro delle finanze fu autorizzato a procedere alla liquidazione del Fondo rendite costituito nel 1935; la riserva aurea di quest'ultimo, formata con il provento della nuova valutazione dell'attivo della Banca nazionale e ammontante in origine a 1 miliardo di franchi, era stata venduta verso la metà del 1938 all'istituto di emissione, il ricavo in franchi venendo investito interamente in rendite.

Il ritorno della fiducia dopo il novembre del 1939 e la grande eccedenza attiva della bilancia commerciale, che aveva portato ad un rafforzamento delle riserve auree della Banca nazionale, ebbero un effetto favorevole sul mercato monetario e su quello dei capitali. Il tasso ufficiale di sconto venne abbassato, il 25 gennaio 1940, a 2%. A partire dal 31 gennaio 1940 il Governo belga emise un "Prestito dell'indipendenza" sotto forma di cambiali del Tesoro al portatore a 4, 8 e 12 mesi sotto sconti corrispondenti a tassi d'interesse di 2,4; 2,7 e 3% rispettivamente. Nei tre mesi dal febbraio all'aprile 1940 le sottoscrizioni a questo prestito oltrepassarono i 2 miliardi di franchi belga.

Nei paesi nordici il passaggio dalla pace alla guerra comportò, per il mercato monetario e per quello dei capitali, cambiamenti più bruschi che in qualsiasi altro paese. La banca centrale in Svezia venne assoggettata ad una triplice pressione: da parte delle banche, che dovettero far fronte alla domanda di danaro liquido per conto del pubblico; da parte del Tesoro, esposto a spese straordinarie ed infine da parte dell'estero, per effetto del ritiro dei capitali stranieri. Occorre inoltre aggiungere l'aumentata eccedenza delle importazioni e le mutate condizioni del commercio estero, che esige ora una più elevata proporzione di pagamenti a contanti in valuta estera.

Queste condizioni rappresentano un netto distacco dalle consuetudini degli ultimi anni. Nel decennio tra il 1920 e il 1929, il sistema bancario svedese non conosceva riserve inutilizzate: il totale dei crediti concessi alla clientela superava

i depositi di un ammontare all'incirca eguale all'insieme del capitale delle banche (intorno a 800 milioni di corone) mentre le riserve liquide erano ridotte al minimo e dipendevano dalle facilitazioni di sconto presso la Riksbank, la quale in tal modo controllava rigidamente il mercato. Durante il periodo della grande depressione, il volume dei crediti bancari si contrasse, mentre all'incirca invariato rimaneva quello dei depositi; per contro, la ripresa manifestatasi dopo il 1930 fu caratterizzata da un aumento più rapido di quest'ultimi che non dei primi, per effetto dell'afflusso di oro e di divise estere. Ne risultò, per le banche, un'accumulazione di larghe disponibilità liquide, ciò che rese superfluo il ricorso alla Riksbank; nel 1937, alla tradizionale eccedenza dei crediti sui depositi fece seguito, per la prima volta nella storia bancaria svedese, un fenomeno opposto. Nel 1938 e durante i primi nove mesi del 1939, depositi e crediti bancari si mantennero all'incirca allo stesso livello, con delle riserve liquide elevate, sebbene alquanto al disotto delle cifre eccezionali raggiunte nel 1937.

Lo scoppio delle ostilità sul continente e più tardi in Finlandia opporò un rapido cambiamento. A seguito della necessità di accumulare delle riserve, dell'aumentato volume del commercio interno, dell'intensificarsi delle importazioni e della minor durata accordata ai crediti commerciali, il tutto accompagnato dalla fuga dei capitali esteri e dal desiderio generale di mantenere riserve liquide, le banche si videro costrette ad aumentare i propri crediti alla clientela mentre il ritiro dei depositi assumeva vaste proporzioni. La tabella qui accanto riassume i

Banche commerciali svedesi.

Fine mese	Agosto 1939	Marzo 1940	Variazioni nei sette mesi
	Milioni di corone svedesi		
Depositi . . .	4.717	4.391	- 326
Crediti . . .	4.618	4.966	+ 348

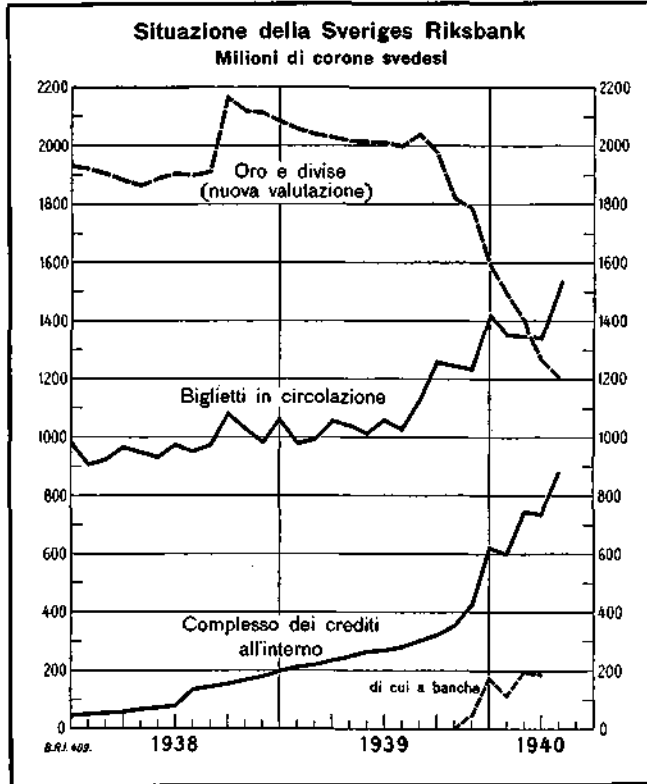
Situazione della Sveriges Riksbank.

Fine mese	Agosto 1939	Marzo 1940	Variazioni nei sette mesi
	Milioni di corone svedesi		
Depositi pubblici	388	138	- 250
Altri depositi .	437	95	- 342
Totale dei depositi	825	233	- 592
Risconti . . .	—	188	+ 188
Altri crediti . .	257	550	+ 293
Totale dei crediti	257	738	+ 481
Oro e divise . .	2.037	1.332	- 705
Circolazione dei biglietti .	1.126	1.342	+ 216

cambiamenti verificatisi nella situazione delle banche commerciali svedesi dall'agosto 1939 al marzo 1940.

L'aumento dei crediti che, sommato alla diminuzione dei depositi, raggiunge un totale di 674 milioni di corone, dà un'idea della pressione alla quale furono sottoposte le banche. Quale risultato si ebbe, nel marzo 1940, un'eccedenza dei crediti sui depositi per 575 milioni di corone, l'utilizzo quasi completo delle riserve liquide delle banche ed il sconto, presso la Riksbank, di effetti per quasi 200 milioni di corone.

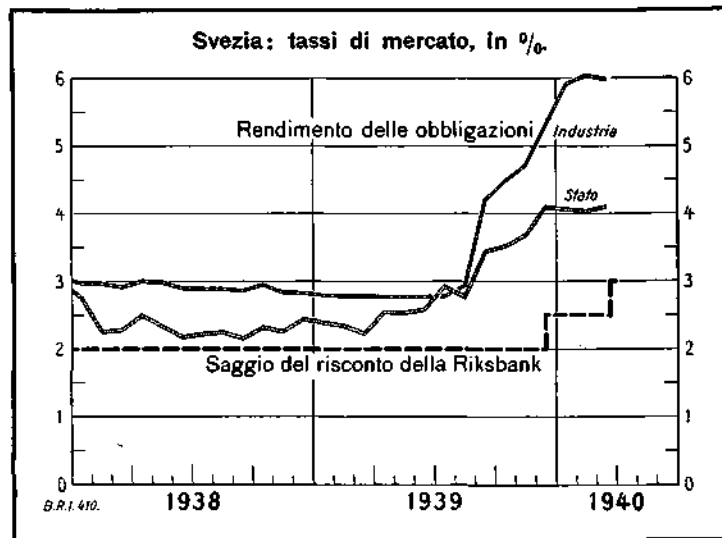
Anche la situazione della stessa Riksbank risenti l'effetto della concessione di crediti sotto forma diversa dal risconto.



Si può valutare la pressione esercitata sulla Riksbank esaminando le perdite di disponibilità sull'estero e l'espansione della circolazione dei biglietti. Il mutamento brusco intervenuto dall'estate scorsa nella situazione della Riksbank è riprodotto graficamente qui accanto.

Il 15 dicembre, il saggio ufficiale dello sconto e quello del risconto per le banche, rimasti invariati dal dicembre 1933, salirono di $\frac{1}{2}$ punto rispettivamente a 3% ed a $2\frac{1}{2}\%$, seguiti, con adeguamenti equivalenti, dai vari tassi bancari applicati dalle banche commerciali.

Si ritiene, in generale, che l'accresciuto fabbisogno del Governo e le richieste della clientela avrebbero portato ad una tensione dei tassi d'interesse e le casse di risparmio, che ebbero da fronteggiare ritiri di depositi, furono tra le prime



a rialzare i propri saggi. Il 20 marzo, il tasso di risconto venne portato allo stesso livello di quello ufficiale (3%) e il 17 maggio 1940 ambedue i saggi furono ulteriormente alzati a $3\frac{1}{2}\%$ (quest'ultimo cambiamento non figura sul grafico).

La tendenza dei tassi del danaro a lunga scadenza è messa in

evidenza dall'aumento del rendimento delle obbligazioni del Governo svedese, passato da $2\frac{1}{2}\%$ nel secondo trimestre del 1939, ad una media di 3% nel terzo trimestre ed a 4% in dicembre, raggiungendo così il livello più alto degli ultimi sei anni. Il rendimento delle obbligazioni industriali salì ancora più bruscamente e alla fine dell'anno superava nettamente 5% . Condizioni del genere prevalsero anche sul mercato ipotecario il cui tasso d'interesse per prestiti a 10 anni contro ipoteche di primo grado, rimasto stabile dalla fine del 1937 intorno a 3% , aumentò rapidamente col rarefarsi dei crediti stessi.

Allo scoppio della guerra vennero introdotti alla borsa valori dei corsi minimi, tanto per le obbligazioni quanto per le azioni; ne risultò un certo ristagno degli affari, al pari di quanto accadde in Inghilterra dove però furono prescritti i minimi solo per i titoli garantiti dallo Stato. In Svezia, l'adeguamento dei corsi a livelli sempre più bassi venne effettuato in varie riprese a seconda delle condizioni prevalenti e, con l'inizio del nuovo anno, il sistema dei corsi minimi fu abbandonato, lasciandosi così al mercato libertà di trovare da sé l'equilibrio. In condizioni siffatte, le emissioni di obbligazioni, che si erano mantenute attive durante il secondo e terzo trimestre del 1939, scesero sensibilmente negli ultimi tre mesi fino al disotto della metà del volume degli ammortamenti trimestrali.

Nel dicembre 1939 il Governo dette inizio ad una emissione di buoni di risparmio di piccolo taglio, fruttanti circa 4% ed a sottoscrizione limitata a 500 corone per persona. Un prestito in obbligazioni a premio per 150 milioni di corone fu lanciato nel gennaio 1940; calcolando i premi, esso fruttò $3\frac{3}{4}\%$. Seguì nel febbraio un prestito governativo per 100 milioni di corone a $4\frac{1}{2}\%$, rimborsabile tra 5 e 35 anni e convertibile dopo dieci anni. Emesso, conformemente alle condizioni prevalenti sul mercato, al prezzo di 99, esso venne rapidamente sottoscritto. Questo interesse è il più alto che sia stato mai corrisposto dopo il 1932 su prestiti governativi e la rapidità del cambiamento risalta maggiormente se si pensa che, non più tardi del luglio 1939, un prestito di conversione emesso dallo Stato e fruttante $2\frac{3}{4}\%$ comportava per il possessore il rendimento più basso di qualsiasi altro titolo statale a lunga scadenza. A partire dal 1° aprile 1940, il tasso sui depositi presso le casse di risparmio è stato portato da 3 a $3\frac{1}{2}\%$ e, in maggio, le banche commerciali hanno seguito l'esempio aumentando tanto il saggio sui depositi, quanto quello sulle anticipazioni.

In Danimarca la situazione dei mercati si è venuta a trovare intimamente legata a quella del commercio estero; il miglioramento progressivo della bilancia commerciale verificatosi durante il biennio 1937—1938 permise, nel febbraio 1940, l'abbassamento del tasso ufficiale di sconto da 4 a $3\frac{1}{2}\%$. A cominciare dall'aprile, i prezzi all'esportazione manifestarono una tendenza al ribasso, dando luogo ad un leggero peggioramento che, tuttavia, non bastò a produrre effetto

nè sui tassi d'interesse, nè sulla politica, piuttosto liberale, perseguita dalle banche in materia di credito; al contempo, il mercato delle obbligazioni, che ha in Danimarca una considerevole importanza, si mantenne fermo. Nell'autunno, l'Inghilterra, col fissare i prezzi massimi per i prodotti agricoli, impedì ai prezzi delle esportazioni danesi di seguire nel rialzo i prezzi delle importazioni e provocò in tal modo un netto capovolgimento della bilancia commerciale.

Le ripercussioni sulle condizioni monetarie e bancarie interne furono immediate: la riserva netta di divise estere della Banca nazionale, che alla fine di agosto ammontava a 69 milioni di corone danesi, era interamente esaurita alla metà di ottobre mentre, verso la fine dell'anno, essendosi dovuto far ricorso anche al credito estero, comparve un disavanzo di 49 milioni di corone. Il tasso ufficiale di sconto fu portato, in due scatti successivi di 1 punto ciascuno, a $4\frac{1}{2}\%$ il 20 settembre e a $5\frac{1}{2}\%$ il 10 ottobre. L'indice delle obbligazioni cadde da 100 in agosto a 92 in dicembre. Un'offerta di certificati del Tesoro $4\frac{1}{2}\%$ a soli 18 mesi di scadenza per 60 milioni di corone, fatta dal Governo in novembre leggermente sotto la pari, a scopo di conversione, incontrò così poco favore che oltre la metà dell'emissione dovette essere assorbita da un consorzio di banche. Tra il settembre e la fine dell'anno, il totale dei crediti concessi dalla Banca nazionale aumentò di circa 60% e cioè di 270 milioni di corone, di cui un terzo costituito da anticipazioni al Tesoro. L'indice del valore delle obbligazioni scese ancora leggermente fino a 91 nel gennaio 1940, ma la Banca nazionale, grazie alle severe restrizioni imposte all'importazione, riuscì a frenare le perdite di divise (nel maggio 1940 il saggio ufficiale dello sconto venne ridotto a $4\frac{1}{2}\%$).

La situazione in Norvegia presenta delle caratteristiche pressochè analoghe a quelle della Danimarca, ma meno violente; in Norvegia però il mercato delle obbligazioni cominciò ancora prima a dare segni di debolezza; l'indice relativo calò gradatamente da 100 in dicembre 1938 a 96 nel giugno 1939, turbando conseguentemente la liquidità del portafoglio obbligazionario delle banche commerciali. L'aumentato fabbisogno di credito all'interno, unitamente alle perdite di divise estere, sottopose a pressione la Norges Bank la quale, il 22 settembre, alzò di un punto il tasso ufficiale di sconto portandolo a $4\frac{1}{2}\%$, misura questa che, secondo quanto osservava il Governatore della Banca "avrebbe in realtà dovuto essere presa qualche tempo prima". In aggiunta ai crediti normalmente concessi alle banche commerciali, la Norges Bank concluse speciali accordi per agevolare alle banche il finanziamento di importazioni per le quali era precluso il ricorso ai crediti esteri ordinari e rilevò nello stesso tempo dalle banche taluni impegni risultanti dall'acquisto di merci destinate a costituire delle riserve per il paese. La pressione sull'istituto di emissione si mantenne fino

all'inizio dell'anno in corso, alla quale epoca l'indice del valore delle obbligazioni era disceso a 80 (nel maggio 1940 il tasso ufficiale di sconto ad Oslo fu portato a 3%).

Nel corso dei primi otto mesi del 1939 le condizioni dei mercati del danaro e dei capitali in Finlandia si mantennero abbastanza stabili. Al pari di quanto verificatosi per la maggior parte degli altri paesi, il settembre apportò delle difficoltà per la Banca centrale, la cui circolazione di biglietti aumentò di 285 milioni di marchi finlandesi passando a 2550 milioni, mentre la riserva di divise diminuiva di circa 250 milioni. Sebbene, per la prima volta dopo sei anni, le banche commerciali si vedessero costrette a riscontare un piccolo numero di effetti, ciononostante si può dire che la pressione si mantenne relativamente moderata. In ottobre, col minaccioso aggravarsi della situazione estera della Finlandia, la pressione sull'istituto di emissione divenne eccezionale, la circolazione dei biglietti gonfiandosi improvvisamente di 830 milioni di marchi, di cui 750 milioni emessi nella seconda settimana del mese, a seguito della chiamata alle armi dei riservisti e della evacuazione di Helsinki.

Tra il settembre e l'ottobre, la circolazione dei biglietti aumentò complessivamente di 1120 milioni di marchi e cioè di quasi 50%, mentre le riserve di divisa estera diminuivano di 400 milioni. Il Tesoro utilizzò per intero il suo conto di 240 milioni di marchi presso la Banca nazionale, mentre le banche ritiravano 350 milioni dalle loro disponibilità presso quest'ultima, prendendo in prestito altri 560 milioni (di cui 120 milioni mediante risconto di effetti e 440 milioni mediante l'apertura di un credito speciale); tenendo conto d'altri prestiti, l'espansione creditizia operata dalla banca centrale nei due mesi raggiunse 950 milioni di marchi. Durante tutto questo periodo il tasso ufficiale di sconto rimase inalterato a 4% ed egualmente invariati si mantennero i saggi sui depositi e sui prestiti delle banche commerciali.

In novembre, la circolazione cominciò a ridursi e sembrò che la pressione fosse cessata. Il 15 dello stesso mese il Governo emise un Prestito per la difesa a 5 anni fruttante interesse di 5%; l'ammontare originario di mezzo miliardo di marchi fu portato successivamente a 700 milioni onde poter accettare tutte le sottoscrizioni. Con il 23 novembre 1939, la Banca nazionale sospese la pubblicazione della sua situazione così come, scoppiate le ostilità alla fine del mese, fu interrotta quella della maggior parte dei dati statistici. E' tuttavia in novembre ed in dicembre che la situazione delle tre grandi banche finlandesi accusa maggiormente il peso grave degli avvenimenti, mentre nel nuovo anno si vedono aumentare i loro depositi e le loro disponibilità liquide per effetto dei prelevamenti che il governo effettuava, per provvedere alle spese di guerra, sul miliardo di marchi accantonato nel fondo di "congiuntura" del bilancio. Il trattato di pace è stato firmato alla metà di marzo 1940, ma non essendo finora stata

ripresa la pubblicazione delle statistiche, è impossibile fare commenti sugli sviluppi che hanno avuto luogo durante i tre mesi e mezzo di ostilità. Alla riapertura della borsa valori all'inizio di aprile, le azioni industriali registrarono un aumento di 30—50% sopra i corsi del 29 novembre 1939.

Invariato a 4½% è rimasto in Polonia il tasso ufficiale dello sconto nonostante la pressione esercitata sulla Banca Polski, pressione di cui si può avere un'idea raffrontando il volume della circolazione dei biglietti nel 1939 con quello dell'anno precedente (soltanto una piccola parte dell'aumento è dovuta all'occupazione, da parte della Polonia, del territorio di Teschen nella Slesia occidentale nell'ottobre del 1938).

Circolazione di biglietti della Banca di Polonia.

Fine mese	1938	1939	Aumento nel 1939 rispetto al mese corrispondente del 1938
	Milioni di sloti		
Gennaio	1.014	1.348	+ 334
Febbraio	1.016	1.354	+ 338
Marzo	1.107	1.669	+ 562
Aprile	1.141	1.808	+ 667
Maggio	1.123	1.841	+ 718
Giugno	1.137	1.848	+ 711
Luglio	1.123	1.883	+ 760
Agosto	1.149	1.929 ¹⁾	+ 848 ²⁾
Settembre	1.548	2.500 ³⁾	950 ⁴⁾
Ottobre	1.476	.	.
Novembre	1.373	.	.
Dicembre	1.406	.	.

¹⁾ 20 agosto 1939.

²⁾ Cifra stimata.

³⁾ Confrontato col 20 agosto 1938.

⁴⁾ Cifra approssimativa.

L'ultima situazione, pubblicata il 20 agosto 1939, rivela un aumento nella circolazione in confronto all'anno precedente di 848 milioni di sloti, di cui 700 milioni dovuti ad un'espansione di crediti accordati principalmente alle banche e al Governo. E' stato calcolato che, alla fine della campagna di settem-

bre, la circolazione avesse raggiunto i 2,5 miliardi, e cioè più del doppio della cifra normale all'inizio del 1938. Nella parte occidentale della Polonia, che è stata incorporata nel Reich, sono ora in vigore le condizioni creditizie esistenti in Germania, mentre in quella parte che è stata eretta a Governatorato generale furono dapprima create delle Casse di credito del Reich e, successivamente, una nuova banca di emissione con sede centrale a Cracovia, la quale ha cominciato ad operare l'8 aprile 1940.

In Lituania durante il 1939 le banche ebbero a sottostare a due ondate di ritiri: la prima, più violenta, in marzo ed aprile, dopo la separazione del distretto di Memel; la seconda nell'autunno. Alla metà di maggio il tasso ufficiale di sconto venne portato da 5 a 7% (escluse le cambiali del commercio d'esportazione e quelle dell'agricoltura) aumento al quale fece seguito quello dei tassi delle banche private, portati a 10% per operazioni di credito e a 7% per i depositi;

in luglio il saggio ufficiale potè venire ridotto a 6% e alla pressione dell'autunno si fece fronte senza cambiamenti di tassi. In ottobre, con la reincorporazione di Vilno, si manifestò un ritorno di biglietti ed aumentarono i depositi presso le banche.

In Spagna, terminata la guerra civile, si iniziò un'era di attività ricostruttrice. Il tasso ufficiale di sconto, invariato a 5% dal 1899, venne abbassato, a Burgos, a 4% il 27 novembre 1938 ed una riduzione analoga ebbe luogo a Madrid il 14 ottobre 1939. Vennero quindi emessi due prestiti di ricostruzione 3% a 3 anni, rispettivamente di 2 miliardi di peseta nell'ottobre 1939 e di 2,5 miliardi nell'aprile 1940.

Lo scoppio della guerra e la conseguente pressione sul mercato del credito manifestatasi in tutti i paesi d'Europa, hanno coinciso, in Ungheria, col finanziamento stagionale di un abbondante raccolto. Nessun cambiamento, tuttavia, fu apportato al tasso ufficiale di sconto, rimasto invariato fino dall'agosto 1935 a 4%. Nell'ottobre del 1939 furono rimborsati alla Banca nazionale gran parte dei crediti da essa concessi ed in breve tempo scomparve la tensione sul mercato. Il programma governativo di "investimenti" per un miliardo di pengö, enunciato nel 1938, costituì il fattore predominante sul mercato dei capitali. Un'imposta sul capitale ripartita su un periodo di 5 anni e talune operazioni di credito, che dovevano fruttare rispettivamente 600 e 400 milioni di pengö, avrebbero fornito i mezzi per finanziare questo progetto di spese per il riarmo, per le comunicazioni e per i miglioramenti agricoli. La prima emissione di 125 milioni di pengö fu fatta nell'autunno del 1938. Seguì nel marzo del 1939 un'emissione, al prezzo di 96, di obbligazioni 5% a 30 anni per 150 milioni di pengö e, nel luglio, vennero collocati presso le aziende finanziarie cambiali del Tesoro per 50 milioni, rinnovabili trimestralmente per la durata di 4 anni; il provento dell'imposta sul capitale per il 1939 è stato stimato a 120 milioni. La reincorporazione, nel marzo del 1939, del territorio sub-carpatico e lo sti-

molo provocato dal programma governativo d'investimenti portarono durante l'anno la produzione industriale ungherese ad un livello mai prima raggiunto.

Dal 1931 il debito pubblico interno dell'Ungheria è andato crescendo come risulta dalla tabella accanto.

L'aumento verificatosi nel 1939 riflette le emissioni

Debito pubblico ungherese.

Fine giugno	Lungo termine	Breve termine	Totale
	Milioni di pengö		
1931	136	—	136
1932	127	135	262
1933	123	226	349
1934	116	255	371
1935	113	294	407
1936	110	362	472
1937	106	328	434
1938	103	339	442
1939	764	316	1.080

lanciate in conformità al programma di investimenti come pure la sostituzione di 95 milioni di biglietti cechi nei nuovi territori ed altri debiti vari. Nel gennaio 1940 s'ebbe un'ulteriore emissione per 140 milioni di pengö alle stesse condizioni e per gli stessi scopi di quella del marzo 1939 ed occorreranno ancora 130 milioni di pengö per coprire il disavanzo di bilancio.

Le eccezionali spese militari dell'autunno del 1939 furono coperte in Jugoslavia principalmente col ricorso, diretto o indiretto, alla Banca nazionale. Con i decreti del 24 agosto e del 16 settembre 1939 il Governo fu autorizzato a farsi anticipare dalla Banca nazionale fino a 839 milioni di dinari a valere sull'utile ricavato dalla nuova valutazione della riserva aurea dell'istituto di emissione. Con un ulteriore decreto del 18 novembre 1939 fu approvata l'emissione di buoni della Difesa nazionale riscontabili presso la Banca nazionale, al rimborso dei quali si sarebbe più tardi provveduto con imposte speciali. Dalla tabella seguente si rileva l'evoluzione della situazione della Banca nazionale.

Banca nazionale di Jugoslavia.

Fine mese	Agosto 1939	Marzo 1940	Variazioni in sette mesi
	Millioni di dinari		
Prestiti al Tesoro . . .	—	2.755	+ 2.755
Altri crediti interni . . .	2.396	2.219	- 177
Conti privati	1.330	1.836	+ 506
Circolazione di biglietti	7.986	10.400	+ 2.414
Oro e divise	2.432	2.919	+ 487

In sette mesi il debito dello Stato verso la Banca nazionale è aumentato di 2755 milioni di dinari i quali, aggiunti ai precedenti 2230 milioni, hanno fatto salire il debito complessivo verso

l'istituto a circa 5 miliardi di dinari, corrispondenti a circa 50 % della circolazione dei biglietti. L'aumento del credito accordato dalla banca centrale a partire dall'inizio della guerra ha trovato in gran parte la contropartita nella circolazione, che si è gonfiata di oltre 2,4 miliardi di dinari. Le spese sostenute dallo Stato hanno restituita una certa liquidità alle banche le quali, cessato dopo l'ottobre di ricorrere alla Banca nazionale, hanno rimborsato parte dei crediti loro concessi, ricostituendo al contempo le proprie riserve liquide. Il tasso ufficiale dello sconto rimase invariato per tutto l'anno a 5 %. I saggi delle banche commerciali, giunti al livello più basso in luglio con una media di 8,5 %, salirono ad una media di 8,7 % in dicembre (9,2 % a Belgrado, 8,8 % a Skoplje, 8,6 % a Zagabria e 7,4 % Lubiana).

Caratteristica dei vari paesi dell'Impero britannico è stata la necessità in cui si sono trovati i Governi di ricorrere sempre più al credito per far fronte alle spese belliche, ricorso che quasi dappertutto è stato facilitato dal cedimento dei tassi del denaro a lunga scadenza in seguito alle restrizioni imposte ai cambi

nel settembre del 1939. L'Eire, rimasto neutrale nel conflitto europeo, al fine di procurarsi dei mezzi per far fronte alle spese della difesa, ai rimborsi di debiti venuti a scadenza e ad altro, ha emesso alla pari, nel dicembre 1939, dei buoni dello Scacchiere 4% 1950-60 per 7 milioni di sterline.

Il bilancio dell'Unione dell'Africa del Sud, negli ultimi anni, si chiudeva con un avanzo, ma lo scoppio della guerra portò di conseguenza un aumento delle uscite. Sebbene finora non sia stato emesso alcun prestito di guerra, si è approfittato del basso livello dei saggi di interesse per procedere alla conversione libera, con opzione a partire dal 1° febbraio 1940, del prestito di 14 milioni di sterline 5% 1940-50 in un prestito a 10 anni a $3\frac{3}{4}$ %. Il Ministro delle finanze ha fatto appello alla collaborazione degli istituti di credito affinché venga mantenuta una politica di danaro a buon mercato. Dallo scoppio della guerra in poi le disponibilità liquide del Tesoro sono rimaste abbondanti e non vi è stato alcun bisogno di ricorrere alla Banca di riserva per anticipazioni o per prestiti.

Nell'ottobre del 1939 il Governo canadese emise per 200 milioni di dollari di biglietti a 2 anni fruttanti interesse a 2%, collocati presso le banche privilegiate; sul detto totale 90 milioni erano destinati ad assorbire ed a ritirare emissioni canadesi nel Regno Unito. Il primo prestito pubblico di guerra venne lanciato nel febbraio del 1940; le sottoscrizioni ai 200 milioni di dollari di obbligazioni $3\frac{1}{4}$ % a 12 anni superarono di 50% questo ammontare. Alla caduta dei corsi delle obbligazioni, verificatasi allo scoppio della guerra, fece seguito una ripresa soltanto parziale in dicembre, alla quale epoca il rendimento delle obbligazioni governative a lunga scadenza si ritrovò a circa $\frac{1}{4}$ % al disopra del livello dell'anno precedente.

Da oltre un anno prima della guerra la liquidità delle banche commerciali in Australia era andata declinando a seguito delle continue richieste di credito da parte dei produttori di materie prime; nello stesso tempo i tassi d'interesse aumentavano, nonostante l'intervento della Banca della Comunità la quale aveva tra l'altro contribuito direttamente per 6 milioni alla sottoscrizione del prestito $3\frac{7}{8}$ %, emesso per 72 milioni di sterline australiane nel dicembre 1938, contro contanti ovvero contro titoli da convertire. Nel febbraio e nel maggio 1939 vennero emessi due prestiti governativi $3\frac{7}{8}$ % a lunga scadenza per fare fronte a spese per opere pubbliche: il primo, per 8,5 milioni, fu collocato alla pari; il secondo, per $4\frac{3}{4}$ milioni, a 99. Inoltre, la Banca della Comunità acquistò per 3 milioni di obbligazioni $3\frac{1}{2}$ % a 4 anni, emesse in sostituzione di cambiali del Tesoro venute a scadenza e che erano servite a rimediare ad insufficienze di reddito fiscale. Il rendimento dei titoli di Stato a breve e a lunga scadenza raggiunse 4% alla fine di settembre 1939 per cominciare successivamente a declinare. In dicembre, la Banca della Comunità, insieme colle banche commerciali, assunse alla pari 12 milioni di sterline au-

straliane di obbligazioni $3\frac{1}{2}\%$ rimborsabili tra il 1942 e il 1944. Col febbraio 1940, divenne possibile un'emissione sul mercato, alla pari, di obbligazioni $3\frac{3}{8}\%$ a 5 anni e $3\frac{5}{8}\%$ a 10—16 anni per complessivi 18 milioni di sterline australiane. Una regolamentazione fu applicata al mercato dei capitali fin dall'inizio delle ostilità; nella sua relazione del dicembre 1939, il Consiglio d'amministrazione della Banca della Comunità espresse il convincimento circa la "opportunità di mantenere i tassi di interesse al livello più basso possibile", aggiungendo però che "la banca centrale costituisce soltanto uno dei fattori dai quali dipende il mantenimento di saggi bassi. Un eccessivo rialzo dei prezzi potrebbe, ad esempio, rendere impossibile tale azione". Finora questo rialzo non si è verificato in Australia.

Il forte aumento delle anticipazioni consentite direttamente dalla Banca di riserva al Governo della Nuova Zelanda nella seconda metà del 1938 fu concomitante alla rapida diminuzione delle disponibilità liquide in sterline della Banca stessa, nonché delle disponibilità liquide delle banche commerciali presso la Banca di riserva, ciò che ebbe come conseguenza l'impoverimento del mercato e l'inasprimento dei tassi d'interesse: il rendimento delle obbligazioni di Stato salì da $3\frac{1}{2}$ — $3\frac{3}{4}\%$ alla metà dell'anno a $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{2}\%$ nel dicembre 1938. In novembre, la Banca di riserva rialzò il saggio di sconto da 2 a 4% e impose restrizioni ai cambi.

Le anticipazioni, consentite direttamente dalla Banca di riserva al Governo, che già alla fine del 1938 avevano raggiunta la cifra di 17,5 milioni di sterline neo-zelandesi contro 7,1 milioni alla fine del 1937, si elevavano nel marzo 1939 a 20 milioni di sterline; senonchè, dato il divieto d'esportazione di capitali, il mercato divenne più abbondante ed i tassi per prestiti a lungo termine si abbassarono, anche per effetto degli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche commerciali. Nel maggio del 1939 il Governo riuscì ad emettere due tipi di obbligazioni 4% per complessivi 4,5 milioni di sterline neo-zelandesi, il primo a 99 rimborsabile nel 1948 ed il secondo a 96 rimborsabile tra il 1954 ed il 1958 (quest'ultimo comporta un fondo di ammortamento). Dopo questa pubblica emissione, il totale delle anticipazioni della banca centrale al Governo discese fino a 16,5 milioni, alla metà di giugno, ma alla fine di agosto si ritrovò nuovamente a 19,6 milioni. L'espansione creditizia in favore del Governo, da una parte e, dall'altra, la diminuzione delle anticipazioni e degli sconti alle banche commerciali, restituirono una certa abbondanza al mercato. Il 6 settembre, la Banca di riserva ridusse il tasso ufficiale da 4 a 3% . Lo scoppio della guerra portò ad un'espansione piuttosto rapida delle anticipazioni della Banca al Governo, le quali raggiunsero 23,6 milioni di sterline neo-zelandesi alla fine dell'anno e 25 milioni nel febbraio 1940. Continuarono invece a contrarsi lo sconto e le anticipazioni delle banche commerciali, le quali ultime acquistarono per 5 milioni di sterline di titoli dello Stato durante gli ultimi quattro mesi, portando questo

loro portafoglio alla cifra complessiva di 15 milioni. Il rendimento dei titoli di Stato, che nell'estate del 1939 aveva alquanto ripreso, tornò a declinare fino al livello della primavera.

Le persistenti emissioni mensili di obbligazioni governative per somme sempre crescenti da due anni e mezzo in qua, hanno finito col provocare in Giappone una certa stanchezza sul mercato, il quale ha assorbito quelle più recenti con maggiore difficoltà. La tabella seguente riassume, in cifre tonde, le emissioni mensili che hanno avuto luogo in Giappone dall'inizio delle ostilità con la Cina, cioè dalla metà del 1937 in poi.

Emissioni di obbligazioni del Governo giapponese.

Mese	1937	1938	1939
	Milioni di yen		
Gennaio	—	300	400
Febbraio	—	300	300
Marzo	185	330	430
Aprile	—	200	300
Maggio	—	300	400
Giugno	—	400	400
Luglio	—	300	400
Agosto	200	400	500
Settembre	—	400	500
Ottobre	300	700	600
Novembre	200	—	400
Dicembre	600	700	660
Totale annuale . .	1.485	4.330	5.290

Mentre il debito estero rimaneva praticamente invariato — riducendosi soltanto, per effetto del regolare ammortamento, alla cifra prestabilita di 1267 milioni di yen alla fine del 1939 — il debito interno in obbligazioni aumentava a più del doppio passando, nonostante l'aumento della pressione fiscale d'anno in anno, da 9270 milioni di yen nel luglio 1937 a 20.250 milioni alla fine del 1939.

Le emissioni statali, affidate alla Banca del Giappone, sono state collocate per la maggior parte presso le altre banche e istituzioni varie, come appare dalle seguenti cifre relative ai principali possessori di titoli governativi:

Principali possessori di obbligazioni del Governo giapponese.

Fine d'anno	Banca del Giappone	Altre banche speciali	Banche commerciali ordinarie	Ufficio Deposito del Tesoro	Casse di risparmio	Compagnie fiduciarie	Compagnie di assicurazione	Totale
	Milioni di yen							
1936	829	323	2.561	1.910	1.016	360	167	7.166
1937	1.387	342	2.500	2.248	1.145	410	230	8.262
1938	1.841	708	3.634	3.177	1.424	510	350	11.644
1939	2.417	1.082	4.618	4.674	1.873	590	540*	15.794
Aumento in tre anni	1.588	759	2.057	2.764	857	230	373	8.628

* Cifra stimata (497 milioni di yen alla fine di settembre 1939).

Alla fine del 1939 le banche, le casse di risparmio e le compagnie fiduciarie e di assicurazione detenevano complessivamente oltre tre quarti del totale del debito obbligazionario interno. Tuttavia la Banca del Giappone si è trovata a dover assorbire le nuove emissioni in quantità sempre crescenti: l'aumento del suo portafoglio di obbligazioni dello Stato per 1588 milioni di yen nell'intervallo di tre anni, è parallelo al gonfiamento della circolazione dei biglietti, durante lo stesso periodo, da 1813 a 3679 milioni di yen. Il rapido e sensibile rialzo del livello dei prezzi è senza dubbio una delle cause del crescente costo della guerra. Le spese di bilancio sono più che raddoppiate e superano attualmente i 10 miliardi all'anno, cifra superiore al totale raggiunto dal debito interno nell'estate del 1937.

Nonostante l'aumento del debito governativo, il rendimento delle obbligazioni statali negli ultimi anni è sceso da 4 a 3,8%, mentre nello stesso tempo il mercato restava accessibile anche ad altre emissioni. Difatti, una delle ragioni che hanno reso difficile l'assorbimento di titoli dello Stato va ricercata nelle grandi emissioni di obbligazioni da parte di aziende private: nel 1939 ne vennero lanciate per oltre 1 miliardo di yen il che portò il totale a 4,7 miliardi, contro 470 milioni nel 1938 e soli 130 milioni nel 1937.

La caratteristica che forse maggiormente colpisce, quando si osservano nel loro insieme gli avvenimenti dello scorso anno sui mercati mondiali del credito e dei capitali, è la straordinaria efficienza dimostrata dal meccanismo della liquidità interna di fronte alle condizioni più difficili. Nell'agosto del 1914, il primo urto dislocò temporaneamente il meccanismo: i tassi bancari salirono fino a 6—10%, vennero proclamate moratorie generali, le borse valori restarono chiuse per dei mesi e si congelarono le disponibilità ritenute le più liquide. Se si considerano i mercati interni, il contrasto col 1939 è veramente notevole: poche variazioni nei tassi ufficiali; di scarsa importanza le poche restrizioni ai ritiri dei depositi bancari e le facilitazioni consentite ai debitori mobilitati, funzionamento quasi ininterrotto delle borse valori e rare le richieste di fondi che non venissero prontamente soddisfatte.

La tabella alla pagina seguente raffronta i cambiamenti dei saggi ufficiali dello sconto di nove banche centrali nel 1914—1915 e nel 1939—1940.

Nel 1914 i movimenti dei saggi di interesse dipesero senza dubbio in una certa misura dalla tendenza al rialzo del danaro a lunga scadenza, iniziata fin dal principio del secolo. Non appena scoppiata la guerra, le banche centrali aumentarono i rispettivi saggi, tra il luglio ed i primi di agosto, da 3—5% a 6—10%. Trascorsi i primi otto mesi di guerra, il livello generale in Europa si stabilizzò intorno a 5% e a questa cifra, come minimo, rimase salvo eccezioni per i quattro o cinque anni seguenti. Nessuno degli otto Stati europei in questione ridusse, durante la guerra, il saggio a meno di 4½%, tasso che fu quotato soltanto in Olanda ed in Svizzera.

Saggi ufficiali dello sconto di alcune banche centrali
nel 1914-15 e nel 1939-40.

1914-15	Belgio	Inghilterra	Francia	Germania	Olanda	Italia	Svezia	Svizzera	Stati Uniti
Saggi in vigore il 28 luglio 1914	4	3	3½	4	3½	5	4½	3½	—
Variazioni subite:									
1914 luglio 29	.	.	.	.	4½	.	.	.	.
» » 30	5	4	4½	.	.	.	.	4½	.
» » 31	6	8	.	5	.	.	5½	5½	.
» agosto 1	.	10	6	6	6	6	.	.	.
» » 3	7	.	.	.	.	.	6½	6	.
» » 6	.	6	.	.	.	.	.	.	.
» » 8	.	5	.	.	.	.	.	.	.
» » 12	.	.	.	.	.	.	.	.	.
» » 17	6	.	.	.	.	.	.	.	.
» » 19	.	.	.	.	.	.	.	.	.
» » 20	.	.	5	.	5	.	.	.	.
» » 27	5	.	.	.	.	.	.	.	.
» » 28	.	.	.	.	.	.	6	.	.
» sett. 10	.	.	.	.	.	.	.	5	.
» » 28	.	.	.	.	.	.	.	.	.
» nov. 9	.	.	.	.	.	5½	.	.	.
» » 16	.	.	.	.	.	.	.	.	6*
» dic. 23	.	.	.	5	.	.	.	.	5
1915 genn. 1	.	.	.	.	.	.	.	4½	.
» » 7	.	.	.	.	.	.	5½	.	.
» febb. 3	.	.	.	.	.	.	.	.	4½
» » 18	.	.	.	.	.	.	.	.	4
Saggi in vigore il 31 marzo 1915	5	5	5	5	5	5½	5½	4½	4
1939-40	Belgio	Inghilterra	Francia	Germania	Olanda	Italia	Svezia	Svizzera	Stati Uniti
Saggi in vigore il 23 agosto 1939	2½	2	2	4	2	4½	2½	1½	1
Variazioni subite:									
1939 agosto 24	.	4	.	.	.	.	.	.	.
» » 29	.	.	.	.	3	.	.	.	.
» sett. 28	.	3	.	.	.	.	.	.	.
» ott. 26	.	2	.	.	.	.	.	.	.
» dic. 15	.	.	.	.	.	.	3	.	.
1940 genn. 25	2	.	.	.	.	.	.	.	.
» aprile 9	.	.	.	3½	.	.	.	.	.
Saggi in vigore il 30 aprile 1940	2	2	2	3½	3	4½	3	1½	1

* Saggio quotato in apertura alla Banca di riserva federale per carta da 60 a 90 giorni.

Nell'agosto del 1939 tra i saggi ufficiali di sconto europei in esame, sei erano compresi tra 1½ e 2½‰; uno era a 4‰ ed un altro a 4½‰. Nell'imminenza della guerra, soltanto la Banca d'Inghilterra e la Banca neerlandese

rialzarono i tassi rispettivi, seguite, in dicembre, dalla Sveriges Riksbank (ove si consideri, oltre i paesi indicati nella tabella, l'Europa intera occorrerebbe aggiungere gli aumenti verificatisi, in settembre, in Norvegia ed in Danimarca). La Banca d'Inghilterra riportò ben presto il saggio al suo livello primitivo mentre il Belgio e la Germania lo ribassarono nel 1940. Dopo otto mesi di guerra, degli otto paesi europei considerati, due si trovavano con un tasso più alto e due con un tasso più basso, mentre i due margini estremi di $1\frac{1}{2}$ e di $4\frac{1}{2}\%$ erano gli stessi di prima della guerra.

Osservando la tabella si è colpiti da due fatti: poche sono le variazioni nel 1939-40, rispetto a quelle che s'erano avute nel 1914-15 (per le otto banche centrali europee considerate furono sette contro trenta, nel decorso d'otto mesi) e moderati rimangono i tassi in vigore dopo otto mesi di ostilità (tutti compresi tra $1\frac{1}{2}$ e $4\frac{1}{2}\%$ nel 1939-40, tra $4\frac{1}{2}$ e $5\frac{1}{2}\%$ nel 1914-15). Quest'ultimo fenomeno si spiega come risultante della doppia tendenza, negli ultimi anni, verso un crescente abbassamento del livello dell'interesse e verso la protezione dei mercati dalle influenze esterne mediante restrizioni ai cambi.

Lo scoppio delle ostilità ha perturbato i mercati monetari e quelli dei capitali meno nel 1939 che non nel 1914, in parte perchè le banche e le altre aziende di credito vi erano maggiormente preparate, specie dopo l'esperienza del settembre del 1938, in parte anche perchè il vecchio concetto di liquidità è cambiato. Fino alla fondazione del Sistema della riserva federale nel 1914, si pensava che il credito della banca centrale si dovesse basare essenzialmente sul risconto di effetti commerciali la cui liquidità intrinseca deriva dalla vendita, a scadenza o prima, dei beni che questi rappresentano — sistema, questo, che fu particolarmente vantaggioso sia dal punto di vista monetario, sia per altre considerazioni, finchè i mercati disposero in quantità sufficiente di carta di questa natura. Ma l'evoluzione dei metodi di finanziamento del commercio ha fatto pressochè sparire l'effetto commerciale in molti paesi e la concezione classica della liquidità è risultata inadeguata alle condizioni moderne. Negli Stati Uniti si è sviluppata la teoria della "trasferibilità" secondo la quale ogni attività che goda di un alto grado di permutabilità viene considerata liquida; nello stesso tempo la legge bancaria americana e la politica della Riserva federale si sono trasformate nel senso che maggiore importanza viene riconosciuta ad un affare "sano", che non al grado di liquidità risultante dalla forma del contratto o dello strumento, o dalla data di scadenza. In molti paesi europei si assiste ad un'evoluzione parallela, sebbene spesso più o meno offuscata dalla creazione di speciali istituti interposti tra la banca centrale e il destinatario finale del credito. In questo modo si può dire che, quasi ovunque, si è allargata la base del credito della banca centrale, almeno per quanto riguarda le operazioni a breve scadenza.

Per quanto concerne i mercati dei capitali a lunga scadenza, rappresentati particolarmente dalle operazioni di borsa su obbligazioni statali, non si è sviluppata una tecnica uniforme, quantunque le borse valori, salvo qualche rara eccezione, siano rimaste aperte anche durante le crisi più acute. In generale, le banche centrali hanno accettata una certa responsabilità del regolare funzionamento dei mercati d'obbligazioni, ma ove si consideri il volume degli scambi e le possibilità di grosse perdite di capitali, sembra giusto che esse si siano preoccupate di non divenire "l'ultimo acquirente" cui il mercato avrebbe finito per rivolgersi. Le banche della Riserva federale hanno accettato apertamente una certa responsabilità nel "mantenimento di ordinate condizioni di mercato" e, intervenendo con degli acquisti ben disposti, hanno sostenuto il mercato delle obbligazioni di Stato in momenti di forte pressione. Anche la Reichsbank e la Banca nazionale del Belgio sono intervenute sul mercato delle obbligazioni di Stato e lo stesso ha fatto il Banco central in Argentina, per conto però del Ministero delle finanze. In altri casi è stato possibile utilizzare allo stesso scopo alcuni fondi straordinari di bilancio. L'esperienza passata degli interventi ufficiali di siffatta natura conduce alla conclusione che, fintantochè queste operazioni sono concepite come misure per arginare alcune depressioni temporanee dei corsi dovute a delle "crisi di liquidità", esse possono dimostrarsi efficaci al fine di mantenere una certa calma nel mercato e possono anche avere il benefico effetto di incoraggiarlo verso una ripresa. Ma ove le autorità ufficiali intervengano per vincolare un determinato corso, in ispecie poi se questo è in contrasto con la tendenza del danaro a lunga scadenza, dette operazioni possono risultare molto costose ed apportare anche una deformazione in tutta la struttura creditizia.

In contrapposto con l'uso diretto o indiretto del credito della banca centrale per sostenere il mercato delle obbligazioni di Stato, si può fare cenno alla tecnica dei "prezzi minimi" introdotta in Inghilterra ed in Svezia nelle operazioni della borsa valori. Con questo sistema, non appena si raggiunge il limite minimo, le operazioni tendono a rarefarsi e coloro che hanno urgente necessità di danaro liquido possono in generale ottenerlo in prestito dalle banche commerciali contro deposito dei titoli in questione. In Svezia, il comitato di borsa modificò spesso i corsi minimi; in Inghilterra, poche settimane dopo l'inizio della guerra, il mercato si staccò dai corsi minimi i quali dovettero quindi essere rialzati ad un livello leggermente inferiore alle nuove quotazioni. Negli Stati Uniti sono state adottate anche altre misure al fine di ostacolare le vendite disordinate: per esempio, l'autorizzazione legale a contabilizzare alla pari i titoli di Stato. Alcuni di questi interventi costituiscono probabilmente degli espedienti

temporanei, ma altri appaiono intonati ad una evoluzione generale dei metodi e sono degni, perciò, di attento studio.

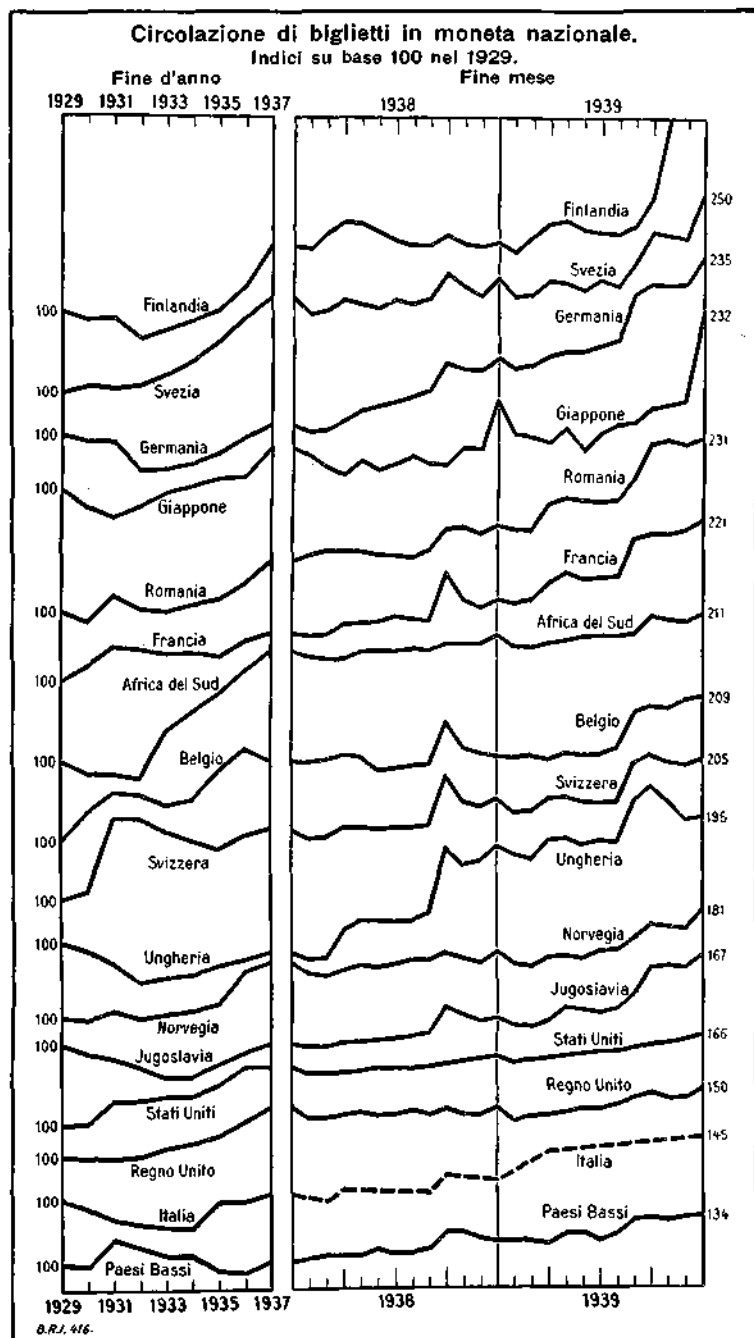
La prima scossa provocata dallo scoppio delle ostilità è stata dunque generalmente sopportata con relativamente lieve disturbo. Fino ad ora i prestiti contratti dai Governi per fronteggiare il costo immenso di una guerra moderna, o, nel caso di paesi neutri, per sostenere le forti spese di mobilitazione, hanno assunto il carattere di finanziamenti di urgente necessità. In via generale, non si può dire che vi sia stato il tempo per escogitare dei programmi a lunga scadenza ed appare prematuro discorrere degli effetti ultimi del grande e prolungato indebitamento dello Stato sulla circolazione monetaria e sul mercato del credito.

VI. L'EVOLUZIONE NEL CAMPO DELLE BANCHE CENTRALI.

Gli immensi bisogni finanziari dello Stato ed i profondi cambiamenti che la guerra moderna impone nel campo della produzione, della distribuzione e della consumazione, hanno inevitabilmente avuto un'influenza diretta sull'attività delle banche centrali, enti in cui si localizza in ultima analisi la liquidità del sistema creditizio. Gli statuti e la politica delle banche centrali hanno subito, nel corso dell'anno, importanti modificazioni che si riconnettono con tre principali ordini di fatti:

- 1) l'insistente domanda di mezzi liquidi di pagamento all'interno, che si era già fatta sentire per breve tempo nel settembre 1938, si è ripetuta ed accentuata nella seconda metà del 1939;
- 2) l'enorme costo delle fabbricazioni militari, della mobilitazione e delle operazioni belliche stesse, ha creato un'urgente domanda di finanziamento straordinario da parte dello Stato, soddisfatta in molti casi soltanto col ricorso diretto al credito della banca centrale;
- 3) l'aumento delle importazioni e d'altre spese all'estero ha portato di conseguenza che le riserve di oro e di cambi sono state fortemente intaccate.

A mano a mano che, nell'estate del 1939, cresceva la tensione internazionale, la domanda di biglietti di banca da parte del pubblico si è fatta così insistente come giammai in passato. L'ammontare dei biglietti in circolazione in tutti i paesi d'Europa ed in molti paesi d'oltremare sorpassò ogni cifra precedente, come si rileva dal grafico alla pagina seguente, il quale mostra anche l'ininterrotto accrescimento della circolazione dal 1929 in poi. I biglietti di banca, che si impiegano prevalentemente per pagare i salari e gli acquisti al minuto, tendono a seguire, in volume, le fluttuazioni dell'attività economica ed il livello dei prezzi al minuto. La tendenza, negli ultimi anni e in tutti i paesi del mondo, ad aumentare il volume della circolazione dei biglietti parrebbe indicare un universale miglioramento dei salari, ma anche altri fattori vanno tenuti presenti. E' probabile che, in generale, una maggiore quantità di biglietti si trovi in mani private, sia perchè le migliorate condizioni economiche dei ceti più numerosi consentono a molte persone di trattenere presso di sé maggior denaro per i fabbisogni ordinari, che non fosse loro possibile in passato, sia perchè in tempi di incertezze i biglietti di banca sono considerati come la migliore maniera di conservare una riserva straordinaria immediatamente spendibile in caso di necessità. In Europa, quest'ultimo motivo si è fatto particolarmente sentire a partire dall'autunno del 1938 ed ha prodotto forti aumenti nel volume dei biglietti in circolazione. Anche biglietti di banca esteri, specialmente franchi svizzeri e



dollari, sono stati tesoreggiati, manon in quantità così importanti come quelle d'altre forme di tesoreggiamento. Inoltre, nei paesi dove è stata effettuata la mobilitazione generale, l'allargamento della circolazione di biglietti è dipeso anche dalle maggiori spese statali, nonché dall'evacuazione parziale e dal continuo allontanamento di parte della popolazione da centri densamente abitati, ciò che, oltre a cagionare maggiori spese, ha anche privato persone ed aziende delle loro abituali relazioni bancarie. Una certa espansione della circolazione di biglietti proviene anche, forse, dal rialzo generale dei prezzi al minuto in Europa.

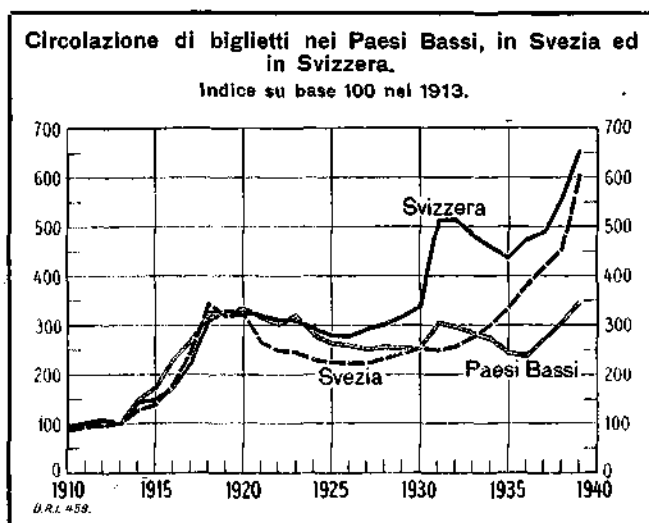
Nel caso degli Stati Uniti e del Canada una parte dell'aumento verificatosi nella seconda metà del 1939, è da mettere senza dubbio in relazione all'accresciuta attività industriale ed all'aumento del potere d'acquisto del pubblico.

I biglietti tesoreggiati non partecipano alla circolazione attiva e ciò spiega perchè le improvvise grandi emissioni di biglietti, specialmente nell'autunno del 1939, abbiano in sé stesso avuto scarso effetto sulla domanda di merci e di

servizi. Finchè il pubblico conserva la fiducia nella stabilità di una moneta — e il continuo tesoreggiamento è indice che la fiducia non manca — non v'è ragione di temere che il tesoreggiamento produca un effetto inflazionistico chè, anzi, esso può essere considerato come una forma di risparmio. Qualora però accadesse che il pubblico cominciasse ad estendere le sue compere oltre il normale, il fatto che esso già si trova in possesso di maggiori quantitativi di biglietti renderebbe meno facile frenare l'espansione degli acquisti che non se il risparmio fosse collocato in depositi bancari, ovvero in investimenti di forma più permanente. Un risultato dell'inclinazione al tesoreggiamento e, in generale, alla conservazione di somme importanti sotto forma di biglietti, è il fatto che le variazioni del volume della circolazione dei biglietti hanno cessato di rappresentare un indice sicuro della presenza o meno di tendenze all'inflazione. Pertanto cresce la necessità di prestare attenzione agli effetti generali delle maggiori richieste di crediti da parte dello Stato e delle aziende private. Le tendenze all'inflazione possono essere compensate da forze operanti nel senso opposto, come è il caso, ad esempio, quando le riserve monetarie sono adoperate per pagamenti all'estero, o quando la pressione inflazionistica è contrastata dal controllo diretto dei costi e dei prezzi delle merci e da metodi appropriati di finanziamento statale intesi a fare rifluire allo Stato ogni eccesso di potere d'acquisto del pubblico.

L'ammontare dei biglietti tesoreggiati è, non occorre dirlo, difficile da determinare con esattezza; esistono però alcune valutazioni generiche. Nella relazione annuale della Banca di Francia per il 1939, si è affermato che la maggior parte dei 25 miliardi di franchi francesi di biglietti emessi tra il 17 agosto ed il 17 settembre 1939 e che rappresentarono un allargamento di 20% della circolazione, fu tesoreggiata dal pubblico. Il Presidente del Consiglio d'amministrazione della Banca nazionale svizzera, nella sua relazione all'Assemblea generale, ha riferito che il volume dei biglietti di banca svizzeri tesoreggiati all'interno ed all'estero rappresentava alla fine del 1939 almeno 600 milioni di franchi svizzeri, su un totale di 2050 milioni in circolazione.

E' interessante rilevare che il tesoreggiamento su larga scala delle banconote è un fenomeno relativamente recente. Dopo le violente inflazioni del periodo che ha fatto seguito alla guerra del 1914-18, un volume considerevole di biglietti di banca, in ispecie dollari e sterline, è stato senza dubbio tesoreggiato dal pubblico in molti paesi dell'Europa continentale; tuttavia, le successive stabilizzazioni, ripristinando gradatamente la fiducia nelle monete, hanno prodotto un certo riflusso. Sopravvenute le svalutazioni del 1931, la tendenza al tesoreggiamento si fece nuovamente sentire, riflettendosi tra l'altro in un brusco rialzo della circolazione cartacea svizzera nel biennio 1930-31. Come si rileva dal grafico qui appresso, lo sviluppo della circolazione di biglietti in Olanda, in Svezia ed in Svizzera tra il 1910 ed il 1930 presenta molti caratteri di somiglianza.



Dipoi, i tre movimenti diventano fortemente divergenti, in dipendenza dalla misura differente nella quale i biglietti di questi tre paesi sono stati tesoreggiati, dalle tendenze dell'attività economica ed infine, dal grado della svalutazione della moneta rispettiva. In Svezia ed in Svizzera, la circolazione dei biglietti esistente alla fine del 1939 era all'incirca doppia di quella degli anni

1918-20, mentre in Olanda, alla fine del 1939, essa era praticamente invariata rispetto al periodo suindicato.

In parecchi paesi, l'aumento della circolazione nel 1939 si è effettuato senza difficoltà mediante semplici ritiri di depositi precedentemente esistenti alla banca centrale per conto di istituti di credito privati. Per esempio, in Svizzera, i depositi presso la Banca nazionale diminuirono di 317 milioni di franchi tra il 1° agosto 1939 e la fine dell'anno, mentre durante lo stesso periodo i biglietti in circolazione aumentavano di 309 milioni di franchi. Parimenti, l'allargamento della circolazione di biglietti della Riserva federale negli Stati Uniti è avvenuto a spese dell'eccedenza di riserve delle banche affiliate.

Anche nei paesi nei quali il sistema di credito dispone di contante in misura sufficiente, spesso è accaduto che talune aziende, quali ad esempio le casse di risparmio situate in località esposte al rischio di essere evacuate, hanno avuto bisogno di soccorso. E' anche avvenuto che non tutte le banche commerciali si sono trovate in grado di fornire coi propri mezzi i crediti occorrenti ai loro clienti per rafforzare le loro scorte di magazzino o per finanziare il loro commercio d'importazione o esportazione senza ricorrere a banche estere. Per tali motivi si è maggiormente fatto ricorso alla banca centrale per lo sconto o il risconto.

All'infuori di questi metodi d'espansione creditizia, un'altra fonte d'emissioni di biglietti si ritrova, in molti casi, nelle possibilità di anticipazioni allo Stato, fornite in base alle norme esistenti o rivedute. Qualche volta, per esempio nei Paesi Bassi, le anticipazioni allo Stato erano consentite dalle leggi in vigore che regolavano i rapporti fra lo Stato e la banca centrale. Più spesso però si è riscontrata la necessità, creata dalla guerra stessa o anche prima, di rendere più elastiche le norme esistenti, allo scopo di fornire allo Stato

maggiori possibilità di ottenere fondi dalla banca centrale, sia direttamente, sia mediante operazioni sul mercato libero.

Ad esempio, il Governo francese, mediante decreto del 1° settembre 1939, ha approvata e messa in vigore la convenzione del 29 settembre 1938, in base alla quale la Banca di Francia accorda al Tesoro anticipazioni fino a 25 miliardi di franchi al momento della mobilitazione generale, l'interesse venendo corrisposto nella misura di 1%, che diventerà 3% un anno dopo la cessazione delle ostilità. Sugli introiti a titolo d'interesse la Banca trattiene $\frac{1}{2}\%$ per rimborso spese ed il rimanente va accantonato in prima linea di un conto speciale di riserva per essere poi restituito al Tesoro. In una successiva convenzione del 29 febbraio 1940 tra il Tesoro francese e la Banca di Francia, si è concordata una nuova anticipazione di 20 miliardi di franchi sotto forma di buoni del Tesoro negoziabili, infruttiferi finchè in mano alla Banca e fruttanti interesse al saggio del mercato, a partire dal momento in cui sono venduti. Anche su queste anticipazioni la Banca di Francia riceve $\frac{1}{2}\%$ per rimborso spese. In Germania, la legge del 15 giugno 1939 relativa alla Reichsbank aveva, già prima della guerra, abolito le limitazioni imposte nella misura di 100 milioni di marchi per le anticipazioni ordinarie al Ministero delle Finanze e di 400 milioni di marchi per lo sconto delle cambiali del Tesoro, riservando al Führer la facoltà di determinare i nuovi limiti. In Svizzera, il Consiglio d'amministrazione della Banca nazionale ha rialzato il limite della facoltà di sconto del Governo federale, con provvedimento del 15 settembre 1939, inteso a fine precauzionale. Nel Belgio le modificazioni apportate il 23 settembre 1939 agli statuti della Banca nazionale (in base al decreto reale del 24 agosto) davano facoltà alla Banca di scontare, comperare o vendere buoni a breve o medio termine, emessi o garantiti dallo Stato, dalla Colonia del Congo o dal Granducato di Lussemburgo, nonchè di comperare o vendere titoli nazionali a lungo termine e quotati in borsa, e ciò fino a concorrenza di 5 miliardi di franchi invece dei 500 milioni ammessi precedentemente. Inoltre, la Banca nazionale venne autorizzata ad acquistare titoli pubblici fino a concorrenza delle sue riserve di capitali e fondi di ammortamento.

Analoghi cambiamenti si riscontrano in altri paesi. Nel febbraio 1939 una modificazione degli statuti della Banca di Polonia aveva accordato al Consiglio d'amministrazione l'autorizzazione a consentire anticipazioni allo Stato contro titoli e a scontare cambiali del Tesoro; tale facoltà fu ulteriormente accresciuta alla fine d'agosto. In Jugoslavia, i decreti del 24 agosto e del 16 settembre 1939 estesero il limite dell'autorizzazione alla Banca nazionale a concedere prestiti allo Stato sotto forma di anticipazioni e sconti. In Lituania, gli statuti della Banca di Lituania sono stati modificati il 10 novembre 1939 allo scopo di aumentare gli investimenti della Banca in buoni del Tesoro a non oltre dodici mesi di

scadenza e fino a concorrenza di due terzi del capitale. In Spagna un decreto del 9 novembre 1939, che ha riconosciuto ai biglietti della Banca di Spagna la qualità di moneta legale, è stato seguito da un altro decreto che ha permesso alla Banca di acquistare e vendere titoli di Stato, previo accordo col Ministero delle finanze. Infine, all'infuori dalla zona d'influenza della guerra, in Brasile, un decreto della primavera 1940 autorizza la Banca del Brasile a scontare cambiali del Governo brasiliano fino a concorrenza di 370.000 contos, per saldare i disavanzi contabili dell'anno finanziario 1939.

La maggiore domanda di mezzi liquidi di pagamento all'interno nei detti paesi si è verificata, in molti casi, in coincidenza con provvedimenti diretti a istituire il controllo dei cambi o a rafforzarlo ove già esisteva. Si ritenne generalmente che i mezzi liquidi di pagamento all'estero, specialmente l'oro e le divise, dovessero più opportunamente venire utilizzati per tali pagamenti, anziché essere conservati a copertura della circolazione interna. Nel Regno Unito, immediatamente dopo lo scoppio della guerra, il Cancelliere dello scacchiere annunciò, il 6 settembre, il trasferimento quasi integrale della riserva aurea della Banca d'Inghilterra al Fondo di perequazione dei cambi, col contemporaneo aumento dell'emissione fiduciaria da 300 a 580 milioni di sterline e l'abolizione di ogni limite alla facoltà consentita al Fondo di procurarsi mezzi liquidi mediante cambiali del Tesoro. Un analogo trasferimento di oro e di divise dalla Banca del Canada alla Commissione di controllo dei cambi canadese si è avuto al principio di maggio 1940 nella misura di 250 milioni di dollari. In Francia la copertura aurea della circolazione, prescritta dagli statuti nella misura di 35 %, è stata sospesa allo scoppio della guerra e, all'atto della stipulazione, nel febbraio 1940, della convenzione fra la Banca di Francia e il Tesoro, oro per 30 miliardi di franchi fu trasferito al Fondo di perequazione dei cambi, in contropartita di titoli negoziabili che la Banca può vendere o ricomperare sul mercato libero. In Germania, la legge del 15 giugno 1939 relativa alla Reichsbank ha soppresso, per quest'ultima, l'obbligo (già in precedenza sospeso) di cambiare i suoi biglietti in oro o divise ed ha prescritto che la Banca conservi oro e divise nella misura che essa ritiene necessaria per effettuare i pagamenti all'estero e mantenere stabile il valore della moneta. In Svezia, talune norme della legge sulla Riksbank sono state modificate da una legge del 22 dicembre 1939 e, in base a tali modifiche, l'oro detenuto all'estero è stato ammesso il 31 gennaio 1940, a far parte della copertura dei biglietti, il che ha consentito alla Riksbank di collocare in custodia all'estero ulteriori partite di oro. In Romania, un decreto del 6 settembre 1939 ha ridotto la copertura statutaria della Banca nazionale da 35 % in oro e divise a 25 % in oro soltanto. Un decreto del 25 aprile 1940 ha permesso alla Banca nazionale di Boemia e Moravia di dedurre dalla circolazione dei biglietti e dagli altri debiti a

vista, ai fini del calcolo della copertura statutaria di 25%, le monete metalliche ed i biglietti di piccolo taglio stilati in corone, compresi i biglietti del Tesoro da 100 corone, e, inoltre, i biglietti in marchi germanici, nonchè talune altre attività nella stessa moneta.

Anche in altri paesi sono state allentate le restrizioni legislative all'emissione di biglietti. Il 13 dicembre 1939, il limite dell'emissione di biglietti della Banca di Finlandia non coperti da oro e divise è stato aumentato di 1,8 miliardi di marchi finlandesi. Nel Giappone, ove l'emissione fiduciaria della Banca del Giappone già era stata aumentata da 1 a 1,7 miliardi di yen il 1° aprile 1938, un ulteriore aumento fino a 2,2 miliardi di yen è stato autorizzato il 1° aprile 1939. Ciononostante, nel dicembre 1939, la circolazione media di biglietti ha sorpassato il totale dell'emissione fiduciaria più circa 500 milioni di yen in oro detenuto dalla Banca del Giappone e, in base alle disposizioni vigenti, la Banca ha dovuto pagare la tassa di 3% sull'eccedenza di biglietti. In Polonia, l'emissione fiduciaria è stata aumentata, al principio d'agosto 1939, fino a 1 miliardo di sloti, d'accordo col Ministro delle finanze e in armonia colla procedura prescritta dagli statuti, modificati nel febbraio 1939, i quali hanno fissato tale limite a 800 milioni di sloti. In Lituania, una modificazione apportata il 10 novembre agli statuti della Banca d'emissione ha conferito a quest'ultima il diritto di aumentare la circolazione di biglietti di 36 milioni di lita al disopra dell'ammontare della circolazione coperta per un terzo da oro. Una deliberazione del settembre 1939 del Governo egiziano ha conferito alla Banca nazionale d'Egitto la facoltà di utilizzare determinate categorie di titoli egiziani e britannici a copertura di biglietti. Infine, nell'Iran, una legge del marzo 1940 eleva il limite complessivo della circolazione di biglietti da 1176 a 1500 milioni di rial e autorizza la Banca nazionale a utilizzare gioielli della corona come copertura, senza però conferirle la facoltà di venderli.

In taluni casi è stato possibile realizzare un aumento dell'emissione di biglietti della banca centrale mediante la nuova valutazione delle riserve auree. La riserva aurea della Banca di Francia è stata rivalutata il 12 novembre 1938 al prezzo di 40.404 franchi per chilogramma di fino (ciò che equivale al cambio di 35,8 franchi per dollaro). In seguito alla già menzionata convenzione del 29 febbraio 1940, la riserva aurea è stata nuovamente valutata al prezzo di 47.605 franchi per chilogramma di fino, che praticamente corrisponde allo stesso prezzo di 47.608 franchi che la Banca ha fissato ogni giorno a partire dal 13 settembre 1939 (a quest'ultimo prezzo la parità del dollaro si stabilisce in 42,41 franchi per dollaro in base al prezzo netto d'acquisto dell'oro da parte del Tesoro americano, nonchè al prezzo dell'oro acquistato a Parigi, laddove il corso ufficiale di vendita del dollaro, e cioè il cambio per l'oro a Nuova York, era di 43,80 franchi). L'utile contabile proveniente da questa nuova valuta-

zione, che è stata la quarta dopo la svalutazione del 1936, è risultato di circa 17,3 miliardi di franchi i quali, insieme con circa 3 miliardi di franchi provenienti dal Fondo di perequazione dei cambi, sono stati ceduti allo Stato per permettergli il rimborso alla Banca di Francia delle anticipazioni temporanee ricevute dal 1936 al 1938.

Il 31 marzo 1940 la riserva aurea della Banca neerlandese fu nuovamente valutata sulla base di un prezzo corrispondente ad un deprezzamento di 18 %, in luogo del deprezzamento effettivo del fiorino di 22 % rispetto al dollaro. A valere sui profitti della nuova valutazione, furono assegnati allo Stato 132,5 milioni di fiorini e 13,9 milioni alla Banca neerlandese la quale ne destinò 7,6 milioni a compensare il residuo delle perdite subite in seguito alla svalutazione della sterlina del 1931 ed utilizzò i rimanenti 6,3 milioni per aumentare le proprie riserve palesi. Alla fine di febbraio 1940 il Ministro delle colonie dei Paesi Bassi ha proposto un'analogo rivalutazione dei 133 milioni di fiorini di oro, costituente la riserva della Banca di Giava.

All'atto della revisione della legge di copertura dei biglietti della Riksbank, effettuata dal Governo svedese il 31 gennaio 1940, in base alla legge del 22 dicembre 1939, la riserva aurea della Banca è stata conteggiata al prezzo corrente dell'oro di 4726 corone per chilogramma, in luogo della parità di 2480 corone; tale valutazione però è stata fatta soltanto ai fini del calcolo del limite dell'emissione. In realtà non si è fatto luogo ad una valutazione effettiva e perciò non è risultato un utile contabile. Nelle situazioni settimanali della copertura della circolazione dei biglietti della Riksbank, l'oro è stato fatto figurare ai prezzi correnti, mentre nei bilanci mensili si è mantenuta l'antica base di conteggio. Il 5 ottobre la Banca nazionale di Jugoslavia ha ricevuto facoltà di computare l'oro, ai fini del calcolo della percentuale di copertura dei biglietti e dei debiti a vista, al suo valore effettivo in dinari, il quale implica un deprezzamento di circa 60 % rispetto al valore del dinaro "stabilizzato" e ciò in sostituzione del metodo precedentemente seguito, consistente nel computare l'oro in base al dinaro stabilizzato, aumentato di un premio di 28½ %. Nel bilancio della Banca nazionale non si è fatta però figurare la nuova valutazione.

I precitati cambiamenti nelle norme che regolano le banche centrali sono stati provocati da necessità di liquidità, dalla pressione da parte dello Stato e dall'aumento dei pagamenti all'estero, altri cambiamenti che si sono verificati nel corso dell'anno dipendono da cause d'altro ordine, ricollegandosi, per esempio, alla giurisdizione su territori occupati militarmente, al rafforzamento del controllo statale ecc.

Un decreto germanico del 5 settembre stabilisce il trasferimento dell'amministrazione della Banca di Danzica alla Reichsbank e ne predispose la

liquidazione. L'11 di settembre la Banca di Danzica ha cessato di emettere biglietti in fiorini, cominciando ad operare in qualità di filiale della Reichsbank.

In seguito all'apertura delle ostilità, il 1° settembre, fra la Germania e la Polonia, la Banca di Polonia fu evacuata da Varsavia il 5 settembre. Trasferite le riserve auree ed una parte del personale a Parigi, la Banca ha ivi ripreso a trattare affari, durante il mese d'ottobre, su una base differente. Nel territorio polacco occupato dalla Germania sono state aperte casse di credito del Reich, gestite dal Consiglio delle casse di credito del Reich, istituite a Berlino il 26 settembre 1939. Al principio, queste casse emisero biglietti loro propri, stilati in marchi e destinati a sostituire i biglietti in sloti che si trovavano in circolazione. Allorquando più tardi si è creata una distinzione fra i distretti polacchi incorporati nell'Impero germanico e quelli posti sotto l'autorità del Governatore generale, le casse istituite nei distretti incorporati sono state trasformate in filiali della Reichsbank. A partire dal 20 novembre le disposizioni relative al controllo dei cambi in Germania sono state estese a questi distretti; il 22 novembre il marco germanico vi è stato introdotto per decreto; il 27 novembre lo slot ha cessato di essere moneta legale e il 21 dicembre è entrata in vigore anche in tali distretti la legge tedesca sulla Reichsbank. Nel Governatorato generale un decreto del 15 dicembre ha creato una Banca d'emissione in Polonia. Fino all'apertura di quella banca, nell'aprile 1940, le casse di credito dell'Impero germanico hanno continuato ad operare sulla base dello slot e sotto la direzione di un'amministrazione centrale situata dapprima a Lodz e poi a Cracovia. La nuova Banca è governata da un presidente e da vice-presidenti polacchi, nominati dal Governatore generale, insieme con un direttore di banca tedesco, il quale ha facoltà di accordare o negare l'approvazione delle operazioni della banca, specialmente per quanto riguarda l'apertura di crediti ed i tassi d'interesse. La banca emette biglietti suoi propri in sloti, mentre i biglietti della precedente Banca di Polonia e quelli delle casse di credito vengono gradualmente ritirati. Esiste una distinzione fra i biglietti della nuova Banca, che vengono dati in cambio di vecchi biglietti in sloti e quelli messi in circolazione in seguito alle operazioni proprie della Banca. Questi ultimi sono coperti dai prestiti e dagli sconti che motivano la loro emissione, nonchè dalle attività della Banca in mezzi di pagamento germanici, cioè biglietti della Reichsbank e disponibilità presso la stessa o presso la stanza di compensazione di Berlino. I biglietti dati in cambio di quelli dell'antica Banca di Polonia devono essere coperti da un'ipoteca speciale fino a concorrenza di 3 miliardi di sloti su tutte le proprietà fondiarie del territorio, con rango privilegiato rispetto ad ogni tassa ed altro carico.

La tendenza ad un controllo governativo sulle banche centrali si è venuta naturalmente ad accentuare per effetto delle esigenze belliche, come

lo provano i poteri eccezionali accordati ai governi di modificare per decreto le disposizioni che regolano le banche centrali; ne sono un esempio la Legge di Difesa (Finanziaria) in Inghilterra e le disposizioni della legge del 22 dicembre in Svezia. La legge del 15 giugno 1939 sulla Reichsbank stabilisce che l'istituto è amministrato e governato in ottemperanza alle dirette disposizioni del Führer e Cancelliere del Reich, il che, incidentalmente, implica che la banca viene ad assumere una posizione eguale a quella dei vari dipartimenti governativi. Con quella stessa legge la denominazione della banca viene mutata da Reichsbank in Deutsche Reichsbank e la facoltà di possedere azioni viene limitata ai sudditi tedeschi che godono della cittadinanza tedesca, nonchè alle aziende o enti che si trovano nel Reich tedesco. All'interno della banca stessa la posizione del Presidente è stata rafforzata dal fatto di avergli accordato un voto decisivo nel Consiglio di direzione. Il già esistente Comitato (consultivo) centrale degli azionisti è stato sostituito da un Consiglio consultivo che funziona da organo di collegamento con i settori dell'industria e del commercio germanici.

Il 30 settembre 1939 varie modifiche sono state apportate agli statuti della Reichsbank, relative a questioni di interesse secondario, come la direzione delle filiali, i diritti degli azionisti, la procedura dell'assemblea annuale ecc. Sono anche state stabilite le disposizioni per la costituzione del Consiglio consultivo e si è provveduto alla creazione di Consigli consultivi regionali, associati alle filiali più importanti della banca. Alla riunione del 29 ottobre 1939 del Consiglio consultivo si è proceduto alla formazione di un Comitato generale e di commissioni speciali per il credito, per il mercato dei capitali, per la borsa, per la moneta e per il commercio con l'estero.

La tendenza ad aumentare il controllo governativo sulla banca centrale, già fattasi sentire fino dal 1935 nella Nuova Zelanda, raggiunse il suo massimo sviluppo con la legge di modifica della Banca di riserva della Nuova Zelanda, emanata nel 1939 come parte della legislazione finanziaria di guerra. La detta legge impone al Governatore ed al Consiglio della banca di dare effetto alle decisioni governative, dà facoltà al Ministro delle finanze di abolire o di modificare il rapporto tra riserve e circolazione ed autorizza la nuova valutazione dell'oro della banca al prezzo di mercato e l'accreditamento del profitto ricavato ad un conto speciale a favore dello Stato.

In Bolivia la banca centrale è stata nazionalizzata con un decreto governativo dei primi di agosto, entrato in vigore verso la metà dello stesso mese. Precedentemente, il Governo deteneva 70 % delle azioni della banca; le residue 30 %, appartenenti ad azionisti privati, sono state rimborsate alla pari ed il fondo di riserva per dividendi è stato distribuito, dopo trattenuto a titolo d'imposta 20% della parte di esso spettante agli azionisti privati. La banca è sotto la direzione di un Consiglio di dodici membri composto del Presidente, nominato

dal Governo, di sei rappresentanti governativi ed un rappresentante per ciascuno dei principali rami dell'economia: miniere, industria, agricoltura, commercio e banche private. Ai crediti a favore del Governo e delle imprese di carattere pubblico provvede la banca per il tramite del Ministro delle finanze; essi vengono accordati soltanto se esistono disponibilità sufficienti e se, nel giudizio del Consiglio, il loro impiego a tale scopo non influisce sulla stabilità monetaria. Un decreto del 5 settembre 1939 ha imposto una nuova valutazione della riserva aurea della banca in base alla nuova parità di 120 boliviani, anziché 80, per sterlina ed al prezzo dell'oro di 148 scellini. I profitti ricavati dalla nuova valutazione sono stati utilizzati in parte per rimborsare le azioni di proprietà privata, in parte per coprire spese straordinarie dello Stato e in parte per portare il capitale della banca da poco più di 25 milioni di boliviani a 50 milioni.

La trasformazione della Banca nazionale d'Egitto in una banca centrale ha fatto ulteriori progressi durante l'anno in esame. Nel giugno del 1939 gli azionisti della banca si pronunziarono all'unanimità in favore del cambiamento progettato. Nel marzo del 1940 la Camera dei Deputati ha approvata la concessione alla banca del privilegio di emissione per un periodo di 40 anni ed il Ministro delle finanze ha annunciata la prossima presentazione di un progetto di legge per la completa trasformazione dell'istituto in una banca centrale. Nell'aprile del 1939 l'assemblea generale della Banca del Brasile ha approvato l'aumento, già deciso nel 1936, del capitale sociale da 100.000 a 200.000 conti, il Governo federale contribuendo all'aumento per la metà. Ad una riunione dei governatori dei 21 Stati brasiliani, tenutasi alla fine di novembre del 1939, il Ministro federale delle finanze aveva annunciato l'intendimento di convertire la Banca del Brasile in una banca centrale, utilizzando a tal fine l'oro detenuto dal Governo brasiliano e dalla Banca del Brasile a Rio de Janeiro, nonché l'oro ceduto dal Tesoro degli Stati Uniti e conservato negli Stati Uniti stessi.

La cooperazione tra le banche centrali è naturalmente interrotta per il momento tra gli istituti dei paesi belligeranti; ma si è sviluppata in altre direzioni d'interesse prevalentemente regionale. Nel gennaio del 1939, i governatori delle banche nazionali del gruppo balcanico (Jugoslavia, Romania, Grecia e Turchia) riunitisi a Belgrado per discutere questioni tecniche finanziarie di comune interesse, si sono accordati per una collaborazione più intima nel campo finanziario. Il 14 ed il 15 ottobre del 1939 si sono avute a Copenaghen delle riunioni tra i rappresentanti delle banche centrali della Danimarca, della Finlandia, dell'Islanda, della Norvegia e della Svezia. Di carattere simile a questa cooperazione regionale tra banche centrali, sebbene differente nella forma, sono state le conferenze tenutesi tra i rappresentanti delle 21 repubbliche americane, dalle quali è scaturita l'istituzione di un Comitato consultivo economico e finanziario

interamericano con sede in Washington, destinato alla discussione dei problemi commerciali e finanziari posti dalla guerra europea. Questo Comitato è stato creato ad una riunione dei Ministri degli affari esteri degli Stati americani tenutasi a Panamá nel settembre 1939; in conformità ad un voto emesso dalla Conferenza panamericana dei rappresentanti dei dicasteri del Tesoro dei vari paesi americani, tenutasi in Guatemala nel novembre, il Comitato ha redatto un piano per la creazione di una Banca interamericana. Gli scopi principali di questo istituto si possono riassumere come segue: favorire il commercio tra i paesi dell'America latina e gli Stati Uniti, incoraggiare gli investimenti reciproci tra i due emisferi, collaborare alla difesa delle monete dei paesi aderenti e, infine, intraprendere ricerche su problemi relativi alle finanze pubbliche, ai cambi, alla moneta e alle banche e concernenti specificamente le repubbliche americane. Secondo il progetto, i poteri della Banca possono riassumersi nel modo seguente: concedere prestiti a breve, a media ed a lunga scadenza, in oro o in qualsiasi valuta, ai vari Governi ed alle loro rispettive banche centrali, autorità locali e singoli individui, alla condizione che questi prestiti siano garantiti dal Governo interessato; acquistare, vendere e negoziare obbligazioni e titoli di Governi partecipanti che non abbiano sospeso i pagamenti, nonchè titoli il cui servizio non sia stato sospeso e che siano garantiti dai governi stessi; garantire prestiti; agire da stanza di compensazione; emettere titoli o obbligazioni; accettare depositi dei Governi partecipanti e di altri a condizione che il Governo interessato non vi si opponga in tempo, e così via.

Il capitale della banca sarà di 100 milioni di dollari, suddiviso in azioni di 100 mila dollari ciascuna, che le varie repubbliche sottoscriveranno proporzionalmente al valore, espresso in dollari, del loro commercio estero nel 1938, con un massimo di 50 azioni per paese. La Banca non comincerà ad entrare in funzione fino a che per lo meno cinque Governi, sottoscrittori di un minimo di 145 azioni, non abbiano ratificata la convenzione relativa alla creazione della Banca. L'11 maggio 1940 la convenzione veniva firmata dalla Colombia, dalla Repubblica Dominicana, dall'Equatore, dal Messico, dal Nicaragua e dagli Stati Uniti. Poichè questi paesi si sono impegnati a sottoscrivere ad un numero di azioni superiore al suddetto minimo, si può dire che è cominciato il lavoro preparatorio per la creazione definitiva dell'istituto.

Nel progetto della Banca interamericana una parte considerevole è stata assegnata ai Governi, sia per quanto riguarda la direzione, sia in merito alle transazioni da svolgere; in tal modo la creazione di questo istituto fornisce un altro esempio della tendenza ad ingrandire l'influenza statale nella sfera delle banche centrali. Nei paesi europei questa tendenza riflette più chiaramente il bisogno urgente di rafforzare l'autorità governativa nei periodi di gravi necessità nazionali, in cui la politica monetaria soggiace sempre più alle occorrenze immediate

dello Stato. Per quanto, dal punto di vista formale, l'indipendenza delle banche centrali — concepita come elemento del sistema, gradatamente perfezionatosi, di cautele occorrenti per garantire la stabilità monetaria — sia minorata per effetto dei predetti provvedimenti d'eccezione, in realtà il campo d'attività della maggior parte delle banche centrali si è forse piuttosto allargato. Coll'accenramento dell'autorità in epoche di grandi difficoltà, le banche centrali assumono funzioni nuove alle quali, in ragione della loro intima connessione con i mercati del danaro e dei cambi, sono più atte che non gli ordinari dicasteri governativi. Per di più l'azione della banca centrale, in quanto organo consultivo del Governo, assume un'importanza sempre maggiore. Allorchè il controllo governativo viene esteso a nuovi settori dell'economia nazionale e vi sono urgenti problemi fiscali e finanziari da risolvere, la banca centrale, con la sua speciale competenza tecnica, diviene un organo indispensabile di collaborazione col Governo, data la complessità dei problemi e il nesso indissolubile tra politica economica e politica finanziaria.

VII. LE OPERAZIONI ORDINARIE DELLA BANCA.

1. L'ATTIVITÀ DEL DIPARTIMENTO BANCARIO.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1940, certificato dai sindaci, figura all'allegato II alla presente relazione. La cifra totale è di 469,9 milioni di franchi svizzeri oro di 0,2903 grammi d'oro fino, contro 606,5 milioni al 31 marzo 1939. Nessun cambiamento è stato apportato, durante l'anno, al metodo seguito per valutare in franchi svizzeri oro le diverse divise che compongono le attività e le passività della Banca. Come in precedenza, il calcolo è basato sul prezzo ufficiale di vendita dell'oro da parte del Tesoro americano e sul corso del cambio delle singole valute contro il dollaro al giorno della chiusura dei conti. E' vero che il valore di talune divise al 31 marzo 1940, espresso nella moneta di conto statutaria, differisce notevolmente dal loro valore al 31 marzo 1939; tuttavia, l'importanza relativa di tali divise nell'ultimo bilancio è molto piccola, di modo che le cifre espresse in franchi svizzeri oro alle due date possono considerarsi perfettamente paragonabili tra loro.

Già nei due anni precedenti, i movimenti delle risorse della Banca venivano provocati dagli stessi fattori che agivano sulla situazione politica internazionale. Gli avvenimenti del 1939, specialmente quelli del settembre, non potevano non accentuare questa correlazione.

Nell'anno in esame, i depositi affidatici dalle banche centrali hanno costituito ancora una volta la sola partita del passivo soggetta a variazioni, se si astrae dal ritiro del Fondo di garanzia del Governo francese. I depositi delle banche centrali accusarono una diminuzione più o meno regolare fino alla fine di ottobre; in seguito riguadagnarono terreno fino al 31 dicembre per ridiscendere ad un minimo alla fine del febbraio 1940 e ritrovarsi, al termine dell'anno finanziario, ad un livello pressoché identico a quello della fine di gennaio.

Fino alla fine dell'anno scorso il volume dell'oro depositato presso la Banca, o da essa detenuto, ha seguito un andamento quasi esattamente parallelo a quello dei depositi in divise delle banche centrali, fatta eccezione dell'aumento del novembre e del dicembre che è stato molto meno accentuato. Durante i primi tre mesi dell'anno in corso si è verificato un ritiro continuo che, al 31 marzo 1940, portava ad un minimo il volume del detto oro. Questi cambiamenti appaiono dalla prima tabella.

Al 31 marzo 1940 i depositi di banche centrali in conto proprio rappresentavano meno di un quarto del volume che avevano l'anno precedente. D'altra parte, l'oro in custodia (che non appare sul bilancio) ammontava ad un terzo

	1939							1940
	31 marzo	30 giugno	31 luglio	31 agosto	30 sett.	31 ottobre	31 dic.	31 marzo
<i>Millioni di franchi svizzeri oro</i>								
Depositi di banche centrali in conto proprio:								
a vista	46,3	87,6	79,0	21,6	28,4	17,5	46,4	32,0
a 3 mesi al massimo	97,2	34,5	35,7	32,2	11,8	2,7	0,1	—
Totale . . .	143,5	122,1	114,7	53,8	40,2	20,2	46,5	32,0
Depositi di oro	9,7	13,3	14,4	14,1	10,7	10,7	10,3	12,9
Oro di proprietà della Banca	29,0	49,3	41,4	14,5	5,8	6,8	12,3	17,6
Oro in custodia non com- preso nel bilancio . . .	236,7	172,3	193,7	135,4	101,2	89,8	89,0	73,2
Totale . . .	275,4	234,9	249,5	164,0	117,7	107,3	111,6	103,7

circa della cifra al 31 marzo 1939. Ne consegue che gli avvenimenti in corso hanno considerevolmente diminuito le attività affidate alla Banca.

Il volume delle operazioni correnti non si è però ridotto nella stessa misura. La tabella seguente offre un confronto di tali operazioni in rapporto con quelle degli anni precedenti, effettuato prendendo come base = 100 il volume totale delle operazioni nell'anno finanziario 1937-38.

Percentuale del volume complessivo delle operazioni nel 1937-38	Anno finanziario 1937-38	Anno finanziario 1938-39	Anno finanziario 1939-40
Movimenti in conti deposito	47,4	49,1	59,0
Operazioni in cambi	7,1	12,6	9,8
Acquisti, vendite e permutate di oro . . .	23,1	32,6	18,7
Movimenti di oro in custodia	22,4	42,7	31,5
Totale . . .	100,0	137,0	119,0

Il volume totale delle operazioni della Banca nell'anno finanziario 1939-40 corrisponde approssimativamente alla media dei due anni precedenti; lo sviluppo dei movimenti nei conti di depositi è rilevante e il volume delle operazioni in oro, sebbene inferiore di circa un terzo a quello dell'anno finanziario 1938-39, si mantiene tuttavia più alto di quello di due anni fa. Inoltre, le condizioni alle quali dette operazioni sono state effettuate durante l'anno in esame hanno rese queste ultime considerevolmente più remunerative per la Banca, pur essendosi prese allo stesso tempo tutte le precauzioni al fine di ridurre al minimo il rischio inerente ad operazioni direttamente connesse colle inconsuete esigenze di talune banche centrali in dipendenza dalla situazione politica.

Il confronto tra le voci principali del bilancio al 31 marzo 1939 e al 31 marzo 1940 dà luogo alle osservazioni seguenti.

A. Passivo.

Il totale dei depositi a lunga scadenza è sceso da 255,2 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1939, a 229,6 milioni al 31 marzo 1940. A quest'ultima data le sole partite che rimanevano erano i depositi nel Conto fiduciario delle annualità e il deposito del Governo tedesco. Il deposito di garanzia del Governo francese venne rimborsato nel settembre 1939 poichè si ritenne cessata la necessità di mantenerlo conformemente all'articolo 199 degli allegati al Piano Young. Con lodo arbitrale del 30 gennaio 1935 il valore del Fondo era stato fissato a circa 305 milioni di franchi francesi.

La prima tabella di questo capitolo riassume i movimenti dei depositi in divise costituiti da banche centrali in conto proprio. I criteri seguiti da questi depositanti non sono stati uniformi: fin dall'agosto, talune banche centrali ritirarono l'intero ammontare dei loro depositi; altre li hanno ridotti progressivamente oppure hanno lasciato dei saldi che sono tutt'ora relativamente importanti. Già prima del settembre, taluni istituti avevano proceduto ad un raggruppamento dei loro conti, mettendo fine, in particolare, ad un certo numero di depositi inattivi. D'altra parte, dal principio di settembre, la Banca ha ricevuto taluni nuovi depositi che sembrano dover assumere un carattere permanente, mentre si è vista affidare un certo numero di operazioni nei confronti delle quali essa ha esplicato principalmente una funzione di intermediaria per movimenti di fondi.

Gli avvenimenti attuali hanno anche indotto taluni istituti del continente americano a ridurre fin dove possibile i loro impegni ed i loro averi in Europa. Vi è stata conseguentemente una riduzione delle risorse della Banca che è stata accompagnata dalla scomparsa, tanto all'attivo quanto al passivo, delle voci "garanzie ricevute da banche centrali su effetti ceduti" e "garanzie prestate su effetti commerciali ceduti", voci che rappresentavano vendite di effetti tratti dal nostro portafoglio in rapporto allo speciale utilizzo di taluni depositi in divise.

E' da notare che attualmente i depositi di banche centrali in conto proprio rivestono soltanto la forma di depositi a vista. I depositi a scadenza non superiore a tre mesi sono andati regolarmente declinando e sono apparsi per l'ultima volta, per una cifra insignificante, nella situazione della Banca al 31 dicembre 1939.

I depositi delle banche centrali in conto di terzi, che durante tutto l'anno hanno conservata la forma di depositi a vista, non sono stati soggetti a grandi oscillazioni. Da 1,8 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1939, essi sono passati a 1,6 milioni al 31 marzo 1940, dopo aver raggiunto il massimo con 2 milioni al 31 luglio 1939 e il minimo con 1,1 milione al 31 gennaio 1940.

Una diminuzione molto più importante si è verificata nella voce "altri depositanti". Il massimo per l'anno finanziario fu raggiunto con 4,4 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1939; la cifra di 1,1 milioni riportata nella situazione al 31 marzo 1940, sarebbe stata la più bassa di tutto l'anno finanziario se non vi fosse da considerare una caduta temporanea a 0,7 milioni il 31 agosto 1939.

Oscillazioni ancora maggiori hanno registrato i depositi a breve scadenza e a vista espressi in peso d'oro, saliti da 9,7 milioni di franchi svizzeri oro il 31 marzo 1939, al massimo, per l'anno finanziario, di 14,4 milioni il 31 luglio 1939. Essi raggiunsero il minimo di 10,3 milioni il 30 novembre e, a partire da questa data, vi fu un aumento lento ma regolare che portò la cifra a quasi 13 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1940. Questo totale comprende per 1,8 milioni la voce dei depositi vincolati che, sulla nostra situazione, è apparsa per la prima volta nel gennaio 1940.

Come negli anni precedenti, questi depositi espressi in oro hanno conservato una importanza non trascurabile in rapporto al regolamento, effettuato per il tramite della Banca, delle transazioni postali internazionali, nonché alle operazioni di compensazione o di trasferimento di valute estere, talvolta per piccoli importi, operazioni che avrebbero potuto difficilmente essere compiute in altro modo. Durante l'anno suggerimmo a quelle banche centrali che, per il regolamento di pagamenti postali internazionali, mantenevano presso di noi dei conti di depositi di oro a vista per consegna a Londra, di sostituirli temporaneamente con conti per consegna a Berna, in modo da assicurare un regolare funzionamento del sistema anche nelle difficili circostanze del momento.

Per quanto riguarda il regolamento dei pagamenti postali internazionali e dei pagamenti tra amministrazioni telefoniche e telegrafiche, la Banca ha continuato ad effettuare operazioni implicanti trasferimenti tra conti in divise, nonché l'utilizzo di conti di deposito espressi in peso d'oro, intestati alle banche centrali dei paesi interessati. Come fu già spiegato minutamente nella relazione dell'anno scorso, i creditori ed i debitori che applichino quest'ultimo metodo non si trovano nella necessità di accordarsi preventivamente sulla valuta da impiegare per il regolamento e la conversione degli importi computati in franchi oro: i pagamenti sono effettuati mediante semplici trasferimenti al conto in questione espresso in peso d'oro, senza che si renda necessario un effettivo movimento di oro. La sicurezza, la modicità del costo e la rapidità offerte dal nuovo metodo hanno portato, durante l'anno, ad un aumento del numero delle amministrazioni e delle banche centrali che lo hanno adottato. Il volume dei movimenti nei conti in questione è stato nettamente più grande di quello dell'anno precedente; i pagamenti per i quali si sono utilizzati i conti di depositi in oro hanno considerevolmente oltrepassato quelli per cui si impiegavano

prima unicamente i conti in divisa e tali pagamenti hanno continuato ad essere fatti regolarmente anche dopo lo scoppio delle ostilità.

B. Attivo.

La tabella seguente dà un'idea del movimento, a certe epoche caratteristiche dell'anno, delle voci che concorrono a formare il totale delle attività della Banca facilmente realizzabili.

	31 marzo 1939	30 giugno 1939	31 ottobre 1939	31 marzo 1940
Millioni di franchi svizzeri oro				
Oro in barre	38,8	62,6	17,5	30,6
Riserva in divise	23,6	23,1	15,9	34,8
Fondi a vista	32,7	22,4	13,8	16,3
Portafoglio riscontabile:				
Effetti commerciali e accettazioni di banche	142,2	144,5	109,5	93,5
Cambiali del Tesoro	74,7	80,9	48,5	68,4
Totale	312,0	333,5	205,2	243,6

In via di massima si troverà che le variazioni sopravvenute nel totale delle attività della Banca facilmente realizzabili corrispondono più o meno ai cambiamenti nel totale delle sue risorse. Per quanto riguarda quest'ultime, tra il totale, quale appare dalla situazione al 30 giugno 1939 (589,3 milioni di franchi svizzeri oro) e quello corrispondente nella situazione al 31 ottobre (452,3 milioni) la differenza è di 137 milioni di franchi svizzeri oro, mentre tra i totali delle attività della Banca facilmente realizzabili alle due stesse date la differenza è di 128,3 milioni. In tal modo, tanto il mantenimento della liquidità, principio fondamentale di tutte le operazioni della Banca, quanto la conservazione di una considerevole eccedenza liquida, si sono rivelate opportune; grazie alla stretta aderenza a questi principi, in nessun momento la Banca si è vista obbligata a far ricorso alle facilitazioni supplementari di cassa che essa aveva avuto cura di assicurarsi presso la maggior parte dei suoi corrispondenti.

I movimenti delle voci sopra rammentate danno luogo alle seguenti osservazioni:

Le cifre che appaiono nella tabella per l'oro in barre corrispondono approssimativamente ai movimenti più ampi che siano stati registrati sotto questa voce durante l'anno finanziario. Il massimo fu raggiunto il 31 marzo 1939 con 64,7 milioni di franchi svizzeri oro, ed il minimo il 30 settembre con 16,5 milioni. Tra queste due date il movimento si è mantenuto regolare: aumento dal marzo 1939 al maggio successivo, diminuzione dal maggio al settembre e nuovo aumento dal settembre al marzo 1940.

L'oro appartenente in proprio alla Banca, rappresentato dall'eccedenza dell'oro in barre sugli impegni espressi in peso d'oro, ha variato nella misura che appare nella prima tabella di questo capitolo. Il massimo, con 51,5 milioni di franchi svizzeri oro, fu raggiunto il 31 maggio; vi è stato successivamente un persistente declino che ha portato questa cifra, il 30 settembre, a 5,8 milioni, seguito da un aumento, anch'esso persistente, fino a 17,6 milioni raggiunti il 31 marzo 1940. Tuttavia, la media degli ultimi cinque mesi dell'anno finanziario ha appena oltrepassato i 15 milioni di franchi svizzeri oro, ciò che equivale a meno di 5000 chilogrammi di oro fino.

Le misure precauzionali adottate dalla Banca e le limitazioni che essa stessa si è imposta, hanno permesso all'istituto di ridurre la sua scorta d'oro complessiva al volume minimo sopra specificato; ma l'esperienza acquisita in materia di operazioni in oro ha dimostrato che il mantenimento di una scorta di siffatte dimensioni è appena sufficiente a permettere alla Banca di far fronte alle richieste che le vengono rivolte. Nel precedente rapporto annuale, in un momento cioè in cui i problemi attuali non si erano ancora presentati, si stimò ad un minimo di 25 milioni di franchi svizzeri oro la scorta media che era desiderabile mantenere a disposizione.

La scorta d'oro della Banca ha assolto, durante l'anno, il compito cui si è fatto cenno nella precedente relazione annuale: la sua esistenza ha permesso di effettuare, nelle migliori condizioni possibili, le operazioni in oro intraprese per conto della clientela di banche centrali. Inoltre, la ripartizione, su vari mercati, dell'oro appartenente in proprio alla Banca ed il mantenimento di taluni minimi raggiungono lo scopo di potersi procurare, dove necessario, dei margini di cassa e di costituire delle riserve speciali per parare ad alcuni rischi e ritardi inerenti alle spedizioni di oro effettuate dalla Banca per suo proprio conto.

La cassa in contanti e conti correnti è stata egualmente soggetta a oscillazioni abbastanza considerevoli durante tutto l'anno. Da 23,6 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1939 essa scese al basso livello di 6,8 milioni al 31 maggio; ammontava a circa 27 milioni alla fine d'agosto e alla fine di settembre, declinò nuovamente a 15,9 milioni al 31 ottobre; infine, risalendo ancora una volta, superava, al 31 dicembre 1939, il livello di 50 milioni che è stato il massimo dell'anno. La cifra più alta raggiunta da allora in poi è stata quella di 34,8 milioni al 31 marzo 1940.

I fondi a vista fruttiferi hanno, nell'insieme, accusato una tendenza discendente abbastanza persistente fino dall'inizio dell'anno finanziario; la cifra di 32,7 milioni di franchi svizzeri oro che figura al 31 marzo 1939 è stata la più alta di tutto l'anno finanziario, mentre il minimo è stato registrato il 28 febbraio 1940 con 10,4 milioni. La cifra di 16,3 milioni che appare al 31 marzo 1940, è superiore alla media degli otto mesi precedenti.

Caratteristiche sono state le variazioni del portafoglio riscontabile. Da 216,9 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1939 esso salì lentamente a 228,1 milioni al 31 luglio, per scendere a 177,2 milioni al 31 agosto, a 176,1 milioni al 30 settembre e declinare ulteriormente a 158 milioni al 31 ottobre; le variazioni successive si mantennero entro limiti ristretti e, al 31 marzo 1940, tale cifra ammontava a 161,9 milioni. Laddove, al 31 marzo 1939, la proporzione tra cambiali e accettazioni di banca da una parte e buoni del Tesoro dall'altra era approssimativamente quella di 2 a 1, al 30 novembre apparve una proporzione inversa e la tendenza a mantenere buoni del Tesoro in misura relativamente maggiore raggiunse il massimo al 31 gennaio 1940, allorchè le cambiali ammontarono a 57,8 milioni di franchi svizzeri oro, contro un totale di buoni del Tesoro per 101,8 milioni. Col 31 marzo 1940 il portafoglio aveva riassunto un aspetto più normale; le cambiali ammontavano a 93,5 milioni contro 68,4 milioni di buoni del Tesoro.

I fondi vincolati fruttiferi hanno variato in una misura sensibile solo a partire dall'ottobre. Il 31 marzo 1939 essi ammontavano a 32,8 milioni di franchi svizzeri oro; salirono a 35,6 milioni il 31 agosto e, ancor più, a 33 milioni il 30 settembre. Più tardi declinarono fino a raggiungere il livello di 8,6 milioni al 28 febbraio 1940, ma ripresero successivamente fino a 17,4 milioni al 31 marzo.

Il volume degli effetti e investimenti diversi è diminuito tra il 31 marzo 1939 e il 31 marzo 1940 da 258,7 a 206,6 milioni di franchi svizzeri oro. Queste cifre rappresentano rispettivamente il massimo e il minimo per l'anno finanziario. Alle due date suddette tale voce si scomponeva come segue:

	31 marzo 1939	31 marzo 1940
	Millioni di franchi svizzeri oro	
Scadenza a 3 mesi	126,3	110,1
Scadenza da 3 a 6 mesi	63,9	80,0
Scadenza a più di 6 mesi	68,5	16,5
Totale	258,7	206,6

In tal modo la proporzione tra gli investimenti con scadenza inferiore a tre mesi ed il totale degli investimenti era più alta al 31 marzo 1940 che non al 31 marzo 1939, mentre gli investimenti a più di sei mesi rappresentavano, al 31 marzo 1940, soltanto 8% del totale, contro 26% alla stessa data dell'anno precedente.

* * *

Sotto l'influenza degli avvenimenti della seconda metà del 1939, la Banca si è trovata di fronte ad un insieme di problemi più complesso del solito. Le considerazioni in merito al rendimento hanno dovuto passare in seconda linea rispetto alle questioni di sicurezza e di liquidità. I cambiamenti intervenuti nei rapporti reciproci tra le principali monete hanno inoltre costretto la Banca ad una osservanza ancora più rigida delle regole concernenti tanto la sorveglianza, quanto la massima limitazione possibile delle posizioni in cambi che l'istituto, per la struttura stessa delle sue attività e delle sue passività, è obbligato a mantenere in oro o in divise coperte da una garanzia in oro da parte del debitore.

I problemi accessori sorti dallo stato di belligeranza tra i vari paesi, i ritardi di forza maggiore apportati all'esecuzione della maggior parte delle operazioni, nonché le questioni sorte in relazione ai paesi il cui stato giuridico è cambiato, hanno posta la Banca di fronte ad un certo numero di difficoltà. E' motivo di soddisfazione poter affermare che esse sono state tutte sormontate tenendo conto tanto degli interessi della Banca quanto di quelli della clientela. Le garanzie e le assicurazioni che la Banca ha potuto dare a questo riguardo e così pure la buona volontà e la simpatia dimostrate dalle banche centrali interessate sia direttamente, sia indirettamente a questi problemi, furono in ogni singolo caso, di grande aiuto per potere arrivare alla soluzione più soddisfacente che le circostanze abbiano consentito.

In seguito agli avvenimenti del settembre, la Banca è stata costretta a prendere talune decisioni concernenti i principi che reggono le sue operazioni. A parte quelle d'ordine più o meno interno derivanti automaticamente dalla necessità di mantenere un alto grado di liquidità al fine di poter fronteggiare l'eventualità estrema di un ritiro completo dei depositi affidati alla Banca, la natura stessa dell'istituto ha portato all'adozione di talune regole di condotta. La Banca dei regolamenti internazionali mantiene relazioni d'affari con la maggior parte delle banche centrali. Tali rapporti le impongono pertanto di intraprendere soltanto quelle operazioni che non si prestino a critica dal punto di vista tanto dei belligeranti quanto degli altri paesi. Talune norme che la Banca aveva già osservato fino dal mese di settembre vennero codificate nel dicembre 1939 e portate a conoscenza della clientela.

* * *

Come appare dalla seconda tabella alla pagina 174, il volume delle operazioni su oro compiute dalla Banca durante l'anno in esame fu inferiore a quello dell'anno precedente. Ma le speciali circostanze nelle quali queste operazioni vennero effettuate danno loro un significato forse più grande che non nel passato. Esse furono particolarmente numerose durante i primi mesi

dell'anno finanziario. Il loro volume complessivo rappresentò l'equivalente di circa 400 milioni di franchi svizzeri oro nell'aprile e 300 milioni nel maggio del 1939. La diminuzione successiva divenne particolarmente notevole a partire dal dicembre 1939. Come dato di fatto, le proposte e le richieste che vennero avanzate alla Banca nel corso dell'anno finanziario riguardarono operazioni rivolte quasi unicamente nella stessa direzione: trasferimenti di oro per conto di banche centrali, pressochè tutti a destinazione di Nuova York, solo mercato rimasto aperto alle vendite di oro. A partire dalla seconda metà di settembre divenne sempre più difficile spedire oro ed assicurarlo contro i rischi di guerra. Per di più, i provvedimenti presi sui grandi mercati monetari europei nei confronti delle operazioni su oro resero queste ultime difficili e perfino incerte. Quegli istituti che desiderarono realizzare l'oro depositato presso la Banca dei regolamenti internazionali dovettero perciò farlo spedire a Nuova York. I tassi di assicurazione contro i rischi di guerra per spedizioni su navi neutrali crebbero in misura molto considerevole, col risultato che il costo complessivo di un invio di oro dall'Europa all'America raggiunse in certi casi 4%.

Conseguentemente, le operazioni che la Banca fu sollecitata a compiere consistettero nella maggior parte sia nello scambio di oro depositato in Europa contro oro a Nuova York, sia in acquisti diretti di oro a Nuova York contro dollari, sia nello svolgimento di pratiche onde rendere più spedito, in un modo od un altro, il realizzo d'oro contro divise estere (nella maggioranza dei casi contro dollari). Nella misura in cui la Banca poté essa stessa fare da contropartita, in relazione a talune operazioni isolate interessanti oro già depositato presso di essa prima del settembre 1939, essa fu in grado di accelerare, per talune banche centrali di paesi neutri, il processo di realizzo o di trasferimento dell'oro in questione. In tal modo si sono avute occasioni, sempre più numerose col passare del tempo, di scegliere tra vie differenti e di effettuare siffatti trasferimenti alle condizioni meno onerose. Anche in questo campo le banche centrali che occorre interessare, resero l'aiuto più completo e più prezioso. Lo stesso può dirsi nei riguardi delle autorità monetarie d'oltreoceano, la cui attiva cooperazione non è mai venuta meno.

Tutte queste operazioni sono state condotte naturalmente nello spirito e coi metodi sopra accennati e cioè soltanto nella misura in cui non si potevano prestare a critica da parte sia dei belligeranti, sia dei neutri. La Banca ha ottenute tutte le possibili garanzie al fine di salvaguardare la sua posizione tanto da un punto di vista generale, quanto con riguardo agli speciali rischi che essa è stata chiamata ad assumere.

In assenza di idonee facilitazioni di mercato per i movimenti di oro effettuati su rotte sovente nuove od inusitate, l'azione della Banca dei regolamenti internazionali quale intermediaria sembrerebbe aver dimostrata la sua utilità;

il fatto che un numero crescente di banche centrali di paesi neutrali abbia ad essa fatto ricorso può essere riguardato come una prova che, sotto taluni aspetti, la Banca è riuscita a rendere dei servizi ben definiti dei quali la sua clientela aveva un effettivo bisogno.

* * *

Il campo delle operazioni di credito commerciale è stato, per contro, meno fecondo di esperienza e di sviluppi tecnici nuovi. L'evoluzione degli avvenimenti non ci ha permesso di utilizzare tutte le possibilità di rifinanziamento che ci furono offerte. Le difficoltà nell'impiego di talune divise per operazioni di credito hanno egualmente contribuito a ridurre il volume delle operazioni intraprese, o ad impedire il rinnovo di altre.

Si ha tuttavia l'impressione che, in circostanze più normali, il sistema che la Banca ha elaborato e che ha già cominciato a funzionare potrà presentare un vero interesse per la maggior parte delle banche centrali con le quali siamo in attivi rapporti. Le operazioni trattate recentemente, anche se portanti su cifre modeste, hanno tuttavia valore come fonte di esperienza continua. Esse hanno dimostrato che molte banche centrali hanno, in questo campo, delle occorrenze ben definite che sono del resto già state portate a nostra conoscenza e che la nostra Banca potrebbe in avvenire essere chiamata a soddisfare. Date le circostanze, tuttavia, non è stato possibile effettuare siffatte operazioni se non in parte ed ancora usando precauzioni più rigide che non in tempi normali.

2. LE FUNZIONI DELLA BANCA COME FIDUCIARIO E AGENTE.

Durante l'esercizio qui esaminato la situazione è rimasta invariata per quanto riguarda i pagamenti — da parte della Germania, dell'Ungheria, della Bulgaria e della Ceco-Slovacchia — delle annualità previste dal Nuovo Piano adottato alla Conferenza dell'Aja nel gennaio 1930: durante questo periodo la Banca non ha ricevuto nulla a valere su tali annualità.

La situazione, nei confronti dei rispettivi Fiduciari, è del pari immutata per quanto riguarda il servizio del Prestito esterno della Germania 1924, del Prestito internazionale del Governo tedesco $5\frac{1}{2}\%$ 1930 e del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, prestiti per i quali la Banca è o Fiduciario o Agente per i Fiduciari: in altri termini, i Fiduciari non hanno ricevuto i fondi occorrenti, nelle valute delle varie emissioni, per il servizio dei rispettivi prestiti.

La Banca ha continuato ad assolvere le sue funzioni di intermediario nella liquidazione delle pendenze finanziarie derivanti dal trasferimento del Territorio della Saar alla Germania. Il Governo tedesco si impegnò a riscattare dalla Francia le miniere, le ferrovie ecc. del Territorio della Saar contro un compenso globale

di 900 milioni di franchi francesi, pagabili in cinque anni, prevalentemente mediante consegne libere di carbone e di franchi francesi ed altre valute estere, raccolte nella Saar in cambio di marchi all'epoca del trasferimento del territorio. Fino a tutto il 31 marzo 1939, la somma totale pagata dalla Germania a tale titolo si è elevata a 789,8 milioni di franchi francesi. Le consegne libere di carbone continuarono normalmente fino allo scoppio della guerra e, al 31 marzo 1940, la somma complessiva versata ammontava a 855,3 milioni di franchi francesi.

La Banca ha anche continuato a funzionare come intermediario per il servizio in Svizzera del Prestito francese della sicurezza nazionale 4¹/₂% 1937, ricevendo regolarmente e puntualmente dal Governo francese, e trasferendo ai vari Agenti finanziari a tempo debito e nella misura necessaria, i fondi occorrenti per pagare le cedole del prestito in Svizzera.

3. UTILE NETTO E SUA RIPARTIZIONE.

Spetta all'Assemblea Generale di esaminare se vi sia luogo a ripartire un dividendo e di determinare le assegnazioni alle riserve. L'utile netto dell'esercizio, tenuto conto di eventuali sopravvenienze, è di 7.962.180,65 franchi svizzeri oro — conteggiandosi il franco svizzero oro, in base all'articolo 5 degli statuti della Banca, in 0,29032258... grammi d'oro fino — contro 8.583.864,63 franchi svizzeri oro per il nono esercizio finanziario. Ai fini del bilancio al 31 marzo 1940, le partite in valute estere, all'attivo e al passivo, sono state convertite in franchi svizzeri oro in base ai rispettivi cambi quotati a quella data, o in base ai cambi ufficiali e tutte le attività sono state valutate ai corsi del mercato, ove esistano, o al disotto, oppure ai prezzi di acquisto o al disotto.

Dopo provveduto, secondo quanto è prescritto dall'articolo 53 degli statuti, ad assegnare 5% dell'utile netto alla riserva legale, cioè 398.109,03 franchi svizzeri oro (1939: 429.193,23 franchi svizzeri oro) si propone che l'Assemblea Generale ripartisca un dividendo di 6% all'anno per il decimo esercizio finanziario. Il pagamento di tale dividendo richiede una somma di 7.500.000 franchi svizzeri oro (1939: 7.500.000 franchi svizzeri oro). La rimanenza dell'utile netto, dopo ripartito il dividendo, ammonterà a 64.071,62 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 12.814,32 franchi svizzeri oro, massimo prelevamento consentito per tale assegnazione sull'utile netto dell'esercizio finanziario testè chiuso (1939: 130.934,28 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 25.628,65 franchi svizzeri oro (1939: 261.868,56 franchi svizzeri oro). In tale modo, l'insieme delle riserve: legale, per dividendi e generale, ammonterà alla fine del decimo esercizio a 25.529.482,89 franchi svizzeri oro.

Il citato articolo degli statuti stabilisce la maniera secondo cui deve essere ripartito il saldo dell'utile netto, cioè 25.628,65 franchi svizzeri oro, fra quei governi o quelle banche centrali della Germania e dei paesi concorrenti alla ripartizione delle annualità previste dal Nuovo Piano definito nell'accordo dell'Aja del gennaio 1930, i quali o le quali abbiano mantenuto alla Banca depositi a termine non ritirabili prima di cinque anni. Nessuna banca centrale ha intrattenuto, nel corso dell'anno, depositi di questo genere, ma i seguenti governi ne hanno mantenuti e hanno perciò il diritto, in relazione alla durata minima di tali loro depositi, di partecipare alla ripartizione del residuo d'utile di 25.628,65 franchi svizzeri oro (1939: 261.868,56 franchi svizzeri oro) nel seguente modo:

Depositi in conto fiduciario annualità, secondo	1939/40	1938/39
l'articolo IV (e) del contratto fiduciario:		
	Franchi svizzeri oro	
Francia	8.784,24	85.270,87
Gran Bretagna	3.432,68	33.321,91
Italia	1.793,—	17.405,10
Belgio	969,93	9.415,36
Romania	169,45	1.644,95
Jugoslavia	705,25	6.846,11
Grecia	58,10	563,98
Portogallo	111,36	1.080,96
Giappone	111,36	1.080,96
Polonia	3,23	31,33
	16.138,60	156.661,53
Deposito infruttifero del Governo tedesco, secondo l'articolo IX del contratto fiduciario	8.069,30	78.330,76
Deposito del Governo francese (Saar) . . .	71,81	853,22
Fondo di garanzia del Governo francese, secondo l'articolo XIII del contratto fiduciario	1.348,94	26.023,05
	25.628,65	261.868,56

La contabilità della Banca e il decimo bilancio annuale sono stati debitamente verificati dai sigg. Price, Waterhouse & Co., ragionieri patentati. Il bilancio figura all'allegato I, accompagnato dalla dichiarazione dei sindaci i quali attestano di avere 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 profitti e perdite e la ripartizione dell'utile sono riprodotti nell'allegato II.

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

I membri del Consiglio nominati dai Consiglieri ex officio, rimangono in carica, conformemente agli statuti, per tre anni e sono rieleggibili. Risalendo la fondazione della Banca al maggio 1930, talune cariche nel Consiglio sono state rinnovate nel maggio 1939 per un quarto triennio. Allo stesso tempo i signori Galopin e Kano sono stati eletti vice-presidenti, in sostituzione del prof. Beneduce e del signor de Vogüé, i cui mandati erano venuti a scadenza.

Le dimissioni presentate al Consiglio dal prof. G. Bachmann, presidente del direttorio della Banca nazionale svizzera, a seguito della sua nomina a presidente del Consiglio del detto istituto (nomina a cui si è fatto cenno nella relazione precedente) hanno preso data l'8 maggio 1939. Il signor E. Weber, che ha sostituito il prof. Bachmann alla Banca nazionale svizzera, è stato eletto in sua vece al Consiglio il 12 giugno 1939. Nell'ottobre scorso il Governatore della Banca del Giappone ha nominato il signor Kichio Futami al posto in Consiglio lasciato vacante dal signor Seijiro Yanagita, richiamato in Giappone. La partenza del signor Yanagita, che faceva parte del Consiglio fino dal marzo 1937 e che vi si era molto distinto, è stata accolta con grande rincrescimento.

Il 9 maggio 1940 il Consiglio ha appreso la triste notizia della morte del cav. di gr. cr. dott. Pasquale Troise, Direttore generale della Banca d'Italia, il quale, per molti anni, aveva ricoperta la carica di supplente del Governatore della Banca d'Italia.

Le dimissioni del dott. J. W. Beyen divennero effettive il 31 dicembre 1939. La collaborazione del dott. Beyen alla Banca datava dal maggio 1935; durante i primi due anni egli ricoprì le funzioni di supplente del Presidente e, in seguito alla modifica degli statuti approvata dall'Assemblea generale del maggio 1937, il dott. Beyen venne eletto Presidente. Tutto il periodo durante il quale egli è rimasto in carica è stato di grandi difficoltà per i rapporti bancari internazionali e gli avvenimenti che, attraverso una serie di crisi politiche, sboccarono nella guerra, aumentarono in misura non indifferente le gravi responsabilità del Presidente. Il fatto che la Banca sia riuscita a superare le difficoltà sorte con lo scoppio della guerra deve essere attribuito in gran parte all'abilità ed al discernimento del dott. Beyen.

Il sottoscritto, eletto dal Consiglio il 12 giugno 1939 per succedere al dott. Beyen nella carica di Presidente, ha assunto le sue funzioni il 1° gennaio 1940.

VIII. CONCLUSIONE.

In una vasta parte del mondo le considerazioni ordinarie dell'economia e della finanza sono attualmente superate dalle necessità della guerra. Si deve sperare che la moltiplicazione dei controlli statali, la deviazione delle normali correnti dei traffici e lo sconvolgimento dei sistemi economici e finanziari siano in gran parte soltanto di carattere temporaneo; ma è indubbio che, sotto il tumulto della guerra, stanno producendosi cambiamenti fondamentali che avranno ripercussioni, in avvenire, sulla vita non solo dell'Europa, ma del mondo intero. Quale debba essere l'evoluzione, sfugge in gran parte all'osservatore contemporaneo, ma la generazione che verrà si troverà a dover risolvere tutti i problemi lasciati dalla guerra e in più subirà il contraccolpo dei cambiamenti più profondi e di lunga durata.

Sarà assai importante l'aver pronto, allorquando cesseranno le ostilità, un quadro quanto più possibile preciso della situazione economica e dei problemi da affrontare. Non solo bisognerà evitare qualsiasi ritardo, ma occorrerà anche ridurre al minimo gli errori dovuti ad insufficiente cognizione ed a mancanza d'organizzazione competente. Per grande che possa essere lo sconvolgimento creato dalla guerra, l'assistenza e la ricostruzione che verranno dopo non dovrebbero costituire un compito troppo gravoso, dati i mezzi di cui si dispone al giorno d'oggi ed in ispecie se si utilizzeranno le riserve accumulate. Coll'esperienza pratica che si è acquistata negli ultimi venticinque anni, si posseggono oggi-giorno assai più vaste cognizioni circa i problemi monetari e commerciali, che non se ne avessero alla fine della guerra precedente e sotto parecchi punti di vista il mondo è meglio attrezzato per affrontare i problemi d'attualità.

E' notevole quanto, in quasi tutti i paesi, le menti si rivolgano ai problemi d'organizzazione economica e finanziaria che richiederanno soluzione allorchè la guerra sarà cessata. A parte i dati intorno ai quali si mantiene il segreto per ragioni militari o simili, la quantità delle notizie disponibili circa le tendenze ed i problemi nei vari paesi è tutt'altro che trascurabile e, ove aiutino gli istituti nazionali dei singoli paesi, dovrebbe riuscire possibile di presentare un quadro della situazione quale essa sarà alla fine della guerra. Naturalmente il desiderio dei popoli di cooperare tra loro per organizzare la vita internazionale in modo

ragionevole, desiderio in mancanza del quale nessuna competenza specializzata potrà apportare risultati concreti, costituirà il fattore essenziale; ma, premesso che esso esista, occorrerà che siano pronti i mezzi adeguati per l'opera urgente di ricostruzione.

Il Presidente
THOMAS H. McKITTRICK.

ALLEGATI

BILANCIO AL

IN FRANCHI SVIZZERI ORO (UNITÀ DI GR. 0,290 322 58...)

ATTIVO			
I. ORO IN BARRE		30.564.120, 08	6,5
II. CASSA In contanti e in conto corrente presso banche		34.819.882, 44	7,4
III. FONDI A VISTA FRUTTIFERI		16.257.974, 69	3,5
IV. PORTAFOGLIO RISCO NTABILE			
1. Effetti commerciali e accettazioni di banche	93.510.934, 14		19,9
2. Buoni del Tesoro	68.412.117, 53		14,6
		161.923.051, 67	
V. FONDI VINCOLATI FRUTTIFERI A 3 mesi al massimo		17.371.232, 96	3,7
VI. EFFETTI E INVESTIMENTI DIVERSI			
1. Buoni del Tesoro	84.809.098, 43		18,0
2. Obbligazioni ferroviarie, postali ed altre; investimenti diversi	121.829.515, 58		25,9
		206.638.614, 01	
VII. ALTRE ATTIVITÀ		2.357.354, 72	0,5
NOTA — La Banca detiene oro in barre e divise libere da restrizioni di cambio, in misura grandemente superiore all'insieme dei suoi depositi a breve termine e a vista (partite IV e V del passivo). Le rimanenti attività della Banca si trovano in paesi a moneta soggetta attualmente a restrizioni di cambio, ma, nei riguardi degli investimenti della Banca nei paesi stessi, i rispettivi Governi, coll'adesione all'accordo dell'Aja del 1930 (articolo X) ovvero con speciali provvedimenti, hanno dichiarato che la Banca è immune «da qualsiasi incapacità e da qualsiasi misura restrittiva come censura, requisizione, sequestro o confisca, in tempo di pace o di guerra, rappresaglie, proibizione o restrizione d'esportazione d'oro o di divise, e altre simili ingerenze, restrizioni o proibizioni». Inoltre, più di 60% delle attività che rimangono dopo messe a fronte del deposito del Governo tedesco altrettante attività esistenti in Germania, sono protette da speciali contratti che ne garantiscono il valore in oro.			
L'obbligazione della Banca per quanto riguarda i depositi effettuati nel conto fiduciario della annualità, non è chiaramente fissata, ma il relativo importo, in franchi svizzeri oro, figura per la sua cifra massima.			
Ai fini del bilancio, le partite in valute estere, all'attivo e al passivo, sono state convertite in franchi svizzeri oro in base ai rispettivi cambi quotati o ufficiali.			
		469.932.230, 57	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

ZURIGO, 3 maggio 1940.

31 MARZO 1940

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 25 %		125.000.000, —	26,6
II. RISERVE			
1. Fondo di riserva legale	5.117.398, 66		
2. Fondo di riserva speciale per dividendi .	6.658.510, 75		
3. Fondo di riserva generale	13.317.021, 48		
		25.092.930, 89	5,3
III. DEPOSITI A LUNGA SCADENZA			
1. Conto fiduciario delle annualità	153.050.000, —		32,6
2. Deposito del Governo tedesco	76.525.000, —		16,3
		229.575.000, —	
IV. DEPOSITI A BREVE SCADENZA E A VISTA (in divise)			
1. Banche centrali in conto proprio:			
A vista		31.994.834, 22	6,8
2. Banche centrali in conto di terzi:			
A vista		1.645.497, 74	0,4
3. Altri depositanti:			
a) A 3 mesi al massimo	25.881, 03		0,0
b) A vista	1.114.010, 44		0,2
		1.139.891, 47	
V. DEPOSITI A BREVE SCADENZA E A VISTA (in oro).			
1. A 3 mesi al massimo	1.764.219, 48		0,4
2. A vista	11.182.591, 36		2,4
		12.946.810, 84	
VI. ALTRE PASSIVITÀ		34.575.084, 76	7,3
VII. PROFITTI			
Utile per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1940 . .		7.962.180, 65	1,7
		469.932.230, 57	100,0

Banca per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1940 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 1940

	Franchi svizzeri oro
Utile netto derivante dall'impiego del capitale della Banca e dei depositi affidatili, tenuto conto di eventuali sopravvenienze	9.793.039, 34
Commissioni percepite:	
Come Fiduciario (o Agente fiscale dei Fiduciari) per prestiti internazionali . . .	122.402, 02
In relazione a crediti speciali	34.242, 87
Diritti su trasferimenti d'azioni	298, 55
	9.949.982, 78
Spese d'amministrazione:	
Consiglio d'amministrazione — remunerazioni e spese di viaggio . . .	136.987, 67
Direzione e personale — stipendi e spese di viaggio	1.451.086, 63
Affitto, assicurazioni, riscaldamento, luce e acqua	112.755, 14
Cancelleria, libri, pubblicazioni	100.305, 69
Spese postali, telegrafiche e telefoniche	69.079, 29
Remunerazioni ad esperti (sindaci, interpreti ecc.)	13.042, 82
Tassa cantonale	34.273, 76
Tassa sull'emissione francese delle azioni della B. R. I.	30.008, 85
Spese diverse	40.262, 28
	1.987.802, 13
UTILE NETTO	7.962.180, 65

RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO

	<u>Franchi svizzeri oro</u>
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1940	7.962.180,65
Ripartito secondo l'articolo 53 (a) (b) (c) e (d) degli Statuti, come segue:	
Al fondo di riserva legale — 5 % di 7.962.180,65	398.109,03
	<u>7.564.071,62</u>
Dividendo di 6 % all'anno sul capitale versato	7.500.000,—
	<u>64.071,62</u>
Al fondo di riserva speciale per dividendi — 20 % di 64.071,62	12.814,32
	<u>51.257,30</u>
Al fondo di riserva generale — 50 % di 51.257,30	25.628,65
Saldo	<u>25.628,65</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	8.784,24
Gran Bretagna	3.432,68
Italia	1.793,—
Belgio	969,93
Romania	169,45
Jugoslavia	705,25
Grecia	58,10
Portogallo	111,36
Giappone	111,36
Polonia	<u>3,23</u>
	16.138,60
Deposito infruttifero del Governo tedesco secondo l'articolo IX del contratto fiduciario (trust)	8.069,30
Deposito del Governo francese (Saar)	71,81
Fondo di garanzia del Governo francese secondo l'articolo XIII del contratto fiduciario (trust)	<u>1.348,94</u>
	<u>25.628,65</u>

CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

* Sir Otto Niemeyer, Londra	Presidente.
Alexandre Galopin, Brusselle	} Vicepresidenti.
Hisaakira Kano, Londra	

Dott. V. Azzolini, Roma.
Barone Brincard, Parigi.
Pierre Fournier, Parigi.
Walther Funk, Berlino.
Kichio Futami, Londra.
Prof. Francesco Giordani, Roma.
Georges Janssen, Brusselle.
Montagu Collet Norman, Londra.
Ivar Rooth, Stoccolma.
Dott. Hermann Schmitz, Berlino.
Kurt Freiherr von Schröder, Colonia.
Dott. L. J. A. Trip, Amsterdam.
Marchese de Vogüé, Parigi.
Ernst Weber, Zurigo.

SUPPLEMENTI

Adolphe Baudewyns, Brusselle.
Yves Bréart de Boisanger, Parigi.
Cameron F. Cobbold, Londra.
Emil Puhl, Berlino.
Dott. Mario Pennachio, Roma.

DIREZIONE

Thomas H. McKittrick	Presidente della Banca.
Roger Auboin	Direttore Generale.
Paul Hechler	Condirettore Generale.
Dott. Raffaele Pilotti	Segretario Generale.
Marcel van Zeeland	Direttore.
<hr/>	
Dott. Per Jacobsson	Consigliere economico.
Dott. Felix Weiser	Consigliere giuridico.

* Il mandato di Sir Otto Niemeyer è venuto a termine nel maggio 1940.
Il successore non è stato eletto.

27 maggio 1940.