

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

OTTAVA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1937 — 31 MARZO 1938

**BASILEA
9 MAGGIO 1938**

INDICE

	Pagina
I. Introduzione	5
II. Cambi, prezzi e commercio internazionale	21
III. L'alternativa di diminuzione e ripresa del tesoreggiamento di oro	42
IV. I movimenti di capitali e l'indebitamento internazionale	69
V. La tendenza dei tassi d'interesse	84
VI. L'evoluzione nel campo delle banche centrali e commerciali	115
VII. Le operazioni ordinarie della Banca:	
(1) Le operazioni del dipartimento bancario	122
(2) Le funzioni della Banca come Fiduciario e Agente	126
(3) Utile netto e sua ripartizione	127
(4) Cambiamenti nel Consiglio d'amministrazione e nella direzione	129
VIII. Conclusione	131

ALLEGATI

- I. Elenco delle banche centrali e altri istituti che hanno diritto di rappresentanza e voto all'Assemblea generale della Banca.
- II. Bilancio al 31 marzo 1938.
- III. Conto profitti e perdite e ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1938.
- IV. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930:
 - (a) Rendiconto delle entrate e delle uscite per il settimo anno del Prestito (1° luglio 1936 al 30 giugno 1937).
 - (b) Situazione dei fondi presso i depositari al 30 giugno 1937.
- V. Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco 1930 — Rendiconto provvisorio delle entrate e delle uscite per il semestre terminato il 31 dicembre 1937.
- VI. Prestiti internazionali per i quali la Banca è Fiduciario o Agente fiscale — Fondi disponibili al 31 marzo 1938.

OTTAVA RELAZIONE ANNUALE

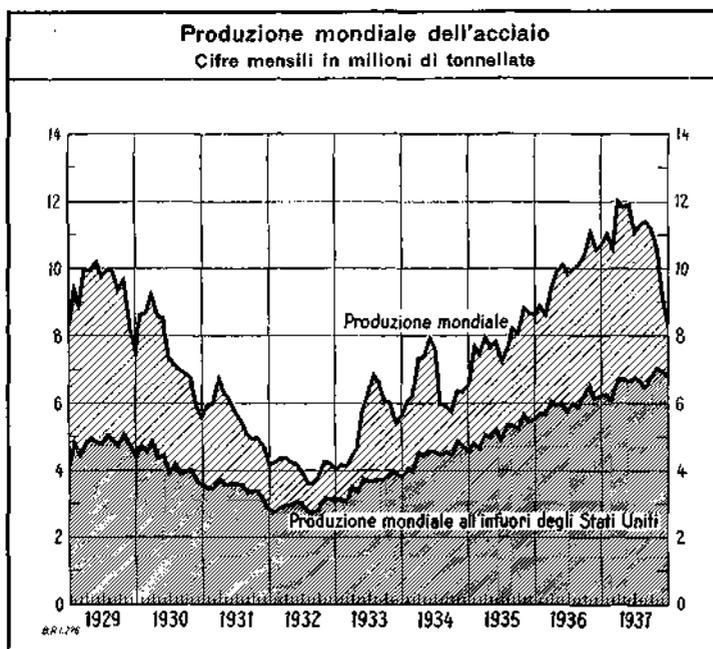
PRESENTATA ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA
DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

in Basilea, il 9 maggio 1938.

Signori,

Ho l'onore di sottoporvi la relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'ottavo esercizio finanziario, cominciato il 1° aprile 1937 e terminato il 31 marzo 1938. I risultati delle operazioni durante il detto esercizio, appena leggermente differenti da quelli dell'esercizio precedente, sono esposti diffusamente nel capitolo VII. Tenuto conto di possibili sopravvenienze, il Consiglio propone all'Assemblea Generale di ripartire un dividendo, per l'esercizio, di 6% e di provvedere alle assegnazioni statutarie alle riserve.

La ripresa dell'economia mondiale, di cui si videro i primi segni nell'estate del 1932, continuò ininterrottamente fino al 1936, con esitazioni e regressi di soltanto secondaria importanza in alcuni paesi, con un ritardo netto in altri. Occorse giungere alla seconda metà del 1936 perchè il miglioramento, il quale aveva mostrato caratteristiche dinamiche così diverse, divenisse quasi uniforme, creando finalmente la sensazione che la grande crisi fosse superata. L'aumento dei prezzi e della produzione, del commercio e del consumo, raggiunse il massimo nella prima metà del 1937. La sua andatura nell'ultima fase fu assai rapida, mostrando anzi molte delle caratteristiche di un rialzo speculativo vero e proprio. Il periodo della più intensa attività, specialmente negli Stati Uniti ebbe, tuttavia, soltanto durata relativamente breve e non è perciò sorprendente che l'opinione pubblica fosse impreparata al brusco ribasso che doveva prodursi. Se sorsero delle preoccupazioni, esse derivarono piuttosto dalle prospettive di un ulteriore sviluppo incontrollabile del rialzo. Si temeva che lo straordinario aumento della produzione d'oro potesse condurre ad un'espansione monetaria esagerata in tutto il mondo. Le continue spese governative per il riarmo e per i lavori pubblici, quando ormai gli affari non ne richiedevano più l'effetto stimolante, sembrava che potessero condurre ad una espansione eccessiva in alcuni settori dell'attività economica. Negli Stati Uniti, le misure prese dal Governo per stimolare l'attività industriale vennero sospese nella speranza che l'industria si sarebbe sviluppata



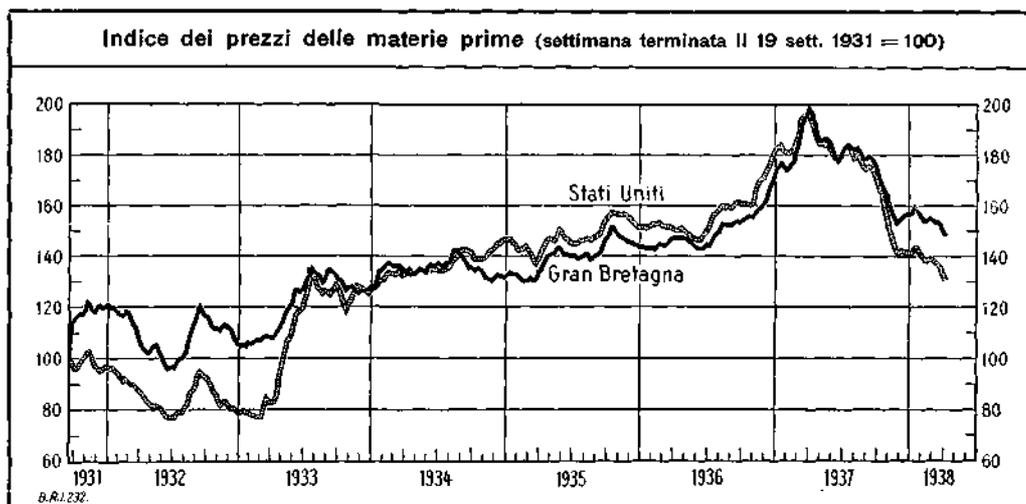
per forza propria. La politica monetaria tendeva piuttosto a frenare il rialzo, e la dichiarazione del Presidente Roosevelt, essere alcuni prezzi troppo alti, tendeva anch'essa a mettere fine al rialzo speculativo dei prezzi.

L'improvviso arresto verificatosi negli Stati Uniti durante il secondo semestre del 1937 sorprese completamente il mondo. Le

tendenze si diversificarono: gli indici dell'attività economica cessarono di essere orientati al rialzo; le tendenze al ribasso furono appena visibili in alcuni casi, in altri talmente marcate, da trovare riscontro soltanto nelle peggiori depressioni conosciute. La conseguente trasformazione di un quadro più o meno uniforme in una congerie di tendenze contrastanti, portò una grave incertezza nelle previsioni industriali e colpì particolarmente gli investimenti di capitali nuovi.

La produzione industriale mondiale toccò il livello massimo nella primavera del 1937, superando di circa 20% quella del 1929. Il regresso nell'ultimo periodo dell'annata è stato però molto marcato ed ha assunto negli Stati Uniti l'aspetto di una caduta quasi verticale; l'indice della Riserva Federale per la produzione industriale (base 1923—1925) precipitò da 117 in agosto a 84 in dicembre. Tale discesa è stata maggiore che non quella dell'autunno 1929, quando l'indice diminuì da 121 in settembre a 103 in dicembre, e, sebbene non così grande, è stata assai più rapida che non nella crisi del dopo-guerra, quando in quattordici mesi l'indice cadde dal massimo di 95 in gennaio 1920 al minimo di 64 in marzo 1921.

Nessun altro paese ha subito un regresso simile. Nel vicino Canada, la produzione industriale si mantenne soddisfacente fino al novembre 1937, ed in quei paesi europei nei quali la vita economica non è, come in Francia ed in Germania, dominata da condizioni speciali, il regresso ha piuttosto presentato l'aspetto di un movimento stagionale alquanto più intenso del solito. Ma, poiché gli Stati Uniti da soli rappresentano quasi il 40% del consumo mondiale di materie prime, un brusco rallentamento nella loro attività industriale ha un



effetto assai spiccato sui mercati di materie prime e perciò sullo sviluppo economico del resto del mondo.

Le tendenze variabili susseguitesi nel corso dell'anno si riflettono in un modo particolarmente chiaro nei prezzi delle materie prime, potendosi distinguere quattro fasi successive, ognuna della durata di circa tre mesi.

(1) Facendo seguito alla tendenza rialzista del 1936, si ebbe, nel primo trimestre, un rialzo assai spiccato, dovuto alle previsioni esagerate dell'aumentata domanda che sarebbe risultata dall'aumento del potere d'acquisto dei consumatori e delle commesse statali per il riarmo. Le società industriali, desiderose di coprirsi contro gli aumenti nei prezzi delle materie prime, comperavano più — in alcuni casi assai più — dei loro normali bisogni. Si riempirono generalmente i magazzini degli industriali e così si assottigliarono le scorte "visibili", col naturale accompagnamento di acquisti puramente speculativi.

(2) Questo movimento fu seguito da una caduta ugualmente precipitosa nel secondo trimestre, caduta che rifletteva un cambiamento generale nelle previsioni ed una liquidazione di operazioni speculative. La rapidità con la quale i prezzi di alcune merci erano saliti molto al di là dei costi effettivi di produzione, in un momento in cui era facile aumentare la produzione, era, in sé stessa, sufficiente per ingenerare esitazioni riguardo all'avvenire.

(3) Seguì un periodo di relativa stabilità dei prezzi, nel terzo trimestre.

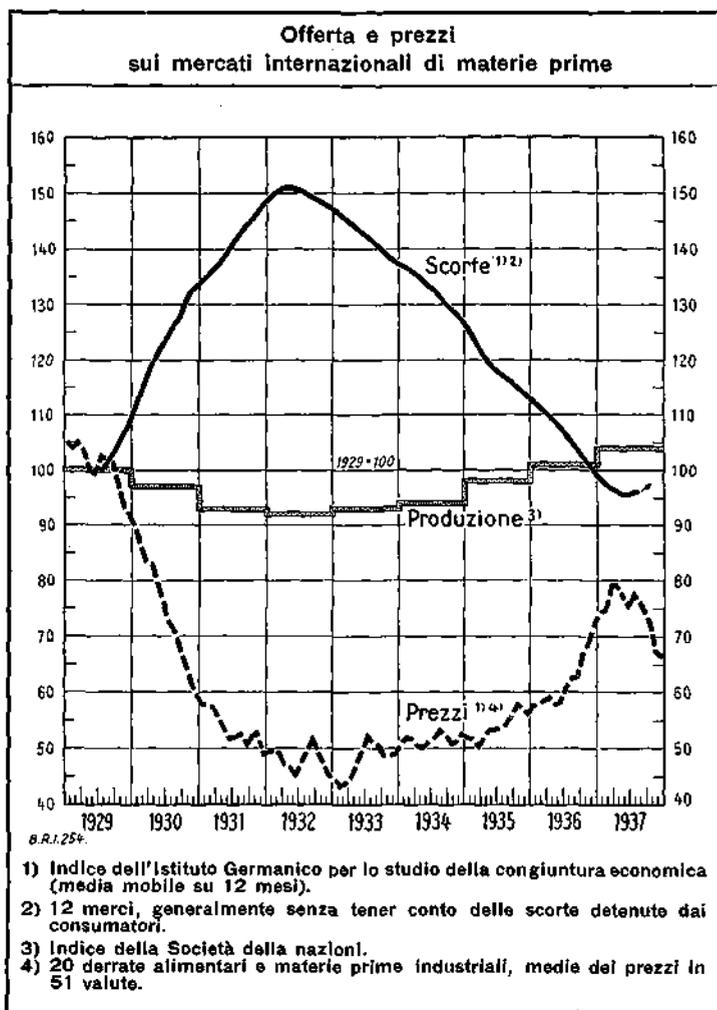
(4) Un nuovo sensibile ribasso si produsse nel quarto trimestre, quando l'arrivo sul mercato di offerte più abbondanti coincise — come è spesso il caso quando l'attività economica giunge ad una svolta — con la diminuzione della domanda conseguente al cambiamento delle previsioni economiche.

Come conseguenza dell'aumento nei prezzi, prodottosi alla fine del 1936 ed al principio del 1937, e sotto l'influenza di condizioni meteorologiche

favorevoli, la produzione mondiale di materie prime aumentò considerevolmente e raggiunse dimensioni senza precedenti. I produttori di merci sottoposte a controllo internazionale, come la gomma e lo stagno, decisero un ulteriore aumento della produzione e delle quote d'exportazione. Queste crescenti disponibilità

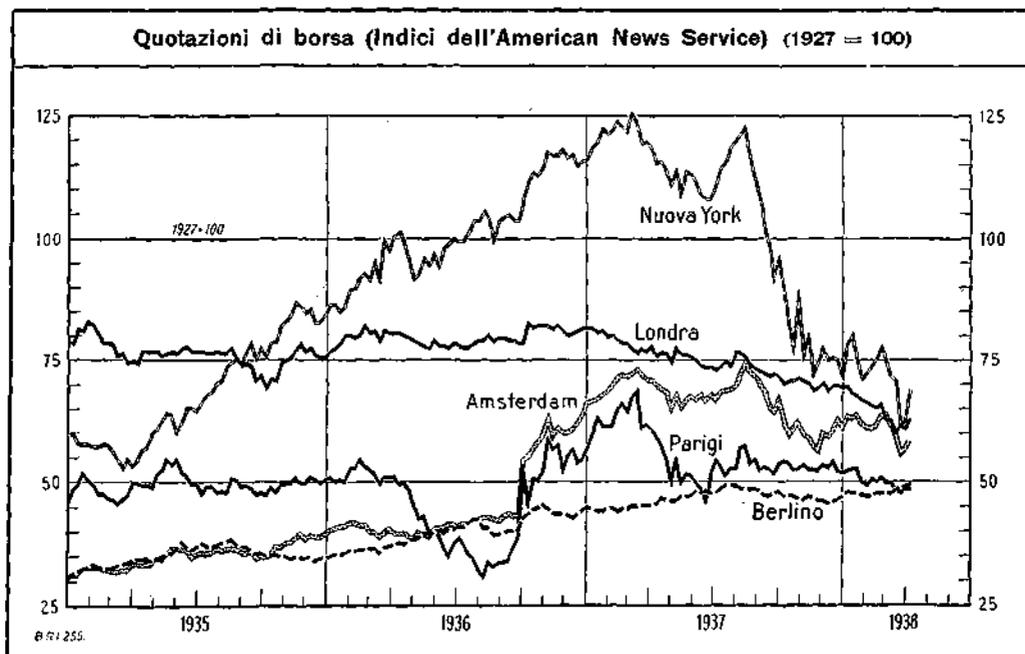
giunsero sui mercati, per la maggior parte, nella seconda metà dell'annata. Quando, però, i prezzi cambiarono tendenza e le scorte visibili cominciarono ad accumularsi, i produttori ne furono preoccupati e le quote di produzione e d'exportazione furono di nuovo ridotte. S'ebbe così, nello spazio di dodici mesi, un completo rovesciamento della politica di produzione precedentemente seguita.

Il grafico a fianco mostra i cambiamenti verificatisi, durante l'intero periodo dal 1929 al 1937, nella produzione delle materie prime più im-



portanti, nelle scorte visibili e nei prezzi.

La diminuzione relativamente leggera dell'indice della produzione nell'anno 1932 è dovuta all'inclusione della produzione agricola, la quale non varia mai molto. Nel 1937, la produzione raggiunse un più alto livello che nel 1929 e le scorte furono inferiori. In seguito al rialzo nel primo trimestre del 1937, i prezzi giunsero ad un massimo, appena inferiore di 20% a quelli del 1929, ma il susseguente ribasso li portò, alla fine del 1937, a circa la stessa posizione che avevano al principio dell'autunno 1936 e cioè a circa metà strada fra il livello del 1929 ed il punto più basso raggiunto al momento più acuto della crisi del 1932.



Le differenti fasi dell'annata si riflettono anche nelle variazioni delle quotazioni di Borsa che, nella maggior parte dei centri, salirono nel primo trimestre, discesero nel secondo, ripresero nel terzo e caddero nel quarto.

Questi movimenti, rappresentando un indizio delle previsioni che fanno i risparmiatori e gli speculatori, hanno senza dubbio grande influenza sul volume degli affari in generale, tanto psicologicamente quanto per gli effetti che le perdite ed i profitti speculativi hanno sulla disposizione del pubblico a spendere. Quest'influenza non è certamente diminuita di recente. In molti paesi probabilmente essa supera quella delle commesse statali; ciò è ancor più degno di rilievo, ove si consideri quanto importante attualmente sia la funzione degli investimenti degli enti statali e parastatali nell'intera vita economica di un paese. Il pubblico, nella maggior parte del mondo, ha piuttosto una mentalità borsistica, e la borsa di Nuova York ha sempre un'influenza direttrice sul comportamento di parecchie altre importanti borse fuori degli Stati Uniti. Tale fatto aumenta ancora l'influenza esercitata dal ritmo della vita economica degli Stati Uniti sul resto del mondo, in quanto i movimenti delle quotazioni in borsa si ripercuotono sul volume delle nuove emissioni sui diversi mercati.

Nella seconda metà del 1937, serie preoccupazioni per l'avvenire cominciarono ad affacciarsi insistentemente alle menti degli uomini d'affari e dei portatori di valori mobiliari: timori di seri disordini politici, timori di nuove perturbazioni monetarie e timori di una nuova crisi. Ed era forse naturale, per quanto deplorabile, che, al pensiero della temuta depressione, tornassero in mente le sinistre esperienze fatte nel periodo dal 1929 al 1932.

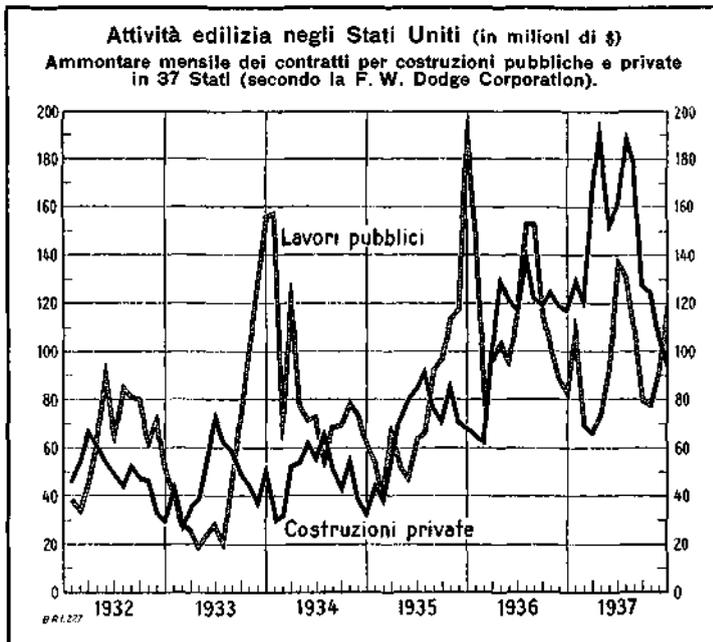
Tanto la depressione del detto periodo, quanto la successiva ripresa, portano i segni delle eccezionali circostanze in cui si svilupparono. Tali circostanze occultano le caratteristiche normali dei cosiddetti cicli economici. Vi è persino una tendenza — comprensibile dal punto di vista psicologico, data la naturale ripugnanza a rassegnarsi all'ineluttabilità delle alternative d'alto e basso nel benessere mondiale — ad attribuire la prosperità interamente alla saggezza della politica seguita ed il regresso interamente a fattori anormali di carattere non economico. Non si sono mai visti dei tentativi così spinti per influire sullo sviluppo economico attraverso l'azione dei Governi. Mai si ebbe tanta speranza che una politica economica attiva potesse influenzare, se non addirittura controllare, i movimenti ciclici dell'attività economica mondiale, almeno entro i confini nazionali. La maledizione della disoccupazione, con tutte le sue conseguenze economiche, sociali e politiche, non ha mai pesato tanto sulle menti degli uomini di Stato, quasi rendendo una necessità politica l'adozione di una politica attiva in materia economica e monetaria. Ma gli ostacoli sulla via di uno sviluppo normale degli affari non sono mai stati così numerosi. I provvedimenti dei Governi, pur creando, da un lato, possibilità di lavoro, hanno, dall'altro, creato in molti casi un'atmosfera d'incertezza, che ostacola l'iniziativa privata. Il nazionalismo economico, per quanto favorisca alcuni settori dell'attività interna in tutti i paesi e l'intera vita economica nei paesi ad economia manovrata, ha spesso rappresentato un inceppo nello sviluppo del commercio mondiale. Ne è risultata involontariamente una contrazione del cosiddetto mercato mondiale per molti prodotti importanti e perciò è aumentata la sensibilità del loro cosiddetto prezzo mondiale. La tendenza allo svincolamento dalle parità di cambio fisse, che viene spesso riguardato come un'esigenza di una politica economica attiva, per quanto apparentemente non abbia cagionato fluttuazioni dei cambi, si è però opposta al ritorno ad una stabilità monetaria solidamente fondata, lasciando, pertanto, una sensazione d'incertezza, elemento importante nel problema dei capitali fluttuanti. Ultimi, ma non meno importanti, i turbamenti politici, con l'effettiva apertura di ostilità in alcune parti del mondo ed il timore di disastrose complicazioni, hanno ostacolato lo svolgimento di nuove iniziative, frenando l'ottimismo naturale dei periodi di espansione economica e producendo fughe di capitali e liquidazioni di investimenti.

Si ammette generalmente che le tendenze del ciclo economico sono intensificate dai movimenti concomitanti dei prezzi e non può negarsi l'enorme influenza dei fattori psicologici nello stimolare tale concomitanza. Anche per coloro che non credono nella possibilità di livellare completamente o almeno di controllare il ciclo economico, è evidente la necessità di diminuire tali effetti cumulativi. Gli avvenimenti degli ultimi anni, col moltiplicare gli elementi di incertezza, hanno anche aumentata l'indecisione del mondo degli affari, il che, a sua volta, può

frustrare l'azione benefica della politica statale, anche in quegli stessi paesi in cui tale azione non aumenta di per sé stessa il sentimento d'incertezza. Scarsi risultati possono attendersi da una politica intesa a diminuire i fattori concomitanti della tendenza economica, se essa è di natura da acuire la sensibilità di fronte a quei fattori che rimangono insopprimibili. Questa semplice verità stabilisce limiti determinati alla possibilità di seguire, da una parte, una politica economica unicamente nazionale, senza accettare, d'altra parte, le conseguenze ultime dell'isolamento economico.

Abbozzando il quadro della ripresa seguita alla severa crisi degli anni 1929 a 1932, si può dire che l'economia mondiale combattè per aprirsi la strada verso la prosperità attraverso condizioni eccezionalmente avverse, e che le forze naturali ricostruttive furono in parte rinvigorite, in parte ostacolate, dall'azione dei Governi. In Europa, dove gli elementi sfavorevoli erano i più forti, la ripresa mostrava sintomi di stabilità nel 1936, per quanto, naturalmente, molti fattori anormali operassero ancora. La ricaduta, subita dal mondo nell'anno seguente, ebbe la sua origine negli Stati Uniti ed è per questo che gli sviluppi nella situazione in quel paese sono di particolare importanza. In nessun altro paese, salvo in quelli in cui il Governo dirige praticamente l'intera vita economica, l'azione statale è stata così forte e così ampia. Nessun altro paese è così indipendente dalle altre nazioni e così ben protetto contro disordini politici internazionali, eppure in nessun altro paese la reazione è stata altrettanto violenta. La pratica ha dimostrato essere infinitamente più difficile dirigere ed influenzare le tendenze della vita economica mediante l'azione governativa — anche in un paese con un mercato nazionale assai vasto ed un sistema bancario organizzato — di quanto le esperienze ben studiate e l'attento esame degli sviluppi economici avessero incoraggiato molti a credere.

Se si vuole che l'azione statale riesca ad influire sul ciclo economico a tal segno da contrastare le periodiche fasi di regresso, bisogna che essa sia anche capace di frenare un eccessivo movimento di ripresa. Quando l'attività comincia a rallentare, può concedersi uno stimolo all'iniziativa privata finchè essa non abbia ripreso l'attività normale, ma l'azione statale deve esercitarsi in senso opposto appena appaiono i segni premonitori d'una ripresa troppo rapida del ritmo degli investimenti. Una delle caratteristiche più singolari del periodo recente fu l'incapacità dell'iniziativa privata di continuare nella via del progresso non appena, raggiunto un sufficiente grado d'attività nell'economia, l'azione statale venne rallentata; appena lo stimolo di quest'ultima venne a mancare, gli affari cominciarono a diminuire. Negli Stati Uniti, per esempio, il Governo si ritrova di fronte al problema di combattere il regresso economico prima ancora che si siano verificate le condizioni in cui esso, normalmente, avrebbe dovuto rovesciare l'indirizzo, finora espansionista, della sua politica economica.



Il progresso degli Stati Uniti negli ultimi anni scorsi non fu accompagnato da un grande sviluppo degli investimenti in attrezzature. La capacità di produzione preesistente è stata meglio sfruttata, ma non aumentata in estesi settori. Ciò sembra confermare l'esattezza dell'asserzione, che soltanto un aumento nel ritmo dei nuovi investimenti può co-

stituire una base durevole per il progresso dell'attività economica. Lo stimolare soltanto i consumi, mediante spese statali o, come in Francia, col migliorare improvvisamente le condizioni dei lavoratori, non dà all'attività economica una tale base. Tale politica può essere efficace in un primo momento, ma non risveglia le normali forze motrici, e se essa rappresenta un gravame troppo pesante per la produzione, l'effetto ultimo può persino essere il contrario di quello desiderato.

Gli avvenimenti del 1929 insegnarono che l'assenza di qualsiasi aumento nei prezzi non costituisce la prova che una crisi non è imminente. Il 1937 avverte che un'abbondante disponibilità d'oro, unita ad una politica di denaro a buon mercato, non impedisce ai prezzi di calare, almeno temporaneamente e bruscamente. Gli ultimi anni hanno anche insegnato che, date le differenze nella politica monetaria e nel sistema economico, il movimento ciclico dell'economia può presentare in un paese un ritmo tutto diverso da quello che si riscontra in altri paesi. Ma la speranza, accarezzata in alcuni circoli, che ciò voglia significare che un paese possa liberarsi dalle ripercussioni degli avvenimenti in altri paesi, seguendo una politica economica nazionale, si è dimostrata vana. Al contrario può darsi che una delle conseguenze del fatto che i movimenti ciclici in differenti paesi hanno cessato di concordare di fase, debba essere questa, che l'apparizione della fase di regresso nel ciclo economico di un paese può arrestare la tendenza alla ripresa in un altro paese, assai prima che essa arrivi al suo massimo normale. All'infuori di alcuni casi di isolamento completo — che pochi ritengono essere l'ideale — l'interdipendenza dei paesi moderni è così grande che, per quanto il nazionalismo economico e la libertà di alterare le parità monetarie

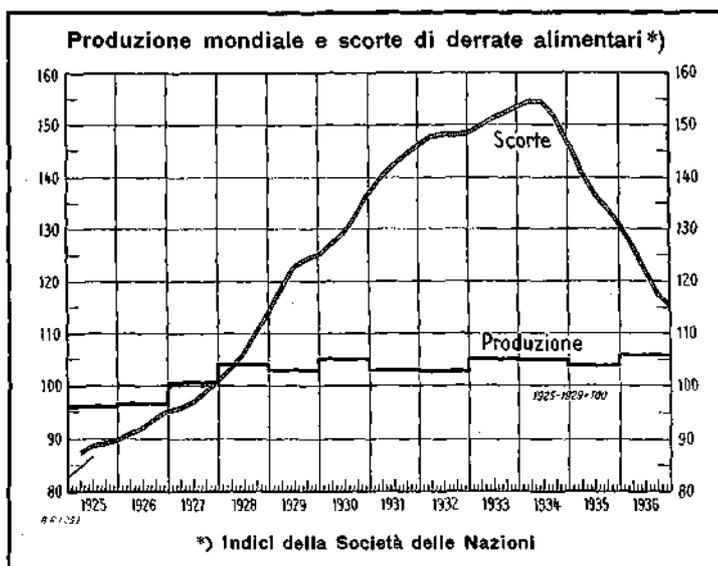
possa permettere loro di marciare fuori passo (e si pretende che ciò sia uno dei principali vantaggi dell'abbandono della automatica stabilità monetaria internazionale) non permette loro di evolvere indipendentemente l'uno dall'altro. I movimenti dei paesi più importanti dovranno essere seguiti dagli altri dopo un certo intervallo. Si poteva sperare che la differenza nel ritmo e nella velocità dello sviluppo economico mondiale avesse un effetto stabilizzatore sul ciclo economico del mondo preso nel suo insieme, la prosperità di un paese compensando e frenando il regresso di un altro. Ma, al momento attuale, l'esperienza prova piuttosto che l'effetto principale di tale mancanza di sincronismo è un maggior disordine nello sviluppo economico generale del mondo ed uno stato psicologico in cui la sensazione di vivere sempre nel bel mezzo di una crisi non viene mai meno, perchè è sempre giustificata nell'uno o nell'altro paese.

I fattori di perturbamento, tanto nel campo politico quanto in quello economico, sono ora così numerosi, che si è tentati di dimenticare il fatto che esistono indubbiamente alcuni elementi confortanti nella situazione e che, sotto certi aspetti importanti, la posizione attuale non regge male il confronto con quella del 1929.

Il 1937 è stato un anno di relativa stabilità dei cambi, dato che soltanto il franco francese ha subito ribassi notevoli. Le oscillazioni del cambio fra la sterlina ed il dollaro sono state mantenute entro limiti di un terzo più ristretti di quelli dall'anno precedente. Il commercio internazionale ha continuato ad espandersi ed il volume materiale delle merci scambiate ha praticamente raggiunto di nuovo il livello del 1929. Questa ripresa ha consentito a molti paesi debitori di fare maggiori accantonamenti per il servizio dei debiti esteri ed ha costituito una base propizia per la conclusione di sistemazioni debitorie. Sotto due rapporti la situazione nel 1929 era eccezionalmente pericolosa. Si aveva allora la coincidenza di una crisi agricola con una crisi industriale, dopo alcuni anni di espansione rapida, e la crisi fu seguita e prolungata da una catastrofe finanziaria generale, che intaccò profondamente l'intero sistema monetario mondiale.

L'esperienza insegna che non vi è necessariamente un nesso fra un regresso industriale, sia pur cospicuo, ed una depressione agricola. Non s'ebbe caduta nei prezzi dei prodotti agricoli nelle depressioni ch'ebbero inizio negli anni 1900 e 1907. Al momento presente, anzi, la situazione agricola appare, almeno sotto alcuni punti di vista, più brillante che non nel periodo negli anni tra il 1920 e il 1930.

Il grafico qui appresso mostra le variazioni, negli anni recenti, della produzione mondiale e delle scorte di alcune importanti derrate alimentari, tra cui grano, zucchero, carne, latte, caffè, té ecc., in quanto, ben inteso, le statistiche relative siano disponibili. La produzione è aumentata



molto rapidamente negli anni 1925—1928, e ne è risultato uno squilibrio fra produzione e consumo con conseguente aumento delle scorte e brusca caduta dei prezzi. Nel 1936, vi è stato un nuovo aumento della produzione, ma il livello raggiunto fu soltanto di poco superiore a quello del biennio 1928—1929,

mentre la popolazione mondiale è aumentata di circa 1% annualmente. La situazione granaria ha particolare importanza; la tabella seguente mostra lo sviluppo dell'area coltivata a grano dal quinquennio 1910—1914 in poi.

Superficie coltivata a grano nel mondo.

Millioni di acri (medie annuali)	1910—14	1918—19	1926—27	1931—32	1936
Stati Uniti	54,1	72,4	63,2	66,0	73,6
Argentina	16,2	17,2	20,0	18,5	17,5
Canada	10,5	18,3	22,7	26,7	25,3
Australia	8,2	7,2	12,0	15,3	12,3
Quattro paesi principali esportatori	89,0	115,1	117,8	126,5	128,7
Paesi importatori in Europa .	35,4	29,1	32,5	33,7	34,6
Paesi esportatori in Europa .	24,3	18,4	25,0	27,7	29,3
Altri paesi*	53,6	55,4	59,1	63,8	65,7
Totale per il mondo*	202,3	218,0	234,4	251,7	258,3
Produzione totale* (in milioni di tonnellate)	80,7	77,1	94,2	100,3	89,7

* Russia esclusa.

Durante la guerra mondiale, l'area a grano venne ridotta nei paesi d'Europa esportatori ed importatori ma aumentò grandemente nei quattro principali stati esportatori; la produzione mondiale del grano rimase così abbastanza stabile, malgrado la cessazione delle esportazioni russe. Quando, tuttavia, dopo la guerra, riprese la produzione europea, in gran parte protetta, e quella d'oltremare continuò senza diminuzione, una serie di buoni raccolti

consecutivi determinò lo squilibrio nel mercato granario, e, dopo qualche anno di interventi artificiosi, il prezzo del grano cadde ad un punto così basso che convenne usarlo negli Stati Uniti come mangime per il bestiame. Malgrado la diminuzione dei prezzi, l'area a grano aumentò, poichè gli agricoltori non avevano altro modo di impiego della loro capacità produttiva. Il miglioramento nella posizione granaria, verificatosi dal 1934 in poi, non fu dovuto nè ad una riduzione dell'area coltivata, nè ad un aumento di domanda dai paesi importatori, bensì ad un susseguirsi di pessimi raccolti nel Canada e negli Stati Uniti. Si presenta ora il pericolo che, data l'area attualmente coltivata a grano, una nuova serie di raccolti abbondanti o anche soltanto normali, possa danneggiare la stabilità del mercato; alcuni fattori, però, tendono a rendere tale pericolo meno impressionante di quanto non appaia a prima vista.

Assai importanti sono gli sviluppi che si notano negli Stati Uniti e nel Canada, i due maggiori paesi produttori. Dal 1929 le aree seminate negli Stati Uniti sono considerevolmente accresciute, ma non così le area mietute.

Area coltivata a grano negli Stati Uniti

Anno del raccolto	Area seminata			Area mietuta			Differenza fra l'area mietuta e l'area seminata
	Inverno	Primavera	Totale	Inverno	Primavera	Totale	
	in milioni di acri						
1925	40,9	20,8	61,7	32,0	20,5	52,5	— 9,2
1929	43,9	22,9	66,8	41,2	22,1	63,3	— 3,5
1932	42,3	22,6	64,9	35,2	21,9	57,1	— 7,8
1933	42,7	24,3	67,0	28,5	19,4	47,9	— 19,1
1934	41,9	18,5	60,4	33,0	9,3	42,3	— 18,1
1935	44,5	22,3	66,8	31,0	18,8	49,8	— 17,0
1936	49,8	23,9	73,7	37,7	11,2	48,9	— 24,8
1937	57,6	21,1	78,7	46,9	17,5	64,4	— 14,3

Secondo il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti, l'area dei principali cereali seminata e poi abbandonata sembra essere stata nel 1937 di circa 24 $\frac{1}{2}$ milioni di acri, di cui circa 14 milioni seminati a grano. Tre quarti dell'area perduta si trovano negli Stati all'ovest del Mississippi ed in gran parte nella "conca polverosa" che è una regione dell'Oklahoma occidentale, del Texas settentrionale e del Nuovo Messico nord-orientale. Il 1937 fu il quinto anno consecutivo di forti perdite per siccità, e gran parte della zona colpita è ancora eccessivamente secca. Si pone la questione se queste avverse condizioni siano da considerarsi semplicemente alternanze temporanee di stagioni secche, o se dei fattori di carattere più permanente siano all'opera.

L'aumento della produzione granaria, che s'ebbe durante e dopo la guerra, fu principalmente il risultato della coltivazione di terre vergini, come era avvenuto

prima della guerra nelle grandi coltivazioni di nuovi tratti di terreno. Sembra, tuttavia, non soltanto che tale tendenza abbia raggiunto il suo limite, dato che non vi è più disponibilità di terra realmente adatta, ma che anche la coltivazione marginale sia stata spinta troppo lungi negli Stati Uniti e, fino ad un certo punto, nel Canada, poichè si è giunti a lavorare dei terreni che soltanto eccezionalmente potranno dare una remunerazione normale al produttore. Il Governo degli Stati Uniti ha cominciato a riscattare terreni, tentando così di impedire che la "conca polverosa" diventi un deserto. Più di 5 milioni di acri sono stati già acquistati ed un programma estensivo, in seguito al Bankhead-Jones Farmer Tenant Act, richiederà l'acquisto di altri 5 milioni di acri durante i prossimi due anni. I terreni che così vengono sottratti alla produzione del grano, verranno usati per boschi, per campi ricreativi, parchi nazionali, ed altri scopi adatti.

È troppo presto ancora per pronunciarsi categoricamente sulla situazione granaria alla luce di tale evoluzione specialmente perchè la ricomparsa anche fuggevole di buone condizioni atmosferiche negli Stati Uniti e nel Canada può avere per risultato l'accumulazione di forti eccedenze esportabili. In un mondo in cui la popolazione cresce ancora, il possibile restringimento della superficie a grano dovrebbe ragionevolmente portare ad una maggiore stabilità dei mercati granari. Un miglioramento nel livello di vita può significare un certo spostamento dal consumo del pane ad una dieta più varia, ma un tale miglioramento aumenterebbe anche, senza dubbio, la domanda complessiva di tutte le derrate alimentari. In ogni caso, le scorte accumulate di prodotti agricoli sono ora meno importanti di quelle che esistevano all'inizio della depressione nel 1929.

Per quanto riguarda l'altro elemento sfavorevole nella crisi mondiale — ossia la diffusa crisi internazionale di liquidità — la situazione sembra essere meno gravida di pericoli. Immenso è stato il danno prodotto, nel 1931, dai fallimenti bancari, dalle svalutazioni monetarie, dalle moratorie e dalle restrizioni ai cambi, e gli squilibri prodotti dai cambiamenti monetari e dalle altre variazioni hanno avuto effetti duraturi su tutti gli sviluppi successivi. Tuttavia, negli ultimi anni si sono fatti vari conguagli e consolidazioni e la situazione, quale si presenta ora, è sotto ogni aspetto importante meno vulnerabile. Nel campo bancario commerciale, la sparizione delle banche più deboli, il rafforzamento delle altre, l'osservanza più diffusa di criteri di liquidità maggiormente severi ed altre misure di adattamento, hanno rafforzata la posizione bancaria in tutto il mondo. Gli importanti quantitativi di titoli di Stato, detenuti dalle banche commerciali, potrebbero costituire un pericolo, se dovesse prodursi un ribasso sensibile del valore dei titoli stessi; ma, d'altra parte, le riserve delle banche sono state generalmente aumentate mediante l'accantonamento dei profitti ed il ricupero di crediti previamente depennati, e anche le loro risorse liquide sono, in proporzione, più forti.

Inoltre, la posizione debitoria internazionale è stata grandemente alleggerita. I debiti a lungo termine verso l'estero sono stati ridotti mediante riscatti o rimpatrii, ovvero il loro servizio è stato reso più leggero mediante conversioni. In altri casi, degli accordi provvisori hanno permesso di superare il periodo di transizione, finchè divenisse possibile di elaborare un piano permanente tra creditore e debitore. I vecchi debiti a breve termine verso l'estero sono stati assai ridotti. In alcuni casi si sono conclusi accordi per il loro rimborso graduale estendendolo ad un lungo periodo; ed ogniquale volta il ritiro dei restanti averi nominalmente a breve scadenza potrebbe costituire un pericolo, essi vengono tenuti sotto controllo mediante varie restrizioni che, pur essendo naturalmente poco desiderabili per sè stesse, costituiscono almeno una protezione contro possibili crolli cagionati dal richiamo di capitali.

La posizione di quei mercati creditori, in cui sono depositati importanti fondi a breve termine di pertinenza estera, è stata altresì fortemente rafforzata. L'accumulazione di importanti riserve auree crea, per quanto è possibile giudicare, una base sufficiente per far fronte a qualsiasi possibile occorrenza; ed i metodi impiegati per impedire che i movimenti delle disponibilità a breve termine abbiano un effetto poco desiderabile sulla posizione creditizia interna, sono stati perfezionati, almeno in alcuni mercati.

La differenza che si nota nella situazione finanziaria attuale rispetto a quella del periodo dal 1929—1931, potrà essere importante nei riguardi del tempo che occorrerà per uscire dal regresso economico attuale. È ovvio che la fase discendente del ciclo debba arrestarsi e invertirsi. Ma nulla ritarda tanto il momento in cui l'attività economica ricomincia ad aumentare, quanto una situazione finanziaria in disordine. In passato si credeva che durante una crisi uno dei pericoli più gravi fosse il finanziamento di investimenti in capitali fissi mediante crediti bancari, a causa degli inevitabili fallimenti e delle liquidazioni forzate di imprese industriali obbligate a rimborsare i loro debiti bancari. Nei paesi finanziariamente più forti, pertanto, dopo la lezione della crisi del 1921, le imprese evitarono questo metodo di finanziamento per i loro nuovi investimenti; anche le banche si attennero a criterii prudenziali. Si favorì il costume di emettere azioni largamente in anticipo dei bisogni e fu effettivamente una caratteristica della crisi del 1929, che soltanto poche imprese industriali crollarono. Nello stesso tempo tali imprese costituirono forti riserve con i profitti, per essere in grado di finanziare ingrandimenti, senza dover rivolgersi, nè alle banche, nè al pubblico. La messa in pratica di tale metodo sembra essere stata uno dei principali stimoli al rialzo borsistico del 1929, poichè portò il pubblico a basare la sua stima dei titoli su quello che definiva il loro "valore intrinseco" invece che sul reddito probabile, basandosi sulla teoria che il reddito costituisce soltanto una parte dei profitti reali. Il valore intrinseco, però, è un con-

cetto di carattere troppo vago per comportare in sè un limite a speranze esagerate. Scacciato dalla porta, l'impiego del credito bancario per il finanziamento di nuovi investimenti rientrò per la finestra e, cioè, finanziando i portafogli di titoli detenuti dal pubblico. Sotto due aspetti questo fatto si dimostrò più dannoso dei crediti bancari diretti. In primo luogo, vi è sempre un limite al finanziamento attraverso crediti bancari, poichè giunge sempre un momento in cui le banche cominciano a nutrire qualche timore, mentre le speranze di un pubblico che specula (molto più che non quelle dei tanto criticati speculatori di professione) sono, durante un rialzo prolungato, praticamente senza limiti, specialmente se queste speranze hanno perso qualsiasi relazione col rendimento che è lecito attendersi dai titoli. In secondo luogo, per quanto sia vero che i fallimenti e le liquidazioni forzate aggravano una crisi, essi tendono, tuttavia, ad avvicinarne la fine, mentre invece la liquidazione dei debitori privati può prendere un tempo interminabile, perchè vi è sempre speranza che un giorno essi possano ridiventare solventi. Così si prolunga la crisi, perchè, quando gli affari incominciano a migliorare, il potere d'acquisto è ridotto dal fatto che i vecchi debiti devono essere ancora rimborsati, e questa forma di risparmio forzato frustra la rinascenza attività economica degli effetti concomitanti che normalmente dovrebbe avere la ripresa degli acquisti da parte dei consumatori. Tale tendenza è più marcata, quando il sistema delle vendite a rate è largamente diffuso ed i debiti che ne derivano debbono essere gradualmente rimborsati. Già la crisi del 1929 subiva la pregiudiziale della lenta liquidazione, connessa coll'intima struttura finanziaria dei paesi più forti. L'effetto di questa pregiudiziale fu moltiplicato dalle caratteristiche speciali della crisi finanziaria internazionale del 1931. La liquidazione rapida dell'indebitamento internazionale essendo impossibile a causa delle numerose rovine che avrebbe provocato, invalse la consuetudine di immobilizzare le posizioni esistenti mediante accordi o leggi generali. Questo fatto, unito ad una diffusa convinzione che i debitori deboli dovessero essere protetti, impedì una liquidazione rapida dei crediti non recuperabili. Il malato doveva essere curato; si volle ottenere la guarigione non con operazioni chirurgiche, ma applicando una protezione finanziaria che permettesse un miglioramento graduale dello stato di salute. È impossibile affermare che altre soluzioni sarebbero state materialmente o politicamente possibili. Fino ad un certo punto il metodo era ugualmente necessario per aiutare i creditori come per proteggere i debitori. Ma i vecchi debiti, contratti per l'acquisto di attività che hanno perso il loro valore, possono essere rimborsati con nuovi profitti soltanto dopo un'evoluzione completa del ciclo economico; l'esistenza di tali debiti, però, tende di solito ad impedire che il ciclo economico compia la sua naturale evoluzione. Non vi è dubbio, perciò, che una crisi finanziaria, vasta come quella degli anni 1929 a 1931, è un immane ostacolo nella strada della ripresa.

Dal punto di vista finanziario, la situazione attuale, senza essere ancora completamente soddisfacente, non sembra contenere quegli impedimenti alla ripresa, che caratterizzarono la crisi dal 1929 al 1931, o, ad ogni modo, se essi sono presenti, lo sono in un grado infinitamente minore. Si deve perciò sperare, che questa volta una ripresa più rapida e più estesa sarà possibile. È chiaro che due fattori dominano la situazione attuale: l'organizzazione della produzione a mezzo degli accordi cosiddetti restrittivi e l'azione dei governi.

Quantunque non si possa trascurare il fatto che gli accordi restrittivi non sono affatto di semplice applicazione e che, anche nella loro forma più succinta, essi non sono ancora atti a seguire ed ancor meno a dirigere i mercati con quella efficacia che sarebbe desiderabile, non v'è dubbio che essi impediscono alla produzione di continuare ad eccedere i bisogni, come frequentemente avviene quando non esistono organizzazioni di produttori; naturalmente però non contengono alcun incentivo.

Per quanto riguarda l'azione governativa, è da sperarsi che non si perda di vista il fatto che il principale incentivo alla ripresa in larghe zone mondiali è ancora la speranza di un margine sufficiente di profitto durante un periodo di tempo sufficientemente esteso. Gli investimenti in nuovi impianti non soltanto costituiscono la base più duratura d'una attività economica nella quale divenga possibile l'impiego in misura soddisfacente dei fattori della produzione, compreso il lavoro — base che, come l'esperienza ha dimostrato, non può essere sostituita da un semplice stimolo dei consumi — ma sono anche l'unica maniera di migliorare il benessere generale del mondo. Il bisogno immediato di combattere la disoccupazione può indurre i governi a perdere di vista il fatto che, per quanto possa essere preferibile aumentare le possibilità di lavoro anche senza aumentare la produzione della ricchezza, piuttosto che condannare una gran parte della popolazione alla maledizione dell'ozio, lo scopo ultimo deve essere l'impiego dei fattori della produzione per il miglioramento della situazione economica del mondo in generale. Sotto questo aspetto il ritornello dell'indipendenza monetaria nazionale, con che s'intende la libertà di alterare le parità dei cambi, può dimostrarsi pericoloso. La libertà che essa sembra dare è spesso soltanto apparente. Essa non può rompere la interdipendenza inevitabile dei paesi moderni. E l'instabilità da essa creata può frustrare gli effetti dei più accurati piani governativi, scoraggiando il capitale dal cercare investimento in nuove imprese produttive. È umano volgersi a guardare i disastri del passato, nella speranza di evitarli nell'avvenire. Ma il lasciarsi guidare dal timore di una deflazione, che può anche non sopravvenire, può essere tanto pericoloso come è stato pericoloso, in alcuni casi, l'agire sotto la paura di un'inflazione che non era imminente. E, se il timore di una deflazione in fondo si identifica col dubbio nella stabilità monetaria internazionale, esso può

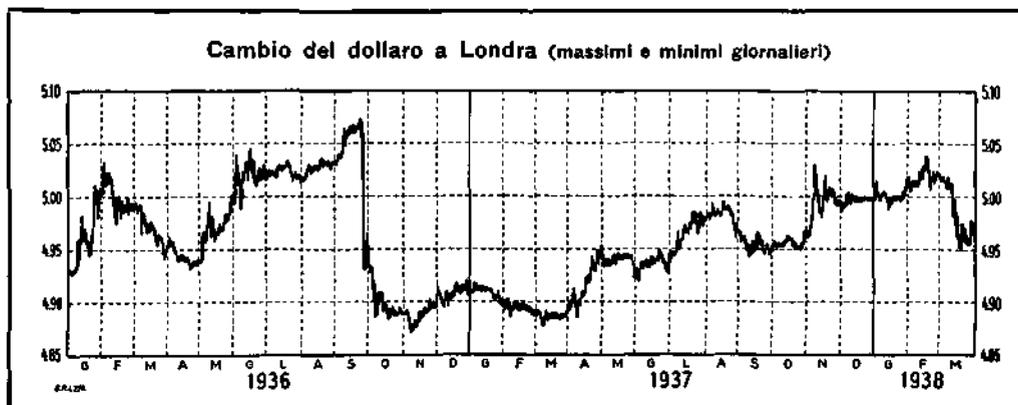
intralciare talmente la ripresa economica da rendere inevitabile la deflazione malgrado la sovrabbondanza d'oro. Se la storia si ripete, non si ripete mai con avvenimenti identici a quelli del passato noto. Nelle sue cause e nei suoi effetti, la crisi di oggi e la ripresa di domani avranno le loro proprie caratteristiche ed i loro propri problemi, in parte nuovi. Le banche centrali dovranno far fronte a questi problemi, sia come regolatrici del mercato monetario, sia come consiglieri dei loro rispettivi governi. Nella Banca dei Regolamenti Internazionali esse trovano il loro centro di consultazione, in un momento in cui la politica economica rende la cooperazione delle autorità monetarie ancor più necessaria che non lo sarebbe in un regime automatico. Si può anche aggiungere che, nell'anno scorso, come negli anni precedenti, i rappresentanti delle banche centrali hanno profittato regolarmente delle occasioni dei loro incontri in Basilea, per consultarsi l'un l'altro e per prendere conoscenza della tendenza generale degli avvenimenti aventi ripercussioni sulla loro politica monetaria.

II. CAMBI, PREZZI E COMMERCIO INTERNAZIONALE.

1. I CAMBI.

Nonostante le numerose perturbazioni politiche ed economiche che si susseguirono nel 1937, la stabilità dei cambi si mantenne assai bene; meglio anzi che non negli anni precedenti, dal 1931 in poi, poichè, se è vero che il valore esterno del franco francese fu abbassato e che anche talune monete sudamericane mostrarono debolezza, i movimenti dei cambi nel resto del mondo si contennero entro ristrettissimi limiti. Questo fatto acquista maggior rilievo, quando si pensi a tutte le preoccupazioni che successivamente nel corso dell'anno destarono le monete più importanti e l'andamento del prezzo dell'oro, nonchè ai vasti movimenti di capitali da un mercato all'altro, alle brusche oscillazioni dei prezzi ed ai gravi conflitti politici; questa maggiore stabilità dei cambi va posta in relazione coll'aumento di volume del commercio internazionale, grazie al quale, in un grande numero di paesi, le autorità monetarie poterono rafforzare le loro riserve.

Come si rileva dal grafico seguente, il cambio tra la sterlina ed il dollaro ha oscillato, nel 1937, entro limiti più ristretti ancora che non nel 1936, che pure era stato, per esso, l'anno di maggiore stabilità dopo il distacco della sterlina dall'oro nel 1931.

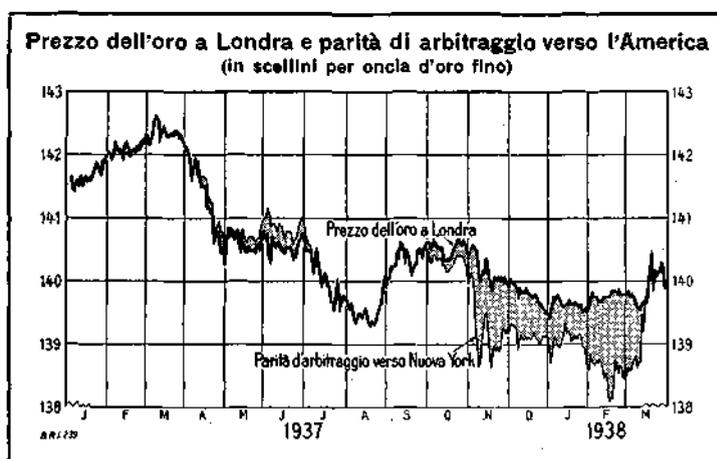


Come primo effetto della svalutazione nei paesi del "blocco dell'oro", alla fine del settembre 1936, si produsse un riflusso di capitali dal mercato di Londra verso la Francia, i Paesi Bassi e la Svizzera. Dopo circa due mesi, però, il movimento verso la Francia s'invertì di senso, mentre quelli verso i mercati olandese e svizzero continuarono. Inoltre, nell'ultimo trimestre del 1936 e nel primo trimestre del 1937, si verificò un movimento di capitali da Londra verso gli Stati Uniti, sostenuto da forti spedizioni d'oro. Nei confronti del dollaro, il punto più basso fu raggiunto dalla sterlina al principio di marzo 1937, col cambio a \$4,88.

Nei mesi successivi, dalla metà d'aprile alla fine di giugno, il mercato fu dominato da quella che fu chiamata "paura dell'oro", cioè la credenza generale in un prossimo ribasso del prezzo dell'oro negli Stati Uniti e quindi anche in altri paesi. La domanda di dollari si intensificò e s'ebbe una ondata di vendite d'oro; sul mercato londinese, il pubblico rimise in circolazione oro per più di 60 milioni di sterline, fatto non privo di connessione coll'apparizione a Londra di un disaggio sull'oro rispetto al prezzo di Nuova York. Durante questi mesi, il prezzo a Londra si mantenne abbastanza stabile a 140 scellini e 6 denari, cosicchè il disaggio dell'oro si rivelò nel cambio tra la sterlina ed il dollaro. I capitali trasferiti a Nuova York servirono piuttosto a costituire delle disponibilità liquide che non ad acquistare titoli. Questa ricerca di dollari si manifestò durante tutta l'estate, ma le fece contrappeso in buona parte l'afflusso di capitali francesi a Londra, specialmente nei mesi di maggio e giugno e in settembre.

Nella seconda metà dell'anno, col ribasso dei titoli a Wall Street e l'apparizione d'un regresso economico negli Stati Uniti, la tendenza si fece avversa al dollaro; essa s'intensificò bruscamente nel novembre, quando il timore, diffusosi in certi ambienti, di un'ulteriore svalutazione del dollaro, dette origine a ciò che si chiamò "paura del dollaro". Passata questa paura, il cambio del dollaro a Londra restò, nondimeno, per parecchi mesi a circa 5 dollari per sterlina. Nel secondo semestre del 1937 si verificò una forte eccedenza di esportazioni nella bilancia commerciale degli Stati Uniti, mentre nel Regno Unito aumentò il saldo passivo della bilancia commerciale. La notevole fermezza di cui la sterlina dette prova nell'autunno, dimostra che i movimenti di capitali hanno attualmente influenza sui cambi assai più importante che non la domanda di divise per i pagamenti d'importazioni e per altre partite ordinarie della bilancia dei pagamenti.

Il grafico seguente ritrae le diverse tendenze nel corso dell'anno, raffrontando il prezzo dell'oro sul mercato di Londra alla cosiddetta "parità di arbitraggio verso l'America":



La "parità d'arbitraggio verso l'America" rappresenta quel prezzo dell'oro sul mercato di Londra al quale diviene vantaggioso spedire il metallo a Nuova York, tenuto conto del cambio tra la sterlina ed il dollaro. Durante il periodo della "paura

dell'oro", dall'aprile al giugno, il prezzo dell'oro a Londra si mantenne inferiore a tale parità; si profilò così l'apparizione di un disaggio, indice d'una situazione affatto anormale. La causa è da ricercarsi nel fatto che le banche americane, acquirenti abituali, erano mal disposte ad operare, in una situazione in cui rischiavano, spedendo l'oro agli Stati Uniti, di non ricavarne più, all'arrivo, che un prezzo inferiore a 35 dollari per oncia. Appena dissipato questo timore, scomparve anche il disaggio; l'oro riprese a muoversi verso gli Stati Uniti alla "parità d'arbitraggio", prova che l'arbitraggio era tornato a funzionare efficacemente. A partire dalla fine di settembre il prezzo dell'oro a Londra superò "la parità d'arbitraggio verso l'America" e non poté più trasferirsi con profitto l'oro da Londra agli Stati Uniti. D'altra parte, il prezzo dell'oro a Londra non salì che un sol giorno al livello sufficiente per compensare, tenendo conto del cambio tra la sterlina ed il dollaro, il costo della spedizione del metallo da Nuova York a Londra, compresi gli interessi. Il punto al quale tale spedizione diviene vantaggiosa può paragonarsi al "punto d'importazione dell'oro" per la sterlina in un normale sistema monetario a base aurea, come la "parità d'arbitraggio verso l'America" può paragonarsi al "punto d'esportazione dell'oro" nell'antico regime aureo. Lo scarto fra questi due punti rappresenta il margine naturale entro il quale il prezzo dell'oro può variare giorno per giorno in rapporto al cambio tra la sterlina ed il dollaro. Per effetto d'una fallace analogia, è invalsa l'abitudine di chiamare "premio" l'eccedenza, in denari, del prezzo di mercato dell'oro rispetto alla "parità d'arbitraggio verso l'America". Tale "premio" può evidentemente assorbire l'intero margine fra i "punti dell'oro" che, colla sterlina a \$5, si calcola generalmente in 22 denari. Senonchè, mentre la "parità d'arbitraggio verso l'America" dovrebbe essere un "punto dell'oro" a funzionamento pressochè automatico, in quanto che gli arbitraggisti privati sono liberi di spedire l'oro a Nuova York, lo stesso non può dirsi del "punto dell'oro" inferiore per il dollaro, poichè le spedizioni dagli Stati Uniti non possono venir fatte da privati, ma soltanto da Fondi per i cambi ed altri enti ufficiali; quest'altro "punto dell'oro" ha, pertanto, un'esistenza più o meno reale, secondo che le autorità siano più o meno proclive ad effettuare spedizioni.

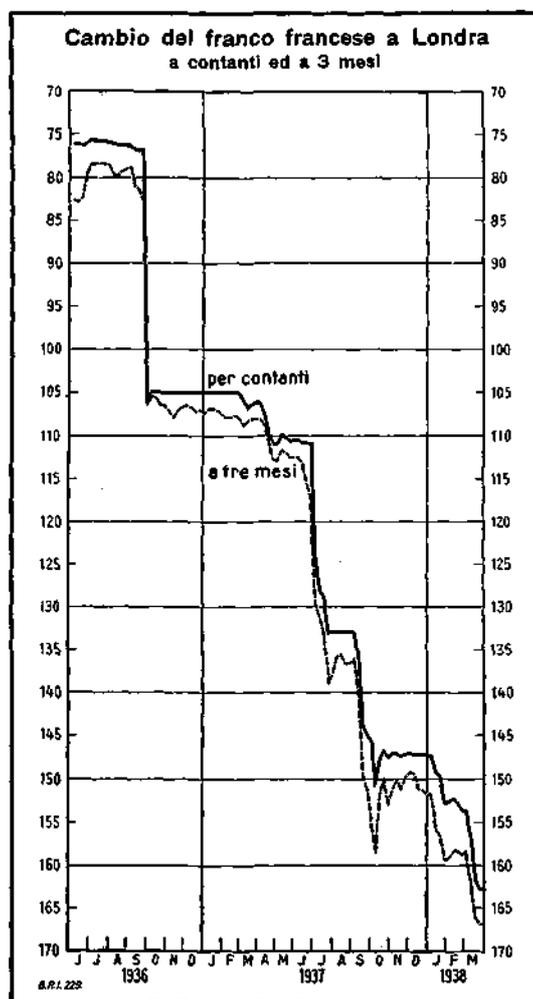
Al tempo del regime monetario fondato sull'oro, lo scarto fra i "punti dell'oro" era, in relazione alle minori spese di trasporto, più piccolo fra Londra e le piazze del continente europeo che non fra Londra e Nuova York. Tale disparità è attualmente ancora più sensibile, essendosi accresciuto lo scarto tra i due "punti dell'oro" a Londra rispetto a Nuova York; questo margine di 22 denari rappresenta circa 1,3‰, mentre era circa 0,5‰ prima del 1931. L'aumento è dovuto principalmente alle cosiddette "spese di manipolazione", costituenti in realtà una tassa di 0,25‰ sul valore dell'oro comperato o venduto dal Tesoro degli Stati Uniti; tale tassa contribuisce, pertanto, nella misura di 0,5‰ a formare lo scarto fra i "punti dell'oro".

Per quanto riguarda le monete europee collegate alla sterlina, si nota che, nel Portogallo, con decreto del 18 ottobre 1937, sono state abolite tutte le restrizioni già poste nel 1922 ai cambi con l'estero ed alla libera circolazione dei capitali. In Danimarca, la situazione monetaria è migliorata abbastanza per permettere al Governo di sopprimere le restrizioni all'importazione per talune categorie di merci; ne è risultato che, al principio del 1938, oltre un terzo delle importazioni già sfuggiva al controllo governativo. In Svezia, si è presentata fino dai primi mesi del 1937 la questione dell'opportunità di apportare qualche ritocco ai cambi al fine di mitigare gli effetti prodotti sul mercato interno dai rialzi simultanei di prezzi su vari mercati mondiali. Fino dalla metà del 1933, la corona svedese era rimasta legata alla sterlina al cambio fisso di 19,40 corone per sterlina, corrispondente a un deprezzamento di circa 6,5%; si pensò di poter ritornare presso a poco alla vecchia parità di 18,16 corone; ma fu deciso di soprassedere ed in seguito, essendo ribassati i prezzi, si lasciò cadere la

questione. Mentre durava l'incertezza al riguardo, i commercianti presero l'abitudine di assicurarsi i cambi a termine; la Riksbank stima che nel febbraio 1937 tali operazioni raggiunsero un totale di 260 milioni di corone, di cui 200 milioni in operazioni per conto svedese e 60 milioni per operazioni per conto estero. Per garantirsi i cambi, le banche e gli industriali svedesi presero a prestito divise estere, principalmente sterline e la vendita di queste divise sul mercato a contanti accrebbe le riserve d'oro e di cambi della Riksbank.

Le variazioni nel valore del franco francese possono osservarsi sul grafico accanto, che rappresenta le quotazioni a Londra per cambi a contanti ed a tre mesi.

Dopo la svalutazione dell'autunno 1936, il cambio a contanti fu mantenuto per cinque mesi stabile a 105 franchi francesi per sterlina, ma il cambio a tre mesi ben presto si negoziò con uno sconto considerevole,



segno che il mercato dubitava che il franco potesse venire mantenuto a tale quota. Ritenutasi opportuna l'adozione di un metodo più elastico di intervento sul mercato dei cambi, il cambio cominciò, nella primavera 1937, a muoversi verso una nuova quota che fu quella di circa 110 franchi. Aboliti i limiti legali, che erano stati fissati a 49 e 43 milligrammi d'oro a 900 millesimi, il cambio discese ad una quota inferiore, circa 133 franchi, il 22 luglio e vi rimase per circa un mese e mezzo. Un'altra discesa, in settembre, portò il cambio il 5 ottobre alla nuova quota di 151 franchi francesi. Dopo un nuovo periodo di stabilità tra 145 e 150 franchi, il cambio salì a oltre 160 in marzo.

L'insistente domanda di divise estere sul mercato francese provenne in parte dall'accresciuto disavanzo della bilancia commerciale (passato da 9900 milioni di franchi francesi nel 1936 a 18.400 milioni nel 1937) ed in parte dall'esportazione di capitali prodottasi varie volte nel corso dell'anno; ma le cause più profonde si ritrovano nell'incertezza della situazione politica, sia interna, che esterna; nella grande richiesta di fondi da parte del Governo (di cui ben 14.200 milioni di franchi francesi forniti a titolo di anticipazione dalla Banca di Francia); nell'aumento dei costi e dei prezzi; infine, nel basso livello della produzione nazionale. Data la situazione generale, è difficile valutare l'importanza relativa di ciascuno di questi fattori, specialmente se si osserva che ciascuno ebbe ripercussioni sull'altro.

Nel 1937 si è risentita qualche tensione sul mercato belga dei cambi, dovuta a movimenti di capitali ed all'aumentato disavanzo della bilancia commerciale. Il belga essendo legato all'oro, per mantenere l'equilibrio del mercato è occorso far entrare in giuoco l'oro e, conseguentemente, la riserva aurea della banca centrale si è ridotta, nel corso dell'anno, da 18.640 milioni di franchi belgi a 17.623 milioni. I forti movimenti di capitali verso i mercati olandese e svizzero non hanno influito fortemente sui cambi, ma si sono tradotti nell'aumento delle riserve auree di questi paesi. In un discorso dell'8 febbraio 1938, il Presidente della Banca neerlandese spiegò che, fintantochè la domanda di fiorini superò l'offerta, le autorità monetarie si trovarono a dover scegliere fra due alternative: o lasciare che il fiorino si apprezzasse rispetto alle altre monete, oppure fare acquistare continuamente oro da parte del Fondo di perequazione dei cambi coll'aiuto della Banca neerlandese; egli sottolineò l'importanza della stabilità dei cambi ed espresse l'opinione che l'effetto benefico dell'accordo tripartito del settembre 1936 vada ascritto al fatto che esso riposa sul concetto del collegamento coll'oro.

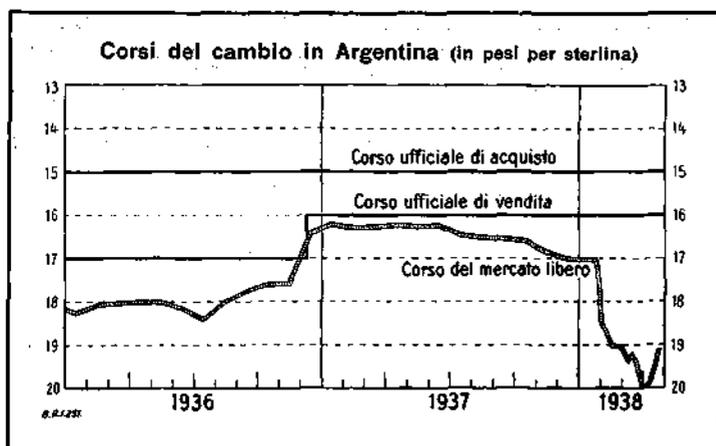
Nei paesi europei nei quali vige il controllo sui cambi i corsi dei cambi sono stati mantenuti alle quote prescritte sui rispettivi mercati, ed in parecchi di essi sono aumentate le riserve d'oro e di divise libere, grazie al miglioramento della bilancia commerciale. Grande importanza presenta la ridu-

zione generale degli arretrati nei conti di "clearing" ed analoghi, data la sfavorevole influenza che tali arretrati avevano, finchè erano importanti, sull'andamento degli affari ordinari. I debiti della Germania nei conti "clearing" sono diminuiti nel corso dell'anno di circa 150 milioni di marchi, riducendosi a 313 milioni di marchi alla fine del 1937. Durante lo stesso periodo le riserve della Reichsbank in oro e divise aumentarono da 178 milioni di marchi a 261 milioni di marchi.

Fuori d'Europa, il conflitto nell'Estremo Oriente ha influito sui cambi meno di quello che fosse lecito prevedere: i cambi giapponesi e cinesi sono rimasti invariati durante il 1937. La stabilità dello yen è stata mantenuta in parte mediante esportazioni d'oro ed in parte mediante l'istituzione del controllo sulle importazioni e di restrizioni sui cambi. Quanto alla Cina, le esportazioni d'argento effettuate per acquistare divise estere furono completate da una restrizione bancaria interna, per effetto della quale la circolazione di biglietti fu limitata ed il suo ammontare crebbe nei dodici mesi fino al gennaio 1938 soltanto da 1390 milioni di dollari a 1760 milioni. Nel marzo 1938 le autorità cinesi hanno ritenuto necessario di introdurre restrizioni ai cambi e, di conseguenza, alla fine del mese le banche straniere hanno denunciato il "gentlemen's agreement" del 1935 col quale si erano impegnate a non quotare cambi inferiori a 1 scellino e $2\frac{1}{16}$ denari per dollaro cinese. Il dollaro allora cadde a 11 denari, ma in seguito riprese, tornando ad una quota di poco inferiore a quella primitiva.

In nessun paese le variazioni dei prezzi delle merci e del volume del commercio internazionale hanno avuto un'influenza così immediata sulla capacità d'acquisto e sulla posizione dei cambi, come nei vari paesi sudamericani; in quanto produttori di materie prime, questi paesi debbono la loro prosperità alla domanda di prodotti agricoli e materie prime industriali da parte degli Stati Uniti e dei centri industriali d'Europa. Il rialzo dei prezzi nella seconda metà del 1936 e nel principio del 1937 accrebbe il profitto degli esportatori sudamericani e, poichè le importazioni nei paesi stessi seguirono soltanto con ritardo la curva ascensionale delle esportazioni, si rese possibile di rafforzare le riserve monetarie, rimborsare debiti, allentare le restrizioni ai cambi, col risultato che parecchie monete dell'America del sud mostrarono una netta tendenza a migliorare sul mercato. Ben presto però, in conseguenza di tale miglioramento, aumentarono gli acquisti all'estero di macchine e articoli di consumo diretto e quando, nella seconda metà del 1937, i prezzi delle materie prime improvvisamente cominciarono a calare e le scorte di cambi esteri si assottigliarono, l'aumentata domanda di cambi per il pagamento delle merci già ordinate creò, in quasi tutti i paesi in questione, una situazione difficile sui mercati dei cambi.

In Argentina fu possibile vendere l'ampio raccolto del 1936/1937 ad alti prezzi ed il paese ebbe un'annata di prosperità quasi senza precedenti. A partire dal 10 dicembre 1936, il corso ufficiale di vendita della sterlina fu ribassato a



16 pesi per effetto del rialzo del peso sul mercato libero, come si vede nel grafico a fianco. Le divise estere sono disponibili al corso ufficiale per il grosso dei pagamenti dipendenti dalle importazioni (circa 80% del totale) per il servizio del debito pub-

blico e per il servizio degli investimenti privati; invece per le operazioni che potrebbero definirsi marginali, come i pagamenti dipendenti da talune importazioni, gli investimenti esteri ed i movimenti di capitali fluttuanti, le divise s'ottengono sul mercato libero. Una leggera complicazione proviene dal fatto che gli acquisti di divise sul mercato libero soggiacciono, in certe condizioni, ad una soprattassa. Fino al gennaio 1938, questa soprattassa rappresentava 20% del corso ufficiale; in altri termini, gli acquirenti di sterline sul mercato libero dovevano pagare un minimo di 19,20 pesi (il prezzo ufficiale di 16, maggiorato di 20%); la differenza fra questo corso e quello del mercato libero rappresentava una tassa sulle operazioni in cambi. A metà gennaio 1938, la soprattassa fu ridotta a 10% ed il corso minimo fu, pertanto, abbassato a 17,60 pesi (il corso ufficiale di 16 pesi, più 10%). Siccome però il corso del mercato libero superò 17,60 questo corso minimo cessò di avere significato pratico. Si sperò che la riduzione della soprattassa significasse un primo passo verso il graduale ristabilimento di condizioni monetarie normali. La riduzione però si verificò proprio mentre il raccolto dell'annata, piuttosto scarso, veniva esitato su un mercato mondiale ove i prezzi stavano ribassando e mentre venivano ritirati dal mercato capitali di pertinenza estera precedentemente investiti in Argentina; ne risultò una tensione dei cambi dell'Argentina, donde uscì indebolito il peso libero, mentre restavano invariati i corsi ufficiali denaro e lettera.

Nel Brasile, il corso ufficiale è stato mantenuto invariato, ma quello del mercato libero ha subito oscillazioni. Nella prima metà dell'anno migliorò, poi peggiorò piuttosto bruscamente nel secondo semestre, perdendo così, tra il principio e la fine dell'anno, circa 12% del suo valore. Nell'autunno, il Brasile adottò una politica meno severa nei confronti della vendita del caffè, lasciando che ne scendesse il prezzo per mettere il paese in migliori condizioni di concorrenza con altri paesi produttori. L'eccedenza di esportazioni, tuttavia, non aumentò ed il controllo delle importazioni e dei cambi divenne più rigido verso

la fine dell'anno. Sebbene non si siano verificati deprezzamenti nel sol peruviano e nel peso cileno, il Perù e il Cile aggravarono le loro restrizioni ai cambi nella seconda metà del 1937. Il boliviano si deprezzò invece di circa 19% nel 1937 ed il sucre dell'Equatore perdette 25%. La situazione dei cambi nel Venezuela ha caratteristiche sue proprie. La forte posizione di questo paese è dovuta in parte alle sue ricchezze naturali, specialmente al petrolio e, in parte, all'inesistenza di debiti esteri. L'Ufficio di centralizzazione dei cambi acquista le divise provenienti dalle tratte relative all'esportazione del petrolio e dei prodotti agricoli sussidiati, al cambio fisso di 3,09 bolivari per dollaro degli Stati Uniti, al controvalore odierno in dollari della antica parità fissata nel 1910, quando il Venezuela adottò il regime aureo. Normalmente l'Ufficio trattiene cambi in misura sufficiente per far fronte alle occorrenze del Governo e rivende le eccedenze alle banche per i bisogni del commercio, al cambio di 3,17 bolivari. Questa massa di cambi è impiegata per pagare il grosso delle merci importate; esiste, tuttavia, un mercato dei cambi non ufficiale, ma perfettamente legale, al quale si può ricorrere per altre occorrenze: ivi il corso del cambio oscillò fra 3,30 e 3,40 nel periodo tra il maggio ed il settembre e raggiunse 3,50 nel dicembre 1937. Pertanto, la pressione sul mercato dei cambi, manifestatasi negli altri paesi sudamericani, si produsse anche nel Venezuela.

Per quanto notevole, il deprezzamento dei cambi sudamericani nella seconda metà del 1937 non va esagerato. Se si fa un confronto con gli anni di depressione dal 1932 al 1935 si riscontra dappertutto un miglioramento. L'improvviso crollo dei prezzi dei prodotti di primaria importanza durante il 1937 colse alla sprovvista i paesi sudamericani e l'effetto ne fu tanto più risentito in quanto che restavano ancora da pagare le merci acquistate all'estero in un'epoca di prezzi più alti. È ovvio che la diminuzione di capacità d'acquisto dei paesi in questione si rifletterà nelle loro importazioni, in quanto diminuirà la domanda di prodotti industriali esteri.

2. I MOVIMENTI DEI PREZZI.

La novità più significativa nella situazione economica mondiale si riscontra nelle oscillazioni che subirono i prezzi dei prodotti di base dell'industria e dell'alimentazione — forte rialzo nell'autunno del 1936 e nel primo trimestre del 1937, ribasso nel successivo trimestre, stabilità nel terzo trimestre e nuovo ribasso nel quarto trimestre, prolungatosi nell'anno presente.

Il rialzo nell'autunno del 1936 e nei primi mesi del 1937 può ascriversi a fattori in parte tecnici ed in parte psicologici. La ripresa economica sopravvenuta dopo lunghi anni di crisi in quasi tutti i paesi e intensificata, dopo le svalutazioni del settembre 1936, nei paesi del "blocco dell'oro", dette origine ad

un aumento della domanda di materie prime d'ogni specie; al contempo, causa una serie di mediocri raccolti, si assottigliarono le scorte di derrate alimentari. Il grafico alla pagina 8 mette in evidenza la sensibile riduzione delle scorte visibili di materie prime: dall'alta accumulazione, raggiunta nel 1932, si è ora scesi al basso livello di prima della depressione.

Nell'inverno 1936/37 sopravvenne in quasi tutti i paesi l'aumento degli stanziamenti in bilancio per il riarmo, aumento il quale influenzò i mercati dei metalli e di diverse altre materie prime. Nella nuova situazione creatasi, gli acquirenti incontrarono difficoltà ad ottenere rapide consegne e si diffuse il timore che le disponibilità di tali materie prime potessero venire a mancare. Per prevenire difficoltà, parecchie ditte industriali e commerciali commisero ordinazioni a termine e venne così in essere una certa speculazione sulle merci. I prezzi presero a salire: al principio del 1937 gli indici americano e britannico dei prezzi delle materie prime salirono per un momento a 30% al disopra del livello predominante nel primo semestre del 1936.

Questo rapido aumento di prezzi destò gravi preoccupazioni non solo per il conseguente aggravio del costo del riarmo, ma anche a causa della delicatezza della situazione che venivasi a creare con dei prezzi a livelli i quali, secondo ogni probabilità, non avrebbero potuto mantenersi durevolmente. Al principio d'aprile 1937 i prezzi di parecchie materie prime eccedevano di molto il loro costo di produzione: i produttori di gomma, per i quali un prezzo di 9 denari è già remunerativo, nell'aprile 1937 ricevevano 13 denari; 200 sterline per tonnellata è generalmente considerato un buon prezzo per lo stagno, ma nella primavera del 1937 si pagavano oltre 300 sterline; per il rame, si ritiene che i produttori della Rhodesia, i quali si trovano nelle condizioni più favorevoli di produzione, ricavano un utile quando il prezzo è tra 30 e 35 sterline per tonnellata ma il prezzo del rame salì a 80 sterline; mentre il prestito sul cotone negli Stati Uniti era stato fatto in base al prezzo di 9 centesimi per libbra, il prezzo di mercato toccò 15 centesimi nel marzo 1937. E questi esempi potrebbero venire moltiplicati. In vari paesi le autorità tentarono di impiegare la loro influenza per apportare un correttivo alla situazione. Negli Stati Uniti, il Presidente Roosevelt avvertì il pubblico che i prezzi erano troppo alti; i provvedimenti presi sullo scorcio dell'anno precedente, allo scopo di ridurre le eccedenze di riserve delle banche affiliate al sistema di riserva, gradualmente riuscirono ad esercitare una certa influenza restrittiva sulla politica creditizia di queste banche. In alcuni altri centri vennero esercitate pressioni sulle banche commerciali perchè limitassero il volume dei crediti per il finanziamento di scorte di merci. Al contempo aumentò l'agitazione sul mercato sotto l'influenza della "paura dell'oro", temendosi che l'abbassamento del contenuto aureo del dollaro e d'altre monete avesse un effetto deflatorio sui prezzi delle merci in generale. Inoltre, si cominciò a com-

prendere che la produzione di molti dei prodotti, dei quali la domanda era più forte, stava aumentando a ritmo rapidissimo, sicchè i timori d'insufficienza non avevano più fondamento.

Il rapido sviluppo della produzione di materie prime industriali e alimentari presenta un particolare interesse, rivelando quali intrinseche possibilità di espansione esistano in parecchie categorie d'industria. Vero è che l'aumento di produzione delle derrate alimentari e delle materie prime d'origine agricola fu la conseguenza di favorevoli condizioni di stagione. Il raccolto del cotone negli Stati Uniti raggiunse nel 1937 il volume senza precedenti di 19 milioni di balle, ricavate da 34 milioni di acri. Nell'annata più favorevole fra le precedenti, cioè nel 1926, s'erano ottenuti 18 milioni di balle da 45 milioni di acri. È significativo che, per le merci sottoposte a controllo internazionale, l'espansione della produzione si dimostrò realizzabile immediatamente non appena deciso l'aumento dei contingenti. Per la gomma, i contingenti d'esportazione furono aumentati da 60%, al principio del 1936, a 90%, nella seconda metà del 1937, e per lo stagno da 85%, al principio del 1936, a 110%, a partire dall'aprile 1937. Per il rame, la cui produzione all'infuori degli Stati Uniti è controllata, fu parimenti ammesso l'aumento dei contingenti. La seguente tabella mostra in quale misura la produzione del 1937 superò quella degli anni precedenti.

Produzioni mondiale delle merci di primaria importanza.

Anno	Stagno	Rame	Piombo	Zinco	Gomma
	migliaia di tonnellate				
1929	192	1.915	1.725	1.450	868
1932	99	886	1.162	778	709
1936	179	1.684	1.469	1.473	862
1937 ¹⁾	199	2.141	1.642	1.620	1.140

Anno	Cotone ²⁾	Lana ³⁾	Grono	Tè	Zucchero ⁴⁾
	milioni di libbre	milioni di di staja	milioni di libbre	1000 tonnellate	
1929	12.700	3.915	3.566	968	27.340
1932	11.400	3.857	3.812	932	24.130
1936	15.000	3.713	3.491	844	28.670
1937 ¹⁾	18.500	3.880	3.751	850	30.960

¹⁾ Cifre provvisorie.

²⁾ Termine dell'anno: 30 giugno.

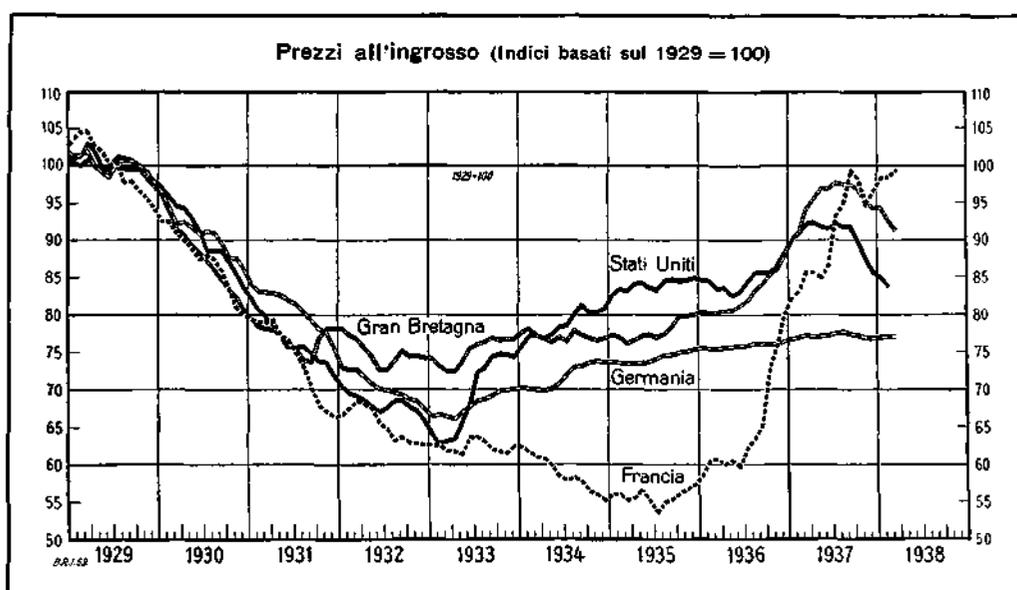
³⁾ Inizio dell'anno: 1° agosto.

⁴⁾ Ammasso di raccolti a varie epoche.

Gli effetti dalla maggiore produzione si fecero sentire sui mercati particolarmente nella seconda metà del 1937, quando i prezzi, già ribassati, subirono le conseguenze del fatto che, dopo i vasti acquisti fatti in primavera, gli industriali si trovavano ad avere scorte sovrabbondanti; un altro fattore importante nella situazione si manifestò poi all'apparizione d'un serio regresso dell'attività economica negli Stati Uniti.

Le scorte visibili dei prodotti di base dell'industria e dell'alimentazione cominciarono ad aumentare e vennero presi provvedimenti per restringere la produzione, mediante riduzione dei

contingenti di esportazione e di produzione delle materie prime controllate internazionalmente. Così i contingenti di esportazione della gomma di cui la riduzione fu annunciata nel dicembre 1937, e poi nuovamente nel gennaio 1938, furono fissati a 60% nell'aprile 1938; i contingenti per lo stagno furono ridotti a 70% a partire dal 1° gennaio 1938. Purtroppo si posseggono poche statistiche relative al volume delle scorte detenute dagli industriali (cioè delle scorte "non visibili") ma si ritiene che esse varino alquanto e più per le materie prime che non per le derrate alimentari. Risulterebbe da un'inchiesta compiuta negli Stati Uniti dalla Cleveland Trust Company, che le scorte delle materie prime detenute da 51 società industriali importanti superassero, alla fine di settembre 1937, di 50% il livello della fine di settembre 1929. Non si posseggono cifre per l'ultimo trimestre 1937, ma sono state segnalate alcune diminuzioni.



Le variazioni dei prezzi dei prodotti semi-lavorati e lavorati sono state generalmente meno pronunziate e perciò quegli indici generali di prezzi all'ingrosso, che includono prezzi di tali prodotti, mostrano variazioni di poco conto, tranne in pochi paesi, dove, per ragioni locali, si sono verificati movimenti speciali.

Soltanto in pochi paesi i prezzi all'ingrosso erano più bassi alla fine del 1937 di quel che non fossero alla fine dell'anno precedente. Che il movimento di discesa dei prezzi, iniziato nel 1937, sia partito dagli Stati Uniti, è la conclusione che può trarsi dalle tendenze messe in evidenza da indici comparabili di prezzi per gli Stati Uniti ed il Regno Unito (*). Mentre i movimenti generali dei prezzi nei due paesi, indicati dall'indice complessivo per tutte le merci, si svolsero parallelamente fino all'aprile 1937, i prezzi americani cominciarono a

(*) Per il Regno Unito: l'indice del Ministero del Commercio; per gli Stati Uniti, la continuazione d'un indice compilato da Sir A. W. Flux — veggansi cifre e grafici nel numero di marzo 1938 del sommario Statistico della Banca d'Inghilterra.

Indici dei prezzi all'ingrosso

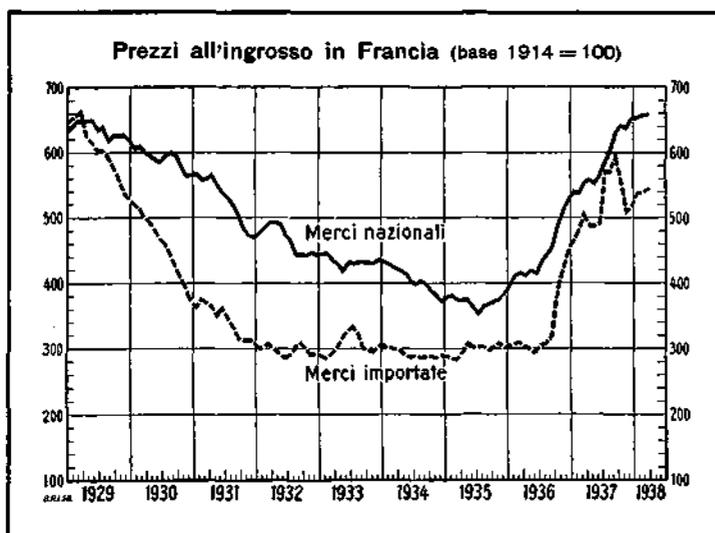
1929 = 100	1936	1937	Variazione %	1938		
	Dic.	Dic.		Gen.	Feb.	Marzo
Danzica	107	102	- 4,9	101	.	.
Stati Uniti	88	86	- 3,1	85	84	84
Austria	86	85	- 0,7	86	85	85
Cecoslovacchia	81	80	- 0,5	80	80	80
Germania	77	77	+ 0,5	77	77	77
Polonia	59	60	+ 2,0	60	60	.
Svizzera	76	78	+ 2,6	78	77	77
Belgio	75	77	+ 3,3	78	77	76
Ungheria	76	79	+ 3,3	78	77	76
Canadà	83	87	+ 3,7	88	87	.
Estonia	81	86	+ 6,3	87	87	.
Albania	63	67	+ 6,4	68	.	.
Paesi Bassi	71	76	+ 6,5	75	74	73
Regno Unito	88	94	+ 6,7	94	93	91
Finlandia	97	104	+ 7,4	104	103	.
Svezia	90	97	+ 7,9	96	96	94
Danimarca	103	111	+ 8,1	110	108	107
Grecia	117	126	+ 8,1	126	126	.
Romania	73	79	+ 8,4	.	.	.
Portogallo	94	103	+ 9,8	.	.	.
Bulgaria	61	68	+ 10,5	63	60	.
Lettonia	87	96	+ 10,6	96	95	.
Jugoslavia	71	79	+ 12,1	80	79	78
Giappone	98	110	+ 12,2	112	113	.
Norvegia	94	107	+ 13,5	106	105	.
Francia	83	101	+ 21,5	101	101	101
Italia	83	101	+ 22,0	100	98	98

ribassare prima dei prezzi inglesi e, alla fine del 1937, si trovarono a ben 10% al disotto del livello inglese. Tale disparità si riscontra in quasi ogni categoria di merci, ma è particolarmente accusata nelle categorie dei carboni, del ferro ed acciaio e delle derrate alimentari. Infatti, il prezzo del carbone salì in entrambi i paesi fino alla fine dell'anno, ma più fortemente nel Regno Unito, che non negli Stati Uniti e, mentre i prezzi del ferro ed acciaio americano rimasero rela-

tivamente stabili dall'aprile 1937 fino alla fine dell'anno, i corrispondenti prezzi britannici salirono di più di 8% durante lo stesso intervallo.

Le forti oscillazioni dell'indice americano degli alimenti e del tabacco, le quali contrastano colla fermezza ininterrotta del corrispondente indice pel Regno Unito, dipesero principalmente dalle condizioni dei raccolti americani. Nel 1936 questi furono scarsissimi negli Stati Uniti, specialmente il raccolto dei cereali, e si dovette ricorrere ad importazioni di granturco ed altre derrate alimentari, in quantità senza precedenti. Per questa ragione la protezione dei prodotti agricoli negli Stati Uniti divenne efficace ed i prezzi all'interno salirono più dei prezzi internazionali. Nell'anno seguente i raccolti raggiunsero la media abituale e parte della produzione fu esportata come d'uso, col risultato che i prezzi americani tornarono a dipendere principalmente dalle condizioni dei mercati d'esportazione.

L'aumento dei prezzi francesi nel 1937 dipese, in parte, dal peggioramento del franco, che influì sui prezzi delle materie prime importate e di altre merci; ma principalmente da cause interne quali l'aumento dei costi di produzione — dovuto a successivi aumenti di salari e alla introduzione della settimana di quaranta ore — e l'allineamento verso l'alto dei prezzi dei prodotti agricoli i quali, anche ai correnti corsi dei cambi, superano i prezzi del mercato mondiale. A partire del settembre 1937, il livello dei prezzi in Francia è rimasto relativamente stabile, l'effetto dell'ulteriore moderato deprezzamento del franco



essendo compensato dal simultaneo ribasso generale dei prezzi delle materie prime importate. Col principio del 1938 questa tendenza ad una maggiore stabilità dei prezzi si ritrova anche in altri paesi, nonostante il persistente ribasso dei prezzi mondiali di molte merci importanti, come il

frumento, la gomma e taluni metalli non ferrosi.

Per confrontare, anche solo approssimativamente, i livelli dei prezzi in paesi differenti, è necessario ricalcolare gli indici nazionali rispetto ad una comune base aurea, come appunto si è fatto nella tabella seguente, prendendo l'anno 1913 come epoca di riferimento:

Indici dei prezzi all'ingrosso su base aurea

1913 o 1914 = 100	1935	1936	1937
	Dicembre		
Stati Uniti	69	71	69
Regno Unito	66	72	78
Francia	72	74	66*
Paesi bassi	78	74	78
Svizzera	92	75	78
Italia	85	61	76
Germania	103	105	106
Polonia	59	63	65
Svezia	66	70	77
Belgio	60	66	68
Cecoslovacchia	87	75	75
Giappone	52	58	66

* Marzo 1938 = 59

Se si assume come indice del livello dei prezzi mondiali in oro la situazione negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna, si giunge alla conseguenza che il detto livello si trova tuttora per circa 20 a 30% al di sotto di quello dell'anteguerra. Nella misura in cui dall'esperienza passata, in materia di prezzi, è lecito trarre previsioni per l'avvenire, si può affermare che, dato l'aumento della produzione dell'oro, la tendenza dei prezzi mondiali è, a lunga scadenza, verso il rialzo.

I prezzi interni nel Giappone aumentarono considerevolmente nel 1937, ma riferiti all'oro restano ancora, alla fine dell'anno, fra i più bassi del mondo; il deprezzamento di 72% dello yen non ha ancora avuto i suoi pieni effetti sui prezzi interni. Anche in Francia, il recente deprezzamento del franco ha portato i prezzi interni, espressi in oro, ad un livello alquanto più basso di quello degli Stati Uniti e della Gran Bretagna.

D'altra parte, i prezzi italiani espressi in oro, dopo l'aumento verificatosi nel 1937, sembrano essere arrivati al livello dei prezzi britannici.

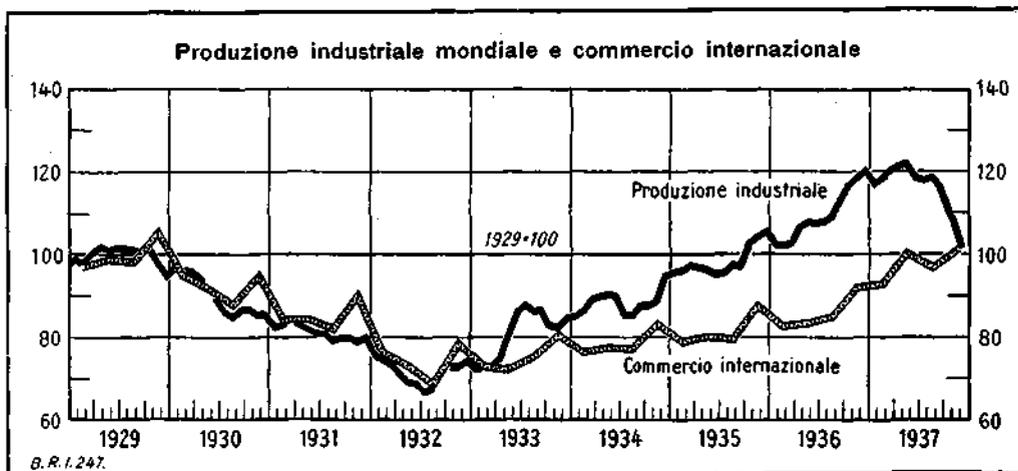
I prezzi all'ingrosso in Germania sono tuttora notevolmente superiori, in termini d'oro, ai corrispondenti prezzi in altri paesi, sebbene la distanza sia diminuita negli ultimi due anni, per effetto del rialzo dei prezzi all'estero, specialmente nei paesi dell'area della sterlina. Il Commissario del Reich per la formazione dei prezzi ha ripetutamente insistito sul fatto che per molti anni i prezzi germanici sono stati superiori a quelli degli altri paesi commerciali importanti, il che ha notevolmente indebolito la capacità della Germania di sostenere la concorrenza sui mercati mondiali. Allo stesso tempo egli ha affermato che uno dei compiti che è più urgente di affrontare consiste nel sopprimere questa disparità fra la Germania ed i più importanti paesi esteri. Anche il Presidente della Reichsbank, nella sua allocuzione all'Assemblea annuale della Banca, l'11 marzo 1938, ha fortemente insistito sul principio della stabilità dei prezzi e dei salari come condizione necessaria affinché i provvedimenti finanziari presi negli ultimi anni in Germania siano coronati da successo ed ha analogamente alluso al problema dell'opportuno livello del marco rispetto alle monete più importanti del mondo, rilevando che la difesa della valuta tedesca da influenze esterne mediante il controllo dei cambi rappresenta una soluzione d'attesa.

Come si rileva dalla tabella che precede, le disparità tra i valori aurei delle varie monete sono andate un po' diminuendo tra la fine del 1935 e la fine del 1937. Questo fatto è riprova del ritorno ad un migliore equilibrio internazionale tra le monete, in quanto che — anche se non è lecito trarre affrettate conclusioni dal calcolo delle "parità economiche" in base ai prezzi delle merci all'ingrosso, quando le condizioni sono fondamentalmente diverse da quelle prevalenti nell'anno preso come riferimento — rimane tuttavia esatto che le disparità troppo pronunziate non consentono il ritorno a normali rapporti tra le monete. È, infatti, condizione primordiale per il funzionamento regolare di qualsiasi sistema monetario internazionale, che non esistano sensibili sopra-valutazioni o sotto-valutazioni di singole monete.

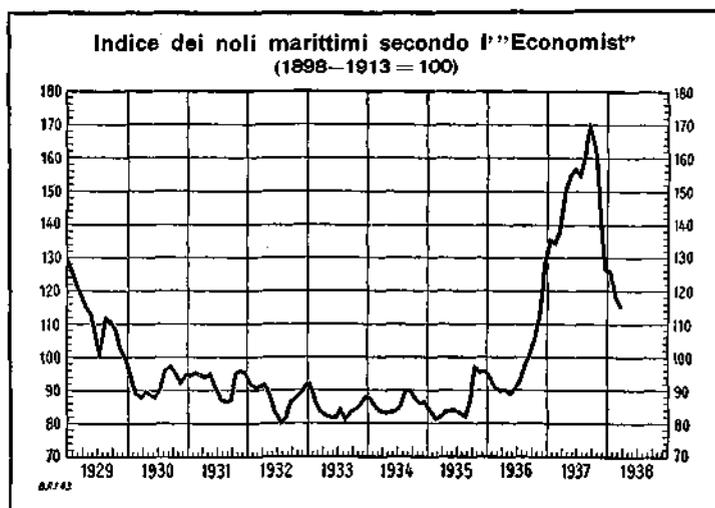
3. COMMERCIO INTERNAZIONALE.

Durante il 1937 è nettamente migliorato il commercio internazionale complessivo, il cui volume, in aumento di circa $13\frac{1}{2}\%$ rispetto al 1936, fu quasi pari a quello del 1929, non più raggiunto negli anni seguenti.

Poichè i prezzi all'ingrosso in Gran Bretagna furono ancora nel 1937 di 5 a 10% al disotto del livello del 1929, si può concludere che, valutato in sterline, il commercio internazionale nel 1937 fu forse di 10% inferiore alla cifra del 1929.



Verso la fine dell'anno, si è avvertito un rallentamento del commercio, ma il regresso è stato modesto, come lo prova, tra l'altro, il grado soddisfacente di utilizzazione dei servizi marittimi. Al principio del 1938 i noli erano secondo



l'indice dell' "Economist" di Londra, circa di 30 % inferiori al massimo raggiunto nel settembre 1937, ma rimanevano, tuttavia, leggermente superiori alla media del 1929.

Per la prima volta da quando, nel 1932, s'invertì il ciclo economico, l'aumento del commercio mondiale è stato più sensibile che non quello della

produzione mondiale. Nelle prime fasi della ripresa, nella grandissima maggioranza dei paesi il miglioramento degli affari si verificò prevalentemente nel commercio interno, mentre il commercio estero tardò a riprendere. Le spese statali per lavori pubblici, l'incoraggiamento delle industrie nazionali mediante l'aumento della protezione, gli sviluppi d'una politica di denaro a buon mercato senza ricorso a prestiti internazionali, furono provvedimenti intesi a favorire gli aspetti interni dell'attività economica e taluni di essi furono nettamente sfavorevoli alla ripresa del commercio internazionale.

Le restrizioni all'importazione, comprese le restrizioni ai cambi, accrebbero le difficoltà e cominciarono a diffondersi opinioni eccessivamente pessimistiche sulla decrescente importanza del commercio internazionale nell'avvenire. La ripresa verificatasi è tanto più significativa, in quanto indica che, ritornando la prosperità, torna anche il bisogno di procurarsi merci estere. Sta di fatto che, nonostante la politica di maggiore autosufficienza nazionale, quale viene praticata in molti paesi, le dichiarazioni ufficiali insistono, quasi senza eccezione, sulla necessità di sviluppare il commercio estero.

Qualche alleggerimento degli ostacoli al commercio si è realizzato mediante la soppressione di contingenti ed altre restrizioni all'importazione, ma i progressi effettuati in questo campo non sono stati molto notevoli. Maggiore importanza hanno gli alleggerimenti risultanti dagli accordi commerciali stipulati tra il Governo degli Stati Uniti ed altri diciassette Governi; sono in corso negoziati con altri quattro Governi, tra cui quelli del Regno Unito e del Canada. Altri fattori di miglioramento del commercio sono: la maggiore stabilità dei cambi, la quale a sua volta guadagna dall'incremento del commercio internazionale; il loro graduale adattamento ai livelli dei costi e dei prezzi nei singoli paesi; l'abbondante produzione d'oro, ed in una certa misura anche le grandi spese per il riarmo; infine, l'aumento del consumo di tutta una varietà di prodotti nei paesi che stanno avviandosi verso un più alto tenore di vita.

Alcuni cambiamenti degni di menzione si sono prodotti nella composizione del commercio internazionale. Mentre, nei primi anni di ripresa, l'aumento di quest'ultimo si faceva sentire maggiormente nelle categorie delle materie prime, nel 1937 l'incremento del commercio internazionale si verificò tanto nelle categorie dei prodotti lavorati, quanto in quelle delle materie prime. Ciò dipese, in parte, dal fatto che, migliorando la situazione dei paesi produttori di materie prime, maggiori quantità di prodotti lavorati poterono venire importate nei paesi stessi; in parte, dai maggiori acquisti in relazione al riarmo (come è il caso per i materiali d'acciaio); in parte, infine, dal fatto che l'aumento del reddito di vaste categorie della popolazione in parecchi paesi industriali ingenera un aumento di domanda di prodotti non forniti integralmente dalla produzione nazionale. Nelle categorie dei prodotti lavorati l'aumento fu più pronunziato nei prodotti destinati all'industria che non in quelli di consumazione diretta. La relazione della Reichs-Kredit-Gesellschaft A. G., di Berlino sulla situazione economica della Germania alla fine del 1937 rivela che, nei primi undici mesi del 1937, vi fu, in confronto all'analogo periodo nel 1936, un aumento in valore di 26 % nell'esportazione germanica di prodotti destinati all'industria (comprese le macchine) mentre le esportazioni di merci tipiche di diretta consumazione (prodotti tessili, taluni prodotti chimici ecc.) aumentarono soltanto di 14 %. La stessa tendenza si incontra in altri paesi. È naturale che in un periodo di ripresa economica la

Variazioni del commercio estero dei vari paesi dal 1936 al 1937.*

Importazioni				Esportazioni			
in milioni d'unità monetarie nazionali dei rispettivi paesi							
Paesi	1936	1937	Variazioni %	Paesi	1936	1937	Variazioni %
Italia	6.039	13.837	+129,1	Lettonia	138	261	+ 89,1
Lettonia	122	231	+ 89,3	Italia	5.547	10.429	+ 88,0
Indie olandesi	287	490	+ 70,7	Indie olandesi	539	938	+ 74,0
Francia	25.414	42.316	+ 66,5	Cile	549	933	+ 69,9
Indocina	975	1.579	+ 61,9	Swizzera	441	683	+ 54,9
Siria	2.883	4.600	+ 59,8	Francia	15.492	23.935	+ 54,5
Bulgaria	3.181	4.926	+ 54,9	Paesi Bassi	746	1.148	+ 53,9
Marocco	1.151	1.768	+ 53,4	Indocina	1.708	2.590	+ 51,6
Danzica	93	142	+ 52,7	Palestina	4	6	+ 50,0
Paesi Bassi	1.017	1.651	+ 52,5	Cecoslovacchia	7.997	11.953	+ 49,5
Finlandia	6.203	9.123	+ 47,1	Marocco	782	1.144	+ 46,3
Iran	878	1.259	+ 43,4	Jugoslavia	4.376	6.272	+ 43,3
Swizzera	1.263	1.797	+ 42,3	Malesia britannica	629	899	+ 42,9
Romania	12.638	17.897	+ 41,6	Romania	21.703	30.965	+ 42,7
Argentina	1.117	1.658	+ 39,5	Argentina	1.656	2.308	+ 39,4
Norvegia	916	1.273	+ 39,0	Siria	1.650	2.300	+ 39,4
Cecoslovacchia	7.894	10.965	+ 38,9	Stati Uniti d'America	2.419	3.295	+ 36,2
Lituania	154	212	+ 37,7	Iran	1.960	2.582	+ 31,7
Colombia	120	164	+ 36,7	Svezia	1.514	1.994	+ 31,7
Malesia britannica	508	686	+ 35,0	Belgio - Lussemburgo	19.526	25.394	+ 30,1
Giappone	2.928	3.955	+ 35,1	Finlandia	7.222	9.368	+ 29,7
India	1.223	1.593	+ 30,3	Grecia	7.379	9.555	+ 29,5
Germania	4.218	5.468	+ 29,6	Bulgaria	3.910	5.019	+ 28,4
Messico	464	600	+ 29,3	Austria	952	1.217	+ 27,8
Svezia	1.633	2.111	+ 29,3	Estonia	83	106	+ 27,7
Tunisia	1.014	1.310	+ 29,2	U. R. S. S.	1.359	1.729	+ 27,2
Jugoslavia	3.984	5.148	+ 29,2	Ceylan	244	310	+ 27,0
Belgio - Lussemburgo	21.299	27.257	+ 28,0	Germania	4.768	5.911	+ 24,0
Estonia	87	111	+ 27,6	Filippine	273	331	+ 21,2
Canada	635	809	+ 27,4	Norvegia	674	811	+ 20,3
Nuova Zelanda	44	56	+ 27,3	Australia	124	148	+ 19,4
Grecia	11.963	15.204	+ 27,1	Cina	707	839	+ 18,7
Polonia	1.003	1.254	+ 25,0	Giappone	2.798	3.319	+ 18,6
Stati Uniti d'America	2.424	3.012	+ 24,3	Portogallo	1.026	1.216	+ 18,4
Turchia	92	114	+ 23,9	Regno Uniti	441	522	+ 18,6
Cile	347	429	+ 23,6	Nuova Zelanda	55	65	+ 18,2
Egitto	30	37	+ 23,3	Ungheria	504	589	+ 16,9
Brasile	4.268	5.186	+ 21,5	Turchia	118	138	+ 16,9
Regno Unito	787	954	+ 21,2	Polonia	1.026	1.196	+ 16,6
Uruguay	66	80	+ 21,2	Danimarca	1.327	1.541	+ 16,1
Africa del Sud	84	101	+ 20,2	Egitto	33	38	+ 15,2
Manciukuo	644	770	+ 19,6	Messico	775	891	+ 15,0
Danimarca	1.442	1.697	+ 17,7	Colombia	158	181	+ 14,6
Haiti	40	47	+ 17,5	Tunisia	841	950	+ 13,0
Perù	200	235	+ 17,5	India	1.806	2.024	+ 12,1
Portogallo	1.994	2.339	+ 17,3	Perù	332	366	+ 10,2
Austria	1.249	1.454	+ 16,4	Canada	1.021	1.124	+ 10,1
Ceylan	190	221	+ 16,3	Uruguay	90	99	+ 10,0
Australia	67	100	+ 14,9	Danzica	325	357	+ 9,8
Palestina	14	16	+ 14,3	Africa del Sud	112	123	+ 9,8
Irlanda	39	44	+ 12,8	Manciukuo	474	520	+ 9,7
Ungheria	437	475	+ 8,7	Lituania	190	208	+ 9,5
Filippine	202	216	+ 6,9	Siam	165	176	+ 6,7
Siam	105	110	+ 4,8	Brasile	4.900	5.095	+ 4,0
Cina	942	953	+ 1,2	Irlanda	22	22	0
U. R. S. S.	1.353	1.341	- 0,9	Haiti	49	42	- 14,3
Algeria	3.234	2.544	- 21,3	Algeria	3.469	2.230	- 35,7

* In parte cifre provvisorie.

domanda di beni destinati alla produzione sia quella che aumenta più rapidamente, ma nelle circostanze attuali anche altri fattori speciali agiscono nello stesso senso. In primo luogo, la domanda più intensa di materiali destinati a fabbricazioni militari ha spesso portato di conseguenza maggiori acquisti di macchine all'estero. In secondo luogo, in parecchi paesi il protezionismo opera a danno del commercio di prodotti destinati alla consumazione diretta: la protezione è accordata più che altro per favorire la produzione nazionale di articoli correnti di consumo (tessili ecc.) e colpisce molto meno l'importazione delle materie prime

(che in una certa misura non si può fare a meno d'importare dall'estero) e di prodotti specializzati, come macchine, utensili, colori e vernici ecc. Questi ultimi articoli appartengono, in gran parte, alla categoria dei beni destinati alla produzione industriale. È caratteristico che in due paesi, Finlandia e Svezia, nei quali il commercio d'esportazione si era già sviluppato notevolmente negli anni 1933—1936, l'esportazione consiste quasi niente affatto in merci destinate al consumo diretto, ed invece prevalentemente in materie prime e, nel caso della Svezia, in articoli altamente specializzati (acciai speciali, cuscinetti a sfere, telefoni ecc.).

Una caratteristica importante dell'evoluzione commerciale negli ultimi anni è l'aumento dell'eccedenza d'importazione negli otto paesi creditori, cioè il Belgio, l'Eire, la Francia, l'Olanda, il Regno Unito, la Svezia, la Svizzera, e gli Stati Uniti.

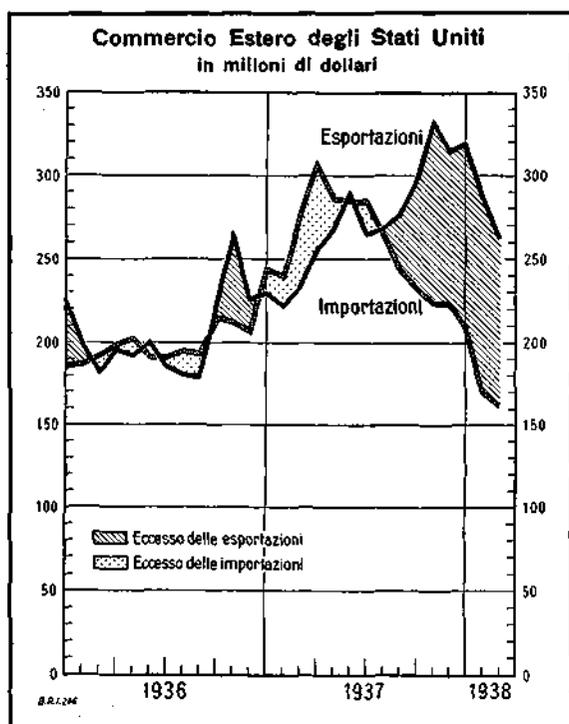
Movimento delle merci*) (in milioni di dollari)	1934	1935	1936	1937
Otto paesi creditori:				
Importazioni	8.990	9.109	10.226	12.373
Esportazioni	7.130	7.091	7.443	9.236
Saldo	- 1.860	- 2.018	- 2.783	- 3.137
Paesi rimanenti:				
Importazioni	11.293	11.593	12.030	15.023
Esportazioni	12.009	12.472	13.851	16.698
Saldo	+ 715	+ 879	+ 1.821	+ 1.675
Totale dell'importazione mondiale .	20.283	20.702	22.256	27.396
Totale dell'esportazione mondiale .	19.138	19.563	21.294	25.934

*) Cifre della Società delle Nazioni.

Si è spesso osservato che i paesi più ricchi debbono prendere l'iniziativa della ripresa del commercio internazionale, in modo da rendere possibile ai paesi debitori di procurarsi i mezzi per fare fronte al servizio regolare dei loro debiti, per ridurre il loro indebitamento verso l'estero e per aumentare gradualmente le importazioni. L'eccedenza complessiva delle importazioni dei paesi creditori è andata aumentando ogni anno dal 1934 al 1937 e, sebbene in parte sia stata compensata dai maggiori proventi della navigazione e degli investimenti all'estero, non può esservi dubbio che, per il complesso dei paesi debitori, il saldo attivo della bilancia commerciale sia andato crescendo. Si rileverà, tuttavia, che l'eccedenza d'esportazione dei "paesi rimanenti", nella tabella qui sopra, diminuisce leggermente dal 1936 al 1937; questa diminuzione va attribuita, da una parte, alla caduta dei prezzi delle materie prime nell'autunno dell'anno scorso, d'altra parte, alle crescenti importazioni risultanti da ordinazioni passate nel prospero primo semestre del 1937.

Uno solo fra gli otto paesi creditori, gli Stati Uniti, ha avuto un'eccedenza di esportazioni durante ognuno dei quattro anni qui considerati. Si stima,

tuttavia, che, per la prima volta da prima della guerra mondiale, nel 1936 il conto corrente della bilancia dei pagamenti si sia trovato in disavanzo per un importo di \$153 milioni; ma nel 1937 ricomparve un saldo attivo. È interessante analizzare l'andamento della bilancia commerciale degli Stati Uniti durante gli ultimi due anni:



Le importazioni superarono le esportazioni tra il dicembre 1936 e l'aprile 1937, cioè precisamente durante il breve periodo della febbre d'affari. Le importazioni cominciarono, tuttavia, a diminuire già nel secondo trimestre e questa diminuzione divenne ogni mese più marcata fino alla fine di dicembre del 1937. D'altra parte, le esportazioni andarono aumentando continuamente fino al mese d'ottobre, mostrando soltanto una lieve diminuzione nel resto dell'anno. Nel febbraio 1938 le importazioni sono state di metà inferiori a quelle del marzo 1937, mentre le esportazioni, per quanto in diminuzione, superavano tuttavia le cifre

dell'anno precedente; ciò è un sintomo del rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti in confronto al resto del mondo.

Passando agli altri paesi creditori, in Inghilterra l'eccedenza d'importazioni di merci passa da 346 milioni di sterline nel 1936 a 432 milioni nel 1937, superando ogni cifra posteriore al 1926. Questo aumento è compensato solo parzialmente da quello dei proventi netti della navigazione, degli investimenti esteri e di altre partite invisibili, sicchè il saldo passivo del conto corrente della bilancia dei pagamenti passa, dal 1936 al 1937, da 18 a 52 milioni di sterline. È interessante notare che la causa principale dell'aumento del disavanzo del commercio estero risiede nel maggior rialzo dei prezzi delle merci importate, rispetto a quello della merci esportate. Nello spazio dei due anni 1936 e 1937, l'aumento dei primi fu doppio di quello dei secondi, e l'aumento fu assai maggiore nel 1937 che non nel 1936. Se si eliminano le variazioni dei prezzi, col valutare le merci scambiate nel 1937 ai prezzi medi del 1936, l'aumento di £ 85,9 milioni del disavanzo nel 1937 si riduce a £ 8,3 milioni. In Francia, l'eccedenza di

importazioni raggiunte nel 1937 la cifra senza precedenti di 18.400 milioni di franchi, contro 9900 milioni nel 1936. Questo aumento fu dovuto in parte alle necessità del riarmo, in parte alla maggiore importazione di derrate alimentari, dati i raccolti inferiori alla media ed in parte alle aumentate importazioni di talune materie prime, come il carbone fossile, la produzione nazionale del quale diminuì per effetto della riduzione delle ore lavorative nelle miniere. Ai cattivi raccolti vanno attribuiti anche le maggiori importazioni di derrate alimentari in Italia ed in Germania. Le importazioni germaniche passarono da 4218 milioni di marchi nel 1936 a 5468 milioni nel 1937, ma grazie all'aumento parallelo delle esportazioni, massimamente di manufatti, da 4768 milioni di marchi nel 1936 a 5911 milioni nel 1937, l'eccedenza d'esportazione diminuì soltanto da 550 milioni di marchi nel 1936 a 443 milioni nel 1937. L'espansione del commercio tedesco d'esportazione, negli ultimi anni, è stato pressochè parallela all'espansione del commercio mondiale. L'eccedenza d'importazioni dell'Italia salì da 492 milioni di lire nel 1936 a 3408 milioni nel 1937. I maggiori proventi del turismo e della navigazione contribuirono a compensare questo aumento del saldo passivo della bilancia, il quale, però, fu così sensibile da rendere necessario un controllo sempre più severo delle importazioni.

Importanti sviluppi s'ebbero nel commercio del Giappone: l'eccedenza d'importazione giunse a 636 milioni di yen, cifra senza precedenti se si trascura l'anno anormale 1924; nell'autunno, fu introdotto, in dipendenza dal conflitto con la Cina, il controllo dei cambi e del commercio estero. Un importante cambiamento si è prodotto nelle direzioni del commercio d'esportazione giapponese durante l'ultimo decennio: la percentuale degli Stati Uniti è caduta da 43 nel 1927 a 20 nel 1937, mentre la percentuale spettante all'Asia passava da 42 a 52. La Cina dapprima e poi l'India sono diventati i principali sbocchi commerciali per il Giappone, mentre gli Stati Uniti stanno gradualmente passando da mercato per l'esportazione a mercato per l'importazione in Giappone.

Nei paesi dell'Europa centrale vi è stata una sensibile tendenza a deviare le esportazioni dai paesi ove vigono i "clearings" ai mercati liberi, in modo da accumulare disponibilità di divise libere. In generale i saldi della bilancia commerciale furono eccezionalmente favorevoli per i paesi agricoli, tanto in Europa quanto negli altri continenti, nonchè per i paesi produttori d'oro. In quest'ultimo gruppo l'esempio più notevole è la forte posizione dell'Africa del Sud, il quale paese nell'ultimo biennio è diventato il principale cliente dell'Inghilterra, posto che spettava in passato all'India britannica e, prima della guerra mondiale, alla Germania.

Contemporaneamente alla ripresa del commercio internazionale vi è stato un aumento del volume del finanziamento internazionale. Anche quando il

finanziamento viene fatto in regime di "clearing" e di accordi di pagamenti, gli esportatori, specialmente di prodotti industriali, riscontrano la necessità di accordare crediti ai loro clienti per sostenere il volume degli affari. Questo finanziamento, peraltro, avviene per la maggior parte a breve termine e raramente oltrepassa sei mesi o un anno. Vi è stata scarsità di nuovi finanziamenti a lungo termine nel 1937. I paesi come la Gran Bretagna e la Germania le cui esportazioni, prima e dopo la guerra, dipendevano grandemente dal flusso regolare di prestiti dai principali mercati creditori verso i paesi finanziariamente più deboli, risentono naturalmente più degli altri della virtuale cessazione dei finanziamenti internazionali a lungo termine. È vero che quelle imprese, che normalmente concorrerebbero per grandi lavori finanziati da prestiti a paesi d'oltremare, oggi-giorno sono generalmente occupate da lavori per il riarmo, ma se e quando quest'ultimo rallenti il suo ritmo, la ripresa dei finanziamenti internazionali per lavori nei paesi meno sviluppati gioverà forse a colmare i vuoti.

III. L'ALTERNATIVA DI DIMINUZIONE E RIPRESA DEL TESOREGGIAMENTO DI ORO.

La produzione mondiale dell'oro è aumentata di 5% nel 1937, cioè d'una percentuale inferiore a quella dell'anno precedente. Il rallentamento è dovuto quasi per intero al declino dal 1936 al 1937 nella cifra assoluta della produzione dell'U. R. S. S. Le spedizioni dall'Oriente hanno perduta la loro importanza, in quanto dovute al ritorno sul mercato d'oro tesoreggiato in Cina ed in India, ma le esportazioni auree effettuate dal Giappone, a copertura dei bisogni commerciali e di altra natura, hanno raggiunto quasi \$250 milioni. Nei paesi occidentali, la diminuzione del tesoreggiamento, iniziatosi nell'ultimo trimestre del 1936, continuò nella prima metà del 1937, elevandosi durante nove mesi a circa \$1000 milioni; i depositi privati di oro sul mercato di Londra vennero più che dimezzati.

In questo, come in altri settori, il mutamento d'aspetto della situazione nel secondo semestre del 1937 è stato improvviso ed inatteso; sotto l'influenza della caduta dei prezzi delle merci, del rallentamento nella produzione industriale, specialmente negli Stati Uniti, e delle voci correnti di un'ulteriore svalutazione del dollaro, i detentori di fondi in valute, preoccupati, si rivolsero di nuovo verso l'oro, come investimento sicuro. Oro per circa \$150 a \$200 milioni venne riasorbito nelle riserve private, mentre le autorità monetarie di numerosi paesi che avevano ceduto oro nella primavera, procedettero ad importanti riacquisti. Nel novembre e dicembre 1937 si ebbe un'eccedenza netta di esportazione d'oro dagli Stati Uniti; ed in autunno, il Fondo britannico di perequazione dei cambi fornì al mercato una parte dell'oro occorrente, traendolo dalle sue scorte. Malgrado ciò, le riserve auree degli Stati Uniti e del Regno Unito si sono ingrossate nel corso dell'anno; lo stesso fatto si è verificato nei Paesi Bassi. Gli acquisti complessivi di oro di questi tre paesi hanno raggiunto nel 1937 quasi il doppio della produzione di oro corrente, che attualmente è dell'ordine di \$1220 milioni all'anno.

1. LE DISPONIBILITÀ DI ORO.

La produzione d'oro ha continuato ad aumentare nel 1937, come si vede dalla tabella alla pagina seguente.

Informazioni recenti hanno resa possibile una revisione delle cifre indicate nella settima relazione annuale per la produzione dell'oro dell'U. R. S. S. negli anni dal 1930 al 1936 e ne è risultata una notevole riduzione delle cifre relative al triennio 1934—1936. In mancanza di statistiche ufficiali delle autorità sovietiche circa la produzione d'oro, è giocoforza basare le stime su informazioni frammentarie provenienti da varie fonti. In una pubblicazione sovietica dal titolo "U. S. S. R. in Construction" sono indicati certi aumenti percentuali della produzione dell'oro negli anni 1930, 1932, 1934 e 1936, ma non è indicata la base, nè appare chiaro se gli aumenti si riferiscano a risultati effettivi oppure a

Anno	Africa del Sud	U.R.S.S. (1)	Stati Uniti (2)	Canada	Altri paesi produttori	Totali per il mondo (2)	
	in migliaia di oncie di oro fino						milioni di dollari (2)
1930	10.716	1.501	2.286	2.102	4.318	20.923	732
1931	10.878	1.656	2.396	2.694	4.702	22.326	781
1932	11.559	1.938	2.449	3.044	5.264	24.254	849
1933	11.014	2.700	2.537	2.949	6.378	25.578	895
1934	10.480	3.858	2.916	2.972	7.070	27.296	955
1935	10.774	4.784	3.619	3.285	7.570	30.032	1.051
1936	11.336	5.173	4.296	3.735	8.616	33.156	1.160
1937	11.733	5.000	4.753	4.091	9.254	34.831	1.219

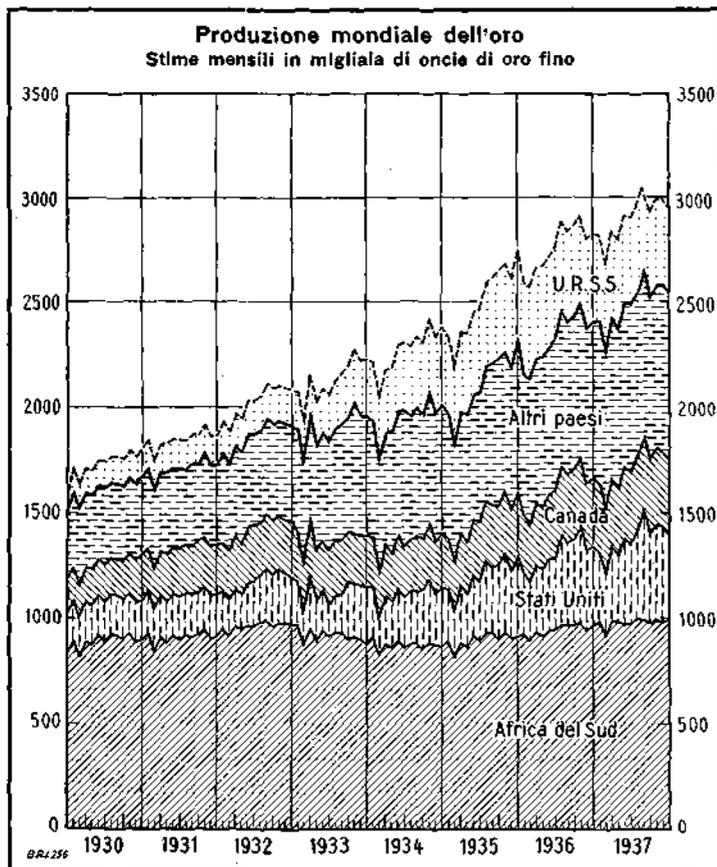
(1) Cifre rivedute e corrette.

(2) Incluse le Filippine.

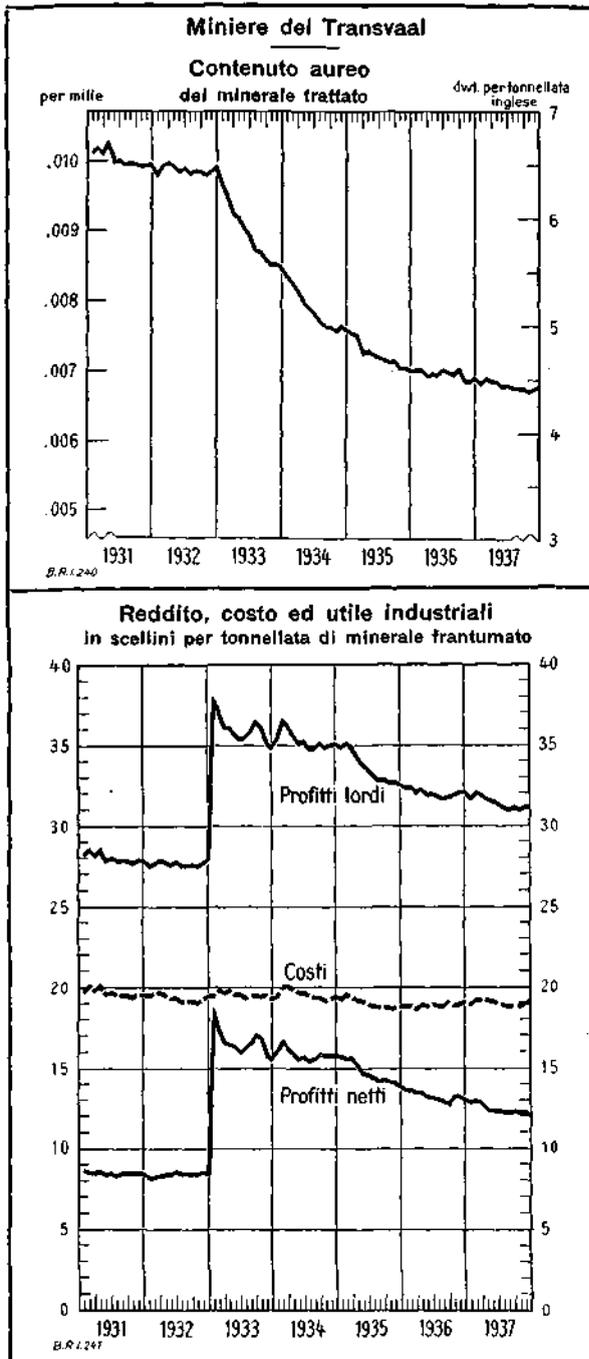
(3) Le cifre non sono espresse in franchi svizzeri oro, come nelle precedenti relazioni annuali, bensì in dollari, in base all'attuale valore (\$ 35 per oncia d'oro fino). La ragione principale di questa innovazione sta nel fatto che le cifre espresse in una unità monetaria reale sono più significative; fra le varie unità monetarie si è data la preferenza al dollaro, perchè il suo valore è fisso rispetto all'oro. Per convertire approssimativamente i dollari in franchi svizzeri oro, basta moltiplicare per tre (più esattamente per 3,061); per convertirli in sterline, basta dividere per cinque, fintantochè il prezzo dell'oro a Londra si mantenga vicino a di 140 scellini per oncia.

Ad esempio, se la produzione di oro del 1930 venisse espressa in dollari del contenuto aureo vigente allora, ossia al corso di \$ 20,67 per oncia di oro fino, essa si eleverebbe a \$ 432 milioni.

previsioni in relazione a programmi di produzione. Poichè le cifre figuranti nelle pubblicazioni sovietiche generalmente rappresentano riduzioni rispetto a previsioni



anteriori, occorre andare cauti nell'esprimere giudizi sulle varie stime che si possono fare. Non può dubitarsi tuttavia che si siano fatti grandi sforzi per aumentare la produzione dell'oro nel paese in questione, coll'ingrandire gli impianti ed attirarvi mano d'opera. Le ultime informazioni disponibili indicano, tuttavia, una diminuzione nella produzione dopo il 1936 e portano a ritenere che il totale per il 1937 non abbia superato cinque milioni di oncie, equivalenti



a \$175 milioni, cifra di fronte alla quale si possono mettere i \$200 milioni di oro russo esportato a Londra nel corso dell'anno.

La produzione d'oro nell'Africa del Sud è aumentata di circa 400.000 oncie dal 1936 al 1937, ma due terzi di questo aumento sono imputabili ad una società che per la prima volta estrasse dell'oro ed all'accresciuta produzione di altre due società che solo recentemente cominciarono ad estrarre oro; le vecchie società non hanno aumentato quasi affatto la produzione, continuando invece la politica, inaugurata nel 1932, dello sfruttamento dei minerali a tenore più basso.

Allorquando, alla fine del 1932, la sterlina sudafricana abbandonò il regime aureo, il prezzo dell'oro nell'Africa del Sud salì da 85 scellini a 120 scellini per oncia, ed il profitto industriale per tonnellata di minerale frantumato nel Transvaal balzò all'incirca nella stessa proporzione da 27½ scellini a 36 scellini. Poiché il costo di produzione era rimasto pressoché stabile a 19 scellini, l'utile netto per tonnellata salì improvvisa-

mente da circa 8½ a 16½ scellini. Ad un prezzo di tanto più elevato, divenne vantaggioso il trattare minerali di basso tenore, col risultato che, nonostante il maggiore volume di minerale lavorato e l'aumento della mano d'opera impiegata, la produzione d'oro complessiva delle miniere rimase più o meno stabile. Favorì questa politica il fatto che i costi di produzione per tonnellata di

minerale diminuirono leggermente per effetto, ad esempio, dell'economia realizzata col far lavorare i frantoi al massimo della loro capacità. Naturalmente i costi di produzione *per oncia d'oro* aumentarono in quanto aumentò il volume del minerale trattato.

Il volume del minerale frantumato nel Transvaal è passato da 35 milioni di tonnellate nel 1932 a 51 milioni di tonnellate nel 1937, mentre il tenore aureo medio è passato da 6½ a 4½ "pennyweights" per tonnellata (inglese) (cioè da 0,00990 a 0,00683‰) ed il quantitativo dell'oro prodotto è rimasto pressochè invariato. Così l'ulteriore aumento del prezzo dell'oro fino da 120 a circa 140 scellini per oncia non portò come conseguenza un nuovo aumento nell'utile industriale o nell'utile netto per tonnellata di minerale frantumato.

La parte degli utili netti realizzati dalle miniere sudafricane, reimpiegata in nuovi impianti, è diminuita da oltre £3 milioni all'anno nel 1934 e 1935 a meno di £2 milioni nel 1936. Finora gli ingrandimenti d'impianti si sono fatti contando su un prezzo minimo dell'oro di 120 scellini per oncia; maggiori ingrandimenti allo scopo di sfruttare minerali di tenore anche più basso si farebbero qualora s'avesse fiducia che il prezzo dell'oro permanesse notevolmente superiore a 120 scellini. Ma, come mostra il grafico precedente, a partire dal 1935 vanno diminuendo d'importanza i successivi abbassamenti del tenore del minerale trattato, il che dimostra che questa politica ha dei limiti.

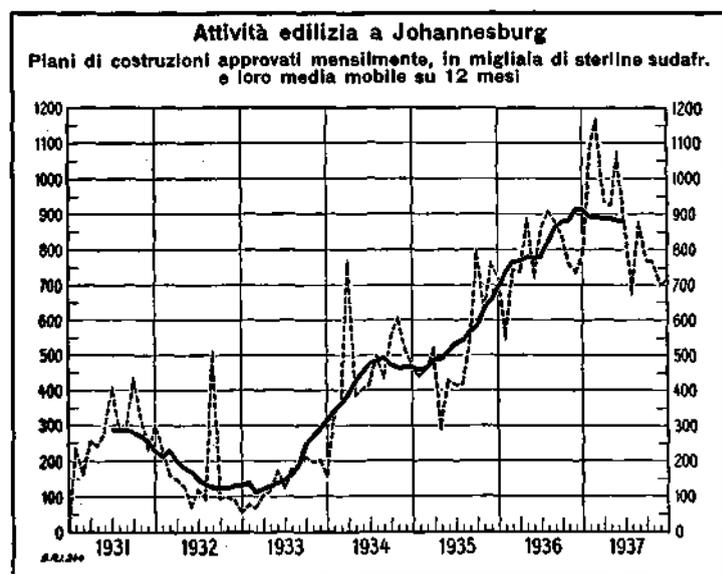
Miniere aurifere del Transvaal.

Anno	Politica di estrazione			Risultato finanziario					
	Milioni di tonnellate frantumate	Tenore in "pennyweights" per tonnellata	Tenore ‰	Reddito lordo		Costo di produzione		Utile	
				per tonnellata					
				s.	d.	s.	d.	s.	d.
1932	35,2	6,47	0,00990	27	7	19	3	8	4
1933	37,2	5,84	0,00894	35	11	19	5	16	6
1934	40,1	5,15	0,00788	35	3	19	6	15	9
1935	44,6	4,73	0,00724	33	6	18	11	14	7
1936	48,6	4,57	0,00699	32	0	18	10	13	2
1937	51,1	4,46	0,00683	31	4	18	11	12	5

La scarsenza della mano d'opera indigena va tenuta in conto nei riguardi di tale politica. Seguitando come ora a lavorare circa 50 milioni di tonnellate all'anno, occorrono circa 310.000 lavoratori indigeni e si prevede che, allorché alla fine del 1938 entreranno in esercizio nuove miniere, occorreranno oltre 350.000 lavoratori. In realtà la mano d'opera impiegata è diminuita da 310.000 al principio del 1937 a 283.000 alla fine dell'anno. Un aumento di personale sembrerebbe possibile soltanto se il Governo dell'Africa del Sud per-

mettesse l'arruolamento degli indigeni provenienti da latitudini più basse, cioè in sostanza mano d'opera tropicale. Questo problema, sebbene non insolubile, ha naturalmente dato luogo a qualche preoccupazione.

Benchè le miniere d'oro dell'Africa del Sud appartengano in gran parte a stranieri, come lo dimostra il fatto che 70% dei dividendi si ritiene vengano



spediti all'estero, l'attività intensificata ha naturalmente procurato al paese una grande prosperità, che si manifesta nell'incremento dell'edilizia, particolarmente a Johannesburg.

Negli Stati Uniti la produzione dell'oro continuò ad aumentare, principalmente per il fatto della maggiore attività nell'estrazione di certi metalli

fondamentali, come il rame, del cui minerale l'oro è un sottoprodotto. La produzione di 4.750.000 oncie nel 1937 superò di 10,6% quella del 1936 e quasi raggiunse il massimo di 4.888.000 ottenuto nel 1915. Un aumento consimile (9,5%) si è verificato nell'estrazione d'oro in Canada, dove non solo le miniere più vecchie hanno quasi senza eccezione aumentata la loro produzione, ma anche parecchie nuove miniere stanno entrando nella fase produttiva; inoltre, nel prossimo avvenire verranno aperte nuove miniere, provviste dell'attrezzatura tecnica più moderna. In confronto con le cifre di prima della guerra, la produzione del Canada è quadruplicata.

Tre quarti della produzione totale mondiale dell'oro provengono da quattro principali centri produttori, cioè dall'Africa del Sud, dall'U.R.S.S., dagli Stati Uniti e dal Canada, ma la produzione dei rimanenti paesi non è trascurabile ed è in via d'aumento. In alcuni di questi paesi, la produzione ha fatto un rapidissimo progresso negli ultimi anni. Nell'Australia Occidentale, la produzione nel 1937 fu doppia di quella del 1929 e, per la prima volta dal 1915, superò un milione di oncie; è prevedibile un ulteriore aumento tra qualche anno, poichè alcune nuove miniere importanti stanno per entrare in esercizio. In parecchi paesi i produttori d'oro hanno ottenute facilitazioni speciali dallo Stato, per il fatto che l'oro da loro fornito contribuisce a rafforzare le riserve monetarie (per esempio

in Romania ed in Jugoslavia) oppure a coprire il disavanzo della bilancia dei pagamenti (come in Giappone e nel Manciukuò).

Dati i continui sforzi che si fanno in un gran numero di paesi, tutto sembra indicare che la produzione mondiale dell'oro, già forte attualmente, debba aumentare ancora nei prossimi anni: la tabella seguente indica, per i principali paesi, la produzione d'oro nel 1936 e 1937 e l'aumento percentuale d'anno in anno.

Produzione aurea nei principali paesi	1936	1937	Aumento percentuale
	in migliaia d'oncie di oro fino		
Africa del Sud	11.336	11.733	+ 3,5
U. R. S. S.	5.173	5.000	- 3,3
Stati Uniti d'America*	4.296	4.753	+ 10,6
Canada	3.735	4.091	+ 9,5
Australia	1.160	1.422	+ 22,6
Messico	754	846	+ 12,2
Rhodesia	802	809	+ 0,9
Giappone	678	717	+ 5,8
Altri paesi	5.222	5.460	+ 4,6
Totale	33.156	34.831	+ 5,1

* Inclusive le Filippine.

(Nel confrontare queste cifre con quelle delle precedenti relazioni annuali conviene ricordare la correzione in meno apportata alla stima della produzione d'oro nell'U. R. S. S.)

Nonostante l'aumento delle cifre relative al Canada, la parte dell'Impero britannico nella produzione mondiale si è mantenuta intorno a 56% del totale.

L'importante contributo alle disponibilità correnti d'oro, che per vari anni dopo il deprezzamento della sterlina, fu costituita dal riflusso d'oro tesoreggiato dai paesi orientali (principalmente dall'India e dalla Cina) è ora particolarmente cessato, come si può vedere dalla tabella seguente.

Oro proveniente dall'Oriente	India*	Cina	Hong-Kong	Totale
	in milioni di dollari (\$ 35 per oncia di oro 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	110	12	10	132
1937	50	17	1	68
Totale	1.260	142	116	1.518

* Soltanto oro in mano a privati.

L'ammontare di \$68 milioni (1.914.000 oncie) nel 1937 rappresenta meno di metà della quantità d'oro di pari origine nell'anno precedente e circa un sesto della quantità spedita nel 1932. Inoltre, sono ricominciati gli acquisti di

monete d'oro per conto dell'India sul mercato di Londra e, sebbene i quantitativi esportati dall'Inghilterra all'India siano ancora d'importanza relativamente piccola, essi tendono ad aumentare notevolmente:

1935	£21.500
1936	£193.369
1937	£472.725

Anche dalle Indie Orientali Olandesi è giunta notizia che vi si fa più attiva ricerca di monete d'oro, il che è indizio di maggiore prosperità della popolazione indigena. D'altra parte, l'assorbimento di argento in Oriente sembra essere diminuito, anche se non si tiene conto delle esportazioni della Cina. Infatti l'assorbimento d'argento nell'India britannica durante il 1937 è stimato a soli 58 milioni di oncie, contro 100 milioni di oncie nel 1936, ma resta sempre, però, più forte dell'assorbimento nei precedenti quattro anni, che era stato fra 5 e 15 milioni di oncie all'anno. La diminuzione dal 1936 al 1937 viene attribuita principalmente a due fatti: 1) l'aumento del dazio d'importazione da 2 a 3 anna per oncia, che portò un rialzo del prezzo interno del metallo; 2) la forte caduta dei prezzi delle materie prime, specialmente del cotone.

Alle nuove disponibilità d'oro che si sono create durante l'anno vanno contrapposti i quantitativi richiesti dalle arti ed industrie. Caratteristica singolare del periodo successivo al 1931, fu che al consumo d'oro da parte dell'industria provvide, in grandissima parte, forse anche totalmente, l'afflusso d'oro vecchio. Nel Bollettino della Riserva Federale dell'agosto 1937 il consumo d'oro dal 1931 al settembre 1936 è calcolato a \$502 milioni mentre il ricupero d'oro vecchio figura \$733 milioni. I dati che si riferiscono al consumo industriale sono, peraltro, necessariamente incompleti, ed il consumo effettivo è probabilmente maggiore della suddetta cifra. Inoltre, col ritorno della prosperità è aumentato il consumo, come può vedersi dalla tabella che mostra il valore dell'oro usato dagli enti governativi e dalle officine private negli Stati Uniti, nonchè il ricupero di oro vecchio.

Oro fornito negli Stati Uniti alle arti e industrie

Anno	Totale fornito	Oro vecchio restituito dall'industria e dalle arti	Oro nuovo		
			Totale	Monete degli Stati Uniti	Oro non monetato di origine nazionale ed estera
In milioni di dollari (\$ 35 per oncia d'oro fino)					
1930	72,3	46,6	25,7	1,7	24,0
1931	49,4	39,3	10,0	1,7	8,3
1932	34,0	45,0	— 11,0	1,7	— 12,7
1933	28,8	38,6	— 9,8	0,2	— 10,0
1934	14,2	75,9	— 61,7	—	— 61,7
1935	25,9	58,4	— 32,5	—	— 32,5
1936	33,0	35,9	— 2,9	—	— 2,9

A giudicare dalla tendenza che queste cifre rivelano, appare probabile che una qualche parte della produzione del 1937 sia stata assorbita dall'industria, ma una deduzione di 5% dalla produzione complessiva sembra sufficiente per tener conto di questo fattore.

	milioni di dollari
<i>Per riassumere, le disponibilità d'oro nel 1937</i>	
provenienti dall'estrazione nuova	1219
aumentate dalle spedizioni dall'Oriente	68
e diminuite dall'oro assorbito dalle arti ed industrie	61
ammontarono a	1226

Il consumo netto d'oro da parte dell'industria nel 1937 sembra essere stato leggermente inferiore alle quantità d'oro ricavate dall'Oriente, di modo che la produzione corrente dell'oro, che ammontò approssimativamente a \$1220 milioni, fu disponibile per scopi monetari. Il collocamento di questo oro costituì naturalmente l'attività principale del mercato dell'oro. Tuttavia, si manifestarono, nel corso dell'anno, altri movimenti importanti, riflettenti da una parte le fluttuazioni del tesoreggiamento e del detesoreggiamento, e dall'altra i movimenti dei capitali da un mercato all'altro.

Non è difficile analizzare il collocamento della produzione corrente di \$1250 milioni, in quanto che l'aumento netto delle riserve auree palesi delle banche di emissione e dei Governi (ad eccezione dell'U. R. S. S. e della Spagna) ammontò a \$1350 milioni. Tali riserve assorbono, pertanto, \$130 milioni di più dell'oro di nuova produzione. Per quanto riguarda l'U. R. S. S., le esportazioni auree del 1937 superarono la produzione nazionale, quale viene stimata, di \$25 milioni. Si crede, inoltre, che almeno \$200 milioni di oro abbiano lasciato le riserve della Banca di Spagna durante l'anno. Tenendo conto di tali aggiunte, residuano \$100 milioni rappresentanti una parte dell'oro assorbito dalle scorte occulte dei Fondi per i cambi e di altre autorità monetarie. L'aumento principale di queste riserve provenne da un'altra fonte, cioè dal ritorno sul mercato, verificatosi nel corso dell'anno, d'oro tesoreggiato dal pubblico.

2. ORO DETENUTO DA PRIVATI E DA FONDI DI PEREQUAZIONE DEI CAMBI.

Le variazioni nelle riserve occulte dei Fondi di perequazione dei cambi ed i movimenti erratici dell'oro detenuto da privati, hanno reso difficile negli ultimi anni di stabilire un quadro completo della situazione dell'oro. Durante il 1937, tuttavia, si è fatto qualche progresso in materia di pubblicità delle situazioni dell'oro, specialmente colla pubblicazione della situazione delle scorte auree del Fondo britannico di perequazione dei cambi, alle date del 31 marzo e del 30 settembre, sebbene ogni volta con tre mesi di ritardo. Resta però sempre difficile la stima delle quantità cedute o acquistate dai tesoreggiatori privati a differenti epoche dell'anno.

Il riflusso dell'oro tesoreggiato era già cominciato nell'autunno del 1936, dopo le svalutazioni monetarie nei paesi del blocco dell'oro. A prescindere dalle consegne d'oro da parte dei privati in Francia, rese obbligatorie dalla legge monetaria del 1° ottobre 1936, il movimento trovava le sue cause principali nel desiderio di realizzare dei profitti e di creare disponibilità per acquisti di titoli nelle borse orientate al rialzo. Il maggior bisogno di capitali in un periodo di prezzi crescenti e di intensa attività può altresì aver indotto quelle aziende che avevano precedentemente acquistato oro, a convertirlo in disponibilità liquide. La sensazione di maggiore sicurezza monetaria andava crescendo di pari passo con la convinzione che più numerose divenissero le possibilità di investire vantaggiosamente il risparmio in titoli e in partecipazioni. Nella relazione annuale dello scorso anno fu stimato che l'oro rimesso sul mercato dai tesoreggiatori europei durante l'ultimo trimestre del 1936 equivalesse ad almeno 1000 milioni di franchi svizzeri oro (all'incirca \$330 milioni). Anzi, può darsi che le somme rimesse sul mercato nell'ultimo trimestre raggiungessero i \$500 milioni.

L'oro continuò a rifluire sul mercato nei primi mesi del 1937, specialmente in provenienza dall'Olanda, per delle ragioni simili a quelle che prevalevano nell'autunno del 1936. Senonché, un dubbio andò gradatamente precisandosi nell'opinione pubblica circa l'oro come investimento d'indiscutibile sicurezza. Il rapido rialzo dei prezzi delle materie prime nel primo trimestre del 1937, ingenerò il timore di un aumento eccessivo nei prezzi delle merci in genere; si cominciò a pensare che forse un freno verrebbe applicato sotto la forma di un aumento del valore aureo delle monete più importanti. Gli Stati Uniti, inoltre, continuavano a ricevere importanti partite d'oro, superanti in complesso la produzione corrente del metallo, sicché era lecito domandarsi se importazioni a un ritmo così rapido riuscissero gradite alle autorità americane, tanto più che l'oro importato veniva sterilizzato nel "Fondo inattivo" e così aumentava il gravame per le finanze statali. La "paura dell'oro" cominciò a diffondersi sui mercati, ed il prezzo dell'oro a Londra diminuì fino a segnare un disagio rispetto al corso di arbitraggio verso gli Stati Uniti, disagio dovuto al fatto (spiegato alla pagina 22) che gli arbitraggisti privati erano riluttanti ad operare in condizioni che avrebbero potuto produrre perdite considerevoli, qualora il prezzo dell'oro venisse ridotto. L'esistenza del disagio accrebbe di per sé stessa i timori; inoltre le notizie riguardanti le vendite d'oro sovietico (benchè le quantità vendute non oltrepassassero il volume della produzione corrente dell'U. R. S. S.) causarono ulteriori perturbazioni sul mercato dell'oro. Mentre il rinnovato interessamento all'oro richiamava l'attenzione sul problema fondamentale della domanda e dell'offerta mondiale d'oro da usarsi a scopo monetario, la situazione del mercato del metallo fu dominata, nella primavera

del 1937, in massima parte dagli effetti temporanei, ma tuttavia imponenti, dell'improvvisa ricomparsa dell'oro già tesoreggiato.

Si stima che soltanto l'oro rimesso in circolazione a Londra durante la primavera abbia raggiunto un totale di più di 300 milioni di dollari, ed è probabile che un certo riflusso ebbe luogo anche in altri centri. Si può forse ritenere che in complesso circa \$450 milioni siano stati rimessi sul mercato durante il primo semestre del 1937; il riflusso totale d'oro tesoreggiato durante i primi nove mesi che hanno seguito la svalutazione delle monete del blocco dell'oro, si aggirerebbe così intorno ad almeno \$1000 milioni. Si può paragonare questa stima con i calcoli pubblicati nel Bollettino della Riserva Federale dell'agosto 1937, i cui principali elementi sono riprodotti qui appresso:

**Provenienza ed impiego dell'oro
dal gennaio 1931 al giugno 1937.**

In milioni di dollari (a \$35 per oncia d'oro fino)	Dal gennaio 1931 al settembre 1936							Dallo ott. 1936 al giu. 1937 *	Totale *
	1931	1932	1933	1934	1935	1936 genn. asett.	Totale		
Provenienza dell'oro:									
Produzione mineraria (esclusa l'U.R.S.S.) . . .	722	776	794	823	883	715	4.713	748	5.460
Oro proveniente da:									
Tesoreggiamento in India	129	355	234	206	163	88	1.176	49	1.224
U. R. S. S.	100	82	68	86	25	11	373	149	522
Cina. Stabilimenti degli Stretti, Egitto.	73	114	68	52	29	18	355	12	367
Monete rimesse in circo- lazione	—	65	98	51	35	1	250	—	250
Oro vecchio	105	162	146	144	110	66	733	66	799
Totale	1.129	1.554	1.409	1.362	1.245	899	7.599	1.023	8.622
Impiego pubblicamente noto:									
Accrescimento delle riserve auree di banche centrali esclusa l'U. R. S. S. . . .	500	964	— 19	1.532	532	136	3.645	2.177	5.822
Consumo industriale . . .	132	87	76	66	78	63	502	63	566
Totale	633	1.051	57	1.598	610	199	4.147	2.240	6.387
Apparente accresci- mento delle scorte non pubblicamente note di enti ufficiali e del tesoreggiamento nei paesi occidentali	496	504	1.352	— 236	635	701	3.452	-1.217	2.235

* Cifre preliminari.

La differenza fra il totale della produzione corrente dell'oro e le spedizioni dall'Oriente, da un lato e, dall'altro, le quantità incorporate nelle riserve auree

visibili delle banche centrali, oppure assorbite dall'industria, deve rappresentare l'oro acquistato dai privati nei paesi occidentali o assorbito dai Fondi di perequazione dei cambi. Questo è l'oro "sparito", a partire dall'inizio del 1931, dalle situazioni pubblicate; alla fine del settembre 1936, esso si elevava a \$3452 milioni di cui circa \$1700 milioni si riteneva rappresentassero scorte occulte di Governi e di banche centrali, mentre il rimanente, circa \$1500 a 2000 milioni, rappresenterebbe il tesoreggiamento privato in Europa, di cui forse i due terzi (cioè \$1000 a 1350 milioni all'incirca) custoditi a Londra. Il Bollettino della Riserva Federale stimava, inoltre, che, durante il periodo dall'ottobre 1936 fino alla fine di giugno 1937, oro per più di \$1000 milioni fosse stato rimesso sul mercato dai tesoreggiatori privati, cifra soltanto di poco superiore alla valutazione del paragrafo precedente.

Il riflusso dell'oro detenuto da privati, che si produsse nella primavera ed al principio dell'estate del 1937, più che dimezzò, nello spazio di pochi mesi, l'oro accantonato per conto privato sul mercato londinese. La rapidità del movimento tendeva già di per sé stessa ad accelerarne l'esaurimento. L'annuncio dato dal Cancelliere dello scacchiere, il 28 giugno 1937, dell'aumento di £200 milioni nelle disponibilità del Fondo di perequazione dei cambi, la cui consistenza veniva così portata a £575 milioni, produsse effetti psicologici assai grandi. Il Cancelliere affermò che, finché perdurassero i vasti movimenti di capitali verso Londra, il Fondo doveva essere pronto ad aumentare le sue scorte d'oro, e ricordò pure che uno degli scopi costanti della politica monetaria, ispirata all'accordo tripartito, era il mantenimento del migliore equilibrio possibile nel sistema dei cambi internazionali, evitando quindi di turbarlo con iniziative della Gran Bretagna nel campo monetario. Queste affermazioni vennero considerate come una conferma ufficiale del fatto che le autorità britanniche erano pronte a sostenere il mercato e, qualora necessario, ad assorbire maggiori quantitativi d'oro.

Nei mesi seguenti, i mercati dell'oro e dei cambi assunsero un aspetto più calmo, per quanto ne venissero trattati forti quantitativi e si verificassero vasti movimenti, principalmente in relazione con l'esportazione di capitali dalla Francia ed i replicati acquisti di dollari a preferenza dell'oro da parte di talune banche centrali, le quali avevano già partecipato al movimento di capitali verso gli Stati Uniti, verificatosi nella primavera precedente. Cionondimeno cominciarono ad apparire, dall'inizio del luglio in poi, dei sintomi di una debolezza intermittente del dollaro. Nel primo trimestre del 1937, l'eccedenza di importazioni d'oro negli Stati Uniti si elevava a 1029 milioni di dollari, e per una gran parte il ricavo delle vendite d'oro importato non fu investito in titoli, ma lasciato in deposito presso le banche americane. Il resto del mondo ebbe così disponibilità in dollari e poté coprire i suoi impegni commerciali dell'autunno con la massima facilità. Anche le spedizioni d'oro dal Giappone verso gli Stati Uniti, effettuate

nei mesi di luglio, agosto e settembre, al ritmo di circa \$40 milioni per mese, ebbero qualche influenza in quanto comportarono vendite di dollari contro sterline. Il corso del dollaro già era affetto da una certa debolezza quando, al principio dell'ultimo trimestre, sopravvennero il subitaneo regresso nella produzione industriale degli Stati Uniti, il crollo del mercato borsistico di Nuova York e la caduta dei prezzi delle materie prime.

Questo cambiamento della situazione, giunto totalmente inaspettato al pubblico, produsse un effetto assai marcato sulle previsioni monetarie. S'ebbero forti ritiri di fondi dal mercato americano, ed il movimento aumentò di forza allorchè circolò la voce, che, per frenare la caduta dei prezzi delle merci, si sarebbe ridotto il valore aureo del dollaro. Si diffuse così la "paura del dollaro", d'intensità comparabile a quella "paura dell'oro" che si era diffusa nella primavera, ma naturalmente con effetti completamente opposti sul mercato dell'oro. Il nervosismo del pubblico portò ad acquisti d'oro da parte di privati, e nello stesso tempo diverse autorità monetarie convertirono in oro le loro riserve in divise estere. Si ritiene probabile che, sul mercato londinese, dei quantitativi d'oro per circa \$150 milioni siano stati acquistati da privati, sicchè può dirsi che il tesoreggiamento dell'autunno riassorbì quasi la metà dell'oro rimesso in circolazione nella precedente primavera. Un certo tesoreggiamento d'oro si produsse anche sul continente europeo (beninteso in aggiunta agli acquisti, per conto del continente, d'oro mantenuto in custodia a Londra). A certi momenti, le monete d'oro fecero un premio di 4% ed anche più rispetto all'oro in barre.

Le cifre che si riferiscono al tesoreggiamento ed al ritorno dell'oro sul mercato rappresentano di necessità soltanto delle approssimazioni; cionondimeno esse danno un'idea dell'entità dei movimenti avvenuti. In grosso modo e prescindendo dall'Oriente, vi è stato nel 1937 un ritorno netto d'oro che si stima compreso tra \$250 e \$300 milioni. Tutto questo quantitativo andò ad ingrossare le riserve occulte dei fondi per i cambi e di altre autorità monetarie, che assorbono anche circa \$100 milioni provenienti dall'oro esportato dall'U. R. S. S. e dalla Spagna, come è indicato a pagina 49. L'ammontare netto complessivo, assorbito nel corso dell'anno dalle riserve occulte dei Fondi per i cambi e da altre autorità monetarie, si aggira, pertanto, probabilmente intorno a \$350 a \$400 milioni.

Le scorte auree del Fondo britannico di perequazione dei cambi effettivamente si accrebbero per più di tale ammontare, all'incirca, tra la fine di marzo e la fine di settembre 1937, come si rileva dalle cifre ricavate dai comunicati ufficiali e indicate nella tabella alla pagina seguente.

Questi sei mesi comprendono il periodo della "paura dell'oro" quando gli acquisti del Fondo furono straordinariamente importanti. La somma di £21 mi-

Fondo britannico di perequazione dei cambi	Oncia	Milioni di sterline a 140 scellini per oncia d'oro fino
31 marzo 1937	26.674.000	186,7
30 settembre 1937.	39.854.000	279,0
Aumento	13.180.000	92,3

lioni (al prezzo corrente) trasferita dal Fondo alla Banca d'Inghilterra durante lo stesso periodo, è compresa nella cifra delle riserve visibili.

Per l'intero anno l'aumento nelle scorte del Fondo è stato certamente inferiore a £92 milioni (\$460 milioni). Durante il primo trimestre la sterlina è stata relativamente debole sul mercato dei cambi a causa della forte esportazione di capitali verso gli Stati Uniti da un lato, verso la Svizzera e l'Olanda dall'altro, esportazioni compensate soltanto parzialmente dall'afflusso di capitali dalla Francia verso Londra. In tali circostanze, è improbabile che il Fondo abbia acquistato, durante questo trimestre, quantitativi d'oro degni di nota, anzi, le sue scorte potrebbero aver diminuito. Nell'ultimo trimestre dell'anno, le richieste d'oro a scopo di tesoreggiamento, la necessità di costituire la contropartita di un certo rimpatrio di fondi in Francia, e acquisti di altre banche centrali, crearono una domanda d'oro così forte, che il Fondo britannico dovette rifornire il mercato di quantità abbastanza notevoli di metallo giallo. Di fronte a questa domanda, scarsa fu l'offerta d'oro di produzione corrente. Se si escludono dai calcoli le cifre della produzione russa, dato che non si ebbero spedizioni da parte sovietica in questo trimestre, si trova che le riserve visibili delle banche centrali e dei governi assorbirono tutta la produzione corrente, tranne \$40 milioni. A tale cifra si potrà forse aggiungere dell'oro proveniente dalla Spagna e d'altra origine, ma anche in tale caso è chiaro che le disponibilità furono insufficienti per soddisfare l'aumentata domanda durante l'ultimo trimestre dell'anno.

Così, se l'aumento nelle scorte del Fondo britannico di perequazione dei cambi fu sensibilmente inferiore a \$460 milioni una parte dell'oro disponibile di produzione corrente e di quello proveniente dai privati deve essere andata ad aumentare le scorte invisibili degli altri Fondi per i cambi e di altre autorità monetarie. Infatti, il Fondo francese deteneva una maggiore quantità d'oro alla fine del 1937 che non al principio. Le scorte di tale Fondo si erano assai assottigliate durante gli ultimi mesi del 1936, il che rese necessario per il Fondo stesso di riacquistare oro dalla Banca di Francia nel dicembre 1936 e nel gennaio 1937. D'altra parte, durante gli ultimi mesi del 1937, il Fondo aumentò le sue scorte auree e fu persino in grado di trasferire di nuovo dell'oro alla Banca di Francia.

La riserva d'oro del Fondo olandese dei cambi non differì sensibilmente alla fine del 1937, rispetto all'ammontare detenuto alla fine dell'anno precedente. Per quanto riguarda il Fondo svizzero dei cambi, l'ultima relazione annuale della Banca Nazionale Svizzera rivela che, alla fine del 1937, la maggior parte delle attività del Fondo consisteva in oro. Siccome alla fine dell'anno precedente, l'intero Fondo, il cui totale è rimasto lo stesso, era praticamente già costituito da oro, si può dedurre che, in seguito alle operazioni dell'annata, l'oro era stato in una certa misura sostituito da altre attività.

Qualche aumento sembra però essere avvenuto nella quantità d'oro detenuta da talune banche centrali come riserva di cambi, specialmente nei casi in cui l'oro era stato accantonato per scopi speciali. Come già indicato, il Bollettino di Riserva Federale valuta a \$1700 milioni, alla fine di settembre 1936, la consistenza delle riserve occulte dei Fondi per i cambi ed altre autorità monetarie. Dopo di allora sono stati istituiti nuovi Fondi per i cambi (in Francia, nei Paesi Bassi ed in Svizzera) e parecchi cambiamenti importanti si sono anche prodotti nelle disponibilità in dotazione dei vari Fondi, nonché nella composizione dell'attività in portafoglio di ciascuno di essi. Ciononpertanto, alla fine del 1937, il complesso delle riserve auree occulte dei Fondi per i cambi ed altre autorità monetarie raggiungeva pressochè la stessa cifra di \$1700 milioni, come alla fine di settembre 1936. Se delle aggiunte sono state fatte alle loro riserve auree durante questo periodo, è probabile che esse siano state ampiamente compensate dal trasferimento, nel dicembre 1936, e poi ancora nel maggio e nel giugno 1937, di una somma complessiva di £128 milioni in oro (al prezzo corrente), equivalente a \$640 milioni, dal Fondo britannico di perequazione dei cambi alla Banca d'Inghilterra.

3. L'AFFLUSSO DELL'ORO ALLE RISERVE MONETARIE.

Mentre le scorte occulte d'oro dei Fondi per i cambi e di altre autorità monetarie raggiungevano, alla fine del 1937, il valore di circa \$1700 milioni, le riserve palesi delle banche centrali e dei Governi (esclusi l'U. R. S. S. e la Spagna) ammontavano, alla stessa data, a \$23.250 milioni. Nella tabella seguente queste riserve visibili alla fine del 1935, 1936 e 1937, sono indicate separatamente per i vari paesi, ripartiti in tre gruppi: gruppo (1) — paesi nei quali le riserve visibili aumentarono nel 1937; gruppo (2) — paesi in cui praticamente nessun cambiamento si verificò nell'ordine di grandezza delle riserve; gruppo (3) — paesi in cui si ebbe una diminuzione.

Tre paesi, e precisamente gli Stati Uniti, i Paesi Bassi ed il Regno Unito, da soli giustificano quasi tutto l'aumento verificatosi nelle riserve monetarie visibili. Essi assorbono insieme \$2047 milioni, ed anche più, se si tiene conto degli acquisti netti fatti dal Fondo britannico di perequazione dei cambi. Per-

tanto, la quantità d'oro che è servita ad aumentare le loro riserve è non lontana dal doppio della produzione annuale corrente d'oro, la quale si aggira intorno a \$1220 milioni; i quantitativi assorbiti in più della produzione corrente dell'oro di nuova estrazione provennero dalle rimesse nette del pubblico per \$250 a \$300 milioni, dalla Francia per circa \$350 milioni, dalla Spagna almeno per \$200 milioni, dal Giappone per \$200 milioni (in più della produzione corrente) e dalle riserve di altri paesi una cifra netta di circa \$100 milioni.

Riserve auree paesi di banche d'emissione e governi	Fine 1935	Fine 1936	Perdite (-) Aumenti (+) nel 1936	Fine 1937	Perdite (-) Aumenti (+) nel 1937
in milioni di dollari (a \$35 per oncia d'oro fino)					
1° Gruppo:					
Stati Uniti d'America	10.125	11.258	+ 1.133	12.760	+ 1.502
Paesi Bassi	438	490	+ 52	930	+ 440
Regno Unito	1.649	2.584	+ 935	2.699 ¹⁾	+ 105
Giava	54	60	+ 6	79	+ 19
Polonia	84	75	- 9	83	+ 8
Cina	10	8	- 2	16	+ 8
Romania	109	114	+ 5	120	+ 6
Brasile	17	25	+ 8	31	+ 6
Svezia	185	240	+ 55	244	+ 4
Jugoslavia	43	48	+ 5	51	+ 3
Turchia	24	26	+ 2	29	+ 3
Bulgaria	19	20	+ 1	23	+ 3
Italia	270	208	- 62	210	+ 2
Perù	20	20	0	22	+ 2
Portogallo	68	68	0	69	+ 1
Lituania	6	12	+ 6	13	+ 1
Germania	63	46	- 17	47	+ 1
Cecoslovacchia	112	91	- 21	92	+ 1
Cile	29	29	0	30	+ 1
Totale	13.324	15.422	+ 2.098	17.538	+ 2.116
2° Gruppo:					
Algeria	14	14	0	14	0
Austria	46	46	0	46	0
India britannica	274	274	0	274	0
Egitto	55	55	0	55	0
Estonia	13	13	0	13	0
Lettonia	15	15	0	15	0
Nuova Zelanda	23	23	0	23	0
Ungheria	23	25	+ 2	25	0
Totale	463	466	+ 2	466	0
3° Gruppo:					
Danimarca	54	54	-	53	- 1
Danzica	4	6	+ 2	5	- 1
Grecia	34	26	- 8	24	- 2
Marocco	7	8	+ 1	5	- 3
Uruguay	74	69	- 5	66	- 3
Colombia	16	19	+ 3	16	- 3
Canada	189	188	- 1	184	- 4
Svizzera	454	655	+ 201	648	- 7
Finlandia	20	35	+ 15	27	- 6
Africa del Sud	212	203	- 9	189	- 14
Messico	44	46	+ 2	31	- 15
Norvegia	94	98	+ 4	82	- 16
Argentina	444	501	+ 57	466	- 32
Belgio	607	632	+ 25	597	- 35
Giappone	425	463	+ 38	261	- 202
Francia	4.396	2.995	- 1.401	2.566	- 429
Totale	7.064	5.998	- 1.066	5.223	- 775
Totale generale²⁾	20.900	21.900	+ 1.000	23.250	+ 1.350

¹⁾ Non include il Fondo di perequazione dei cambi: 30 settembre \$1.395 milioni.

²⁾ Cifra in parte stimata, in parte comprendente anche altri paesi, eccettuati l'U.R.S.S. e la Spagna.

³⁾ Se si includono le riserve dell'U.R.S.S. e della Spagna, come pure le scorte occulte dei Fondi per i cambi ed altre autorità monetarie, il totale generale per il mondo intero dovrebbe essere di \$ 26.500 milioni.

Gli Stati Uniti hanno assorbito, da soli, oro per \$1502 milioni, somma superiore di 23% al valore della produzione mondiale annuale. A prescindere da alcune variazioni minori, l'oro provenne per \$143 milioni dalla produzione nazionale; \$1585 milioni rappresentano il saldo attivo delle importazioni, e su di essi \$200 milioni vennero accantonati per conto estero, di modo che l'aumento netto d'origine estera assomma a \$1385 milioni. Le stime preliminari della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti per il 1937 indicano una bilancia passiva, nel conto delle partite ricorrenti, di \$49 milioni contro \$160 milioni l'anno precedente. Il cambiamento più importante nelle singole voci ricorrenti fu senza dubbio l'aumento nell'eccedenza d'esportazione di merci che salì da \$33 milioni nel 1936 a \$261 milioni nel 1937. Pertanto, le importazioni dell'oro vanno ascritte, come negli anni precedenti, ai vasti movimenti di capitali. È interessante confrontare trimestre per trimestre, le importazioni d'oro con le valutazioni che sono state fatte degli scambi di capitali coll'estero.

Movimenti netti d'oro e di capitali verso gli Stati Uniti in milioni di dollari	Quantità nette d'oro ricevute dall'estero: (saldo netto di importazioni depurato del saldo netto dell'oro accantonato per l'estero)	Saldo netto dei capitali entrati (+) o usciti (-) dagli Stati Uniti
1937-Primo trimestre	+ 339	+ 323
Secondo trimestre	+ 651	+ 631
Terzo trimestre	+ 394	+ 350
Quarto trimestre	+ 1	- 502
Totale	+ 1385	+ 802

Nei primi tre trimestri v'è concordanza fra la quantità d'oro ricevuta dall'estero e gli afflussi di capitale. Nell'ultimo trimestre il quadro cambia: mentre si sa che dei capitali per un totale di \$502 milioni hanno lasciato il paese, nessuna esportazione d'oro ha avuto luogo in contropartita. Si è avuta però, nell'ultimo trimestre, una eccedenza d'esportazione di merci elevantesi a \$310 milioni contro un'analoga eccedenza di \$97 milioni nel terzo trimestre, ed un'eccedenza d'importazioni di \$148 milioni durante il primo semestre. Non c'è dubbio che gli acquisti di dollari per conto del commercio nell'ultimo trimestre contribuirono a controbilanciare le vendite di dollari risultanti dai ritiri di fondi dal mercato americano. E' degno di nota il fatto che, precisamente nel periodo dell'anno in cui si ebbe una forte eccedenza d'esportazione di merci ed i prezzi delle materie prime precipitarono negli Stati Uniti più che negli altri paesi, (v. pagina 32) il dollaro fu depresso e non soltanto vennero meno le importazioni d'oro, ma addirittura s'ebbero alcune eccedenze d'esportazioni in novembre e dicembre. Pertanto, il fattore decisivo fu l'esodo

dei capitali; secondo la relazione annuale del Consiglio dei Governatori del Sistema di Riserva Federale, per il 1937, "non soltanto l'esodo di capitali nell'autunno raggiunse quasi le dimensioni dell'afflusso avvenuto nella precedente primavera, ma l'oro uscente si ripartì presso a poco nello stesso modo fra banche centrali e privati, facendo ritorno, per la maggior parte, agli stessi paesi donde era provenuto".

L'aumento di \$440 milioni (circa 800 milioni di fiorini al cambio corrente) verificatosi nelle riserve auree della Banca Neerlandese, è stato anch'esso, per la massima parte, il risultato di movimenti di capitali. Una qualche eccedenza attiva è probabilmente stata raggiunta nelle posizioni ricorrenti della bilancia dei pagamenti, l'aumento del saldo passivo della bilancia commerciale da 270 a 403 milioni di fiorini venendo compensato dal maggiore provento dai noli marittimi e dagli investimenti all'estero, in particolare dagli investimenti nelle Indie olandesi, la cui eccedenza d'esportazioni aumentò da 352 milioni di fiorini nel 1936 a 448 milioni di fiorini nel 1937. L'afflusso di capitali al mercato olandese sembra essere stato causato principalmente dal rimpatrio di capitali olandesi e di disponibilità di grandi società internazionali aventi sede sociale in Olanda, e soltanto in minor grado dal trasferimento di fondi di pertinenza estera. L'intensità dei movimenti prodottisi può giudicarsi dal fatto che, durante il 1937, l'Olanda, paese di 8 milioni di abitanti, riuscì ad assorbire nelle sue riserve monetarie poco più di un terzo della produzione mondiale corrente d'oro.

L'aumento delle riserve auree della Banca d'Inghilterra nel 1937 salì a £21 milioni al prezzo corrente, il Fondo di perequazione dei cambi avendo trasferito alla Banca £ 12,7 milioni d'oro al vecchio prezzo statutario di 84 scellini e 11 1/2 denari. Alla fine di marzo ed alla fine di settembre 1937, le scorte auree del Fondo e della Banca erano del seguente ordine di grandezza:

Scorte auree dell'Inghilterra	31 marzo 1937	30 settembre 1937	Percentuale al 30 settembre 1937
	in milioni di oncie		
Fondo di perequazione dei cambi	26,7	39,9	34,2
Banca d'Inghilterra	73,8	76,8	65,8
Totale	100,5	116,7	100,-
	in milioni di sterline		
Valore totale a 140 scellini per oncia	703,6	816,9	Aumento in sei mesi £113,3 milioni

Nell'ultimo trimestre dell'anno, il Fondo fornì oro al mercato per far fronte alla domanda del pubblico a scopo di tesoreggiamento e per altri scopi, di modo che l'ammontare totale delle scorte alla fine del 1937, fu certamente inferiore a £800 milioni. Cionondimeno le riserve totali d'oro hanno subito

nel corso dell'anno un importante aumento netto, e questo malgrado che il saldo passivo delle voci ricorrenti della bilancia dei pagamenti fosse passato da £18 milioni nel 1936 a £52 milioni nel 1937. E' da notare, tuttavia, che nel conto dei capitali, i rimborsi di prestiti a paesi d'oltremare (ammortamento e rimborsi a scadenza) superarono il totale delle nuove emissioni ai detti paesi. Le cifre precise del 1937 non sono ancora disponibili, ma secondo le valutazioni di Sir Robert Kindersley, i rimborsi superarono i nuovi prestiti di £30 milioni nel 1935 e di £46 milioni nel 1936. L'aumento delle scorte britanniche di oro è dipeso, in primo luogo, dall'afflusso di capitali esteri, non soltanto cercanti rifugio, ma anche mossi da occorrenze commerciali e finanziarie; in secondo luogo, della costituzione di riserve da parte di paesi appartenenti all'"area della sterlina". Nel suo commento sulla bilancia dei pagamenti del 1937, il ministero britannico del commercio attira l'attenzione sul forte aumento, a distanza di parecchi anni, delle disponibilità mantenute a Londra da banche dei Dominii e di altri paesi dell'"area della sterlina". Quando il Cancelliere dello scacchiere propose alla Camera dei Comuni, il 28 giugno 1937, l'aumento di £200 milioni dei mezzi del Fondo di perequazione dei cambi, egli insistè sul fatto che numerosi paesi compresi nell'"area della sterlina" mantenevano a Londra disponibilità assai importanti in sterline, considerandole come parte delle loro riserve, ed aggiunse che la conclusione a cui il Tesoro tendeva era che, tutto ben considerato, le scorte d'oro esistenti non sembravano eccessive.

In confronto degli aumenti nelle riserve auree degli Stati Uniti, dell'Olanda e del Regno Unito, gli acquisti netti degli altri paesi furono di secondaria importanza. L'aumento delle scorte della Banca di Giava riflette il miglioramento nel corso dell'anno del commercio delle Indie olandesi. In Polonia, invece, l'aumento, rispettivamente di sloti 42 milioni e sloti 6 milioni, delle riserve d'oro e di divise estere, andò di pari passo con quello del saldo passivo della bilancia commerciale. Per la prima volta dal 1929, le importazioni superarono le esportazioni, in quanto che l'accentuata ripresa industriale, rese necessarie maggiori importazioni di materie prime e di macchinari, mentre l'esportazione di cereali diminuiva in seguito al cattivo raccolto. L'aumento nelle importazioni fu compensato da una mobilitazione parziale di crediti polacchi bloccati all'estero e da concessioni di crediti esteri a carattere commerciale per cifre maggiori e scadenze più lontane che non quelle degli anni precedenti. Inoltre, il ricavo della prima porzione del credito della Difesa Nazionale ottenuto nel 1936 dalla Francia e le vendite d'oro tesoreggiato, contribuirono a migliorare la situazione.

In Svezia le scorte auree della Riksbank si accrebbero di soli 17 milioni di corone (sulla base del prezzo dell'oro alla fine dell'anno) durante il 1937, ma le disponibilità in divise estere aumentarono di 290 milioni di corone (al

cambio corrente). Una fonte importante di divise estere è stata l'eccedenza delle voci ricorrenti della bilancia dei pagamenti, valutata a circa 180 milioni di corone. Le operazioni in crediti ed in movimenti di capitali tra la Svezia ed i mercati esteri raggiunsero un volume eccezionalmente alto, ed inclusero anche una certa quantità di capitale straniero introdotto in Svezia in previsione di un aumento del valore della corona svedese.

La Banca nazionale svizzera ha visto diminuire la sua riserva aurea di 30 milioni di franchi nel corso dell'anno, ma nello stesso tempo aumentare le scorte di divise estere di ben 437 milioni di franchi. L'aumento netto che ne risulta nel totale delle disponibilità sull'estero è dovuto, in parte, al miglioramento della bilancia dei pagamenti, che si ritiene abbia segnata un'eccedenza attiva nelle voci ricorrenti durante il 1937. Le cause principali dell'aumento, tuttavia, sono state l'afflusso di disponibilità estere in cerca di riparo sicuro ed il forte rimpatrio di capitali svizzeri dall'estero. Anche in Norvegia una riduzione nella riserva aurea è stata più che compensata da un aumento delle disponibilità in divise, col risultato che il totale dell'oro e delle divise estere posseduti dalla Banca di Norvegia è aumentato di 134 milioni di corone al cambio corrente. Un fattore assai importante d'aumento è stato il maggiore provento dai noli, i quali fornirono un contributo netto di divise malgrado che gli armatori dedicassero importanti somme a rimborsare debiti contratti per costruzioni navali all'estero.

La diminuzione delle riserve auree della Banca di Francia raggiunse nel 1937 l'equivalente di \$430 milioni. Durante la prima metà dell'anno ebbero luogo tre trasferimenti d'oro dalla Banca di Francia al Fondo per i cambi, elevatisi in complesso a 11.500 milioni di franchi contabilizzati a 0,0441 gr. di oro fino per franco. Alla fine di luglio le scorte auree della Banca vennero rivalutate in base ad un valore contabile del franco ridotto di circa 12%; in novembre, 3127 milioni di franchi vennero trasferiti dal Fondo alla Banca. Risultato di tali operazioni fu che le riserve auree, figuranti al bilancio della Banca di Francia, diminuirono soltanto da 60.400 milioni di franchi, all'inizio dell'anno, a 58.900 milioni di franchi alla fine.

Le perdite d'oro, subite dalle riserve monetarie francesi del 1937, trovano la loro origine tanto in un disavanzo delle voci ricorrenti della bilancia dei pagamenti, quanto in esportazioni di capitali.

Le esportazioni giapponesi di oro verso gli Stati Uniti, ricominciate in marzo 1937 e continuate senza interruzione fino alla fine dell'anno, raggiunsero un totale di \$247 milioni. Siccome però la produzione netta dell'oro in Giappone e Corea si elevò a \$45 milioni la riduzione netta nelle riserve auree del Giappone si limitò a \$202 milioni. Le importazioni di merci superarono le esporta-

zioni di 636 milioni di yen per l'intero anno, ma l'eccesso di importazioni fu frenato, verso la fine dell'anno, mediante sempre più severe restrizioni alle importazioni ed ai cambi.

Per quanto riguarda gli altri paesi, se si notano diminuzioni nelle riserve auree, esse furono assai piccole. La Banca nazionale del Belgio perdette oro per 1017 milioni di franchi (\$35 milioni) per la debolezza del belga in primavera e poi una volta ancora nel secondo semestre. Si deve però tener presente, che i rimborsi di debiti esteri a lunga scadenza, da parte tanto degli enti pubblici quanto delle società private, si elevarono a 3437 milioni di franchi e perciò furono superiori alla diminuzione delle riserve auree della Banca. In Argentina, le scorte d'oro della banca centrale aumentarono in primavera, ma calarono leggermente in autunno, in parte per movimenti di capitale, in parte per cambiamenti nella bilancia commerciale. In altri paesi d'oltremare, la tensione che si sviluppò durante l'autunno, quando i prezzi delle materie prime ribassarono e le ordinazioni all'estero fatte in tempo di maggiore prosperità dovettero essere saldate, intaccò le riserve di divise, e rese necessarie maggiori restrizioni ai cambi su alcuni dei mercati più deboli.

Il risultato complessivo dei movimenti d'oro nel corso dell'anno è stato l'ulteriore aumento delle riserve dei paesi creditori; tale aumento derivò per la maggior parte da movimenti di capitali. Il totale dell'oro nelle riserve monetarie, comprese le scorte dei Fondi per i cambi, si elevava a circa \$26.500 milioni alla fine del 1937, di cui \$22.500 milioni e cioè 85 % era detenuto da sette paesi creditori (Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Paesi Bassi, Svizzera, Belgio e Svezia). In mancanza di vasti prestiti internazionali, la ripartizione dell'oro fra i varii paesi può migliorare soltanto quando la bilancia dei pagamenti dei paesi che attualmente detengono scarse riserve auree presenti un saldo attivo nelle partite ricorrenti.

L'aumento del commercio mondiale dal 1936 al 1937, tanto in volume quanto in valore, e specialmente l'accrescimento di importazioni nei paesi più ricchi durante l'inverno 1936—37, si tradussero per parecchi paesi in un arrotondamento delle loro riserve monetarie. Senonché molti paesi produttori di materie prime mantengono la maggior parte delle loro riserve sotto forma di divise estere, epperò essi non furono, di regola, compratori d'oro. Ciò significa che una parte considerevole dell'oro custodito, per esempio, a Londra come copertura di esigibilità estere, è in realtà conservato per conto delle autorità monetarie di altri paesi. In conseguenza, la distribuzione delle riserve monetarie nel mondo è alquanto meno cattiva di quanto apparirebbe dalla ripartizione delle scorte di oro. Le riserve dei paesi produttori di materie prime, aumentate nella primavera, tornarono a diminuire per effetto del regresso delle con-

dizioni economiche nella seconda metà dell'anno, e specialmente per effetto della diminuzione delle importazioni negli Stati Uniti.

Nell'analisi dei movimenti nelle riserve degli stessi paesi creditori, l'inversione di tendenza ciclica nell'economia mondiale durante il 1937 rappresenta un fattore della massima importanza. Le cifre annuali, che si basano su una divisione del tempo artificiale rispetto agli avvenimenti economici, possono nascondere importanti variazioni avvenute nel corso del periodo considerato. È difficile immaginarsi un voltafaccia più completo di quello che ebbe luogo nel mercato londinese dell'oro, fra la primavera e l'autunno seguente. In primavera, quando per parecchi mesi vaste quantità d'oro uscirono dai loro nascondigli, la potenza di assorbimento dell'oro da parte delle autorità monetarie dei pochi paesi che acquistarono l'oro fu messa a dura prova e, per quanto le spedizioni d'oro da Londra a Nuova York fossero attivissime, al Fondo britannico di perequazione dei cambi fu concesso un aumento di 200 milioni di sterline nella sua facoltà di prendere in prestito fondi, onde metterlo in grado, all'occorrenza, di aumentare i suoi acquisti d'oro. Alla fine dell'autunno, invece, benchè fosse cessato l'efflusso di oro verso gli Stati Uniti, la domanda di oro sul mercato londinese fu così forte, che il Fondo di perequazione dei cambi dovette aumentare le offerte, intaccando le sue scorte. I rimpatri di capitali verso la Francia, gli acquisti da parte dei Paesi Bassi, la Svizzera e parecchie altre nazioni minori, infine la ripresa del tesoreggiamento, assorbirono quantità notevolmente maggiori della corrente produzione di oro.

La vera origine del diverso orientamento del mercato dell'oro sta nel fatto che, al momento in cui la fase di rialzo nel ciclo economico succedette alla fase di regresso, si manifestò nel pubblico e negli istituti finanziari una tendenza a tenersi più liquidi. Mentre gli affari si espandevano rapidamente nel corso dell'inverno 1936/37, esisteva l'incentivo per acquisti di azioni e per l'impiego di capitali in partecipazioni dirette. L'oro tesoreggiato veniva mobilitato ed il ricavo investito. Anche a prescindere da idee di guadagno, il movimento era reso più intenso dalla credenza che i beni reali e persino i fondi liquidi in moneta, offrissero maggiore sicurezza che non l'oro. La rapida caduta dei corsi di borsa in agosto e settembre portò un primo colpo a queste previsioni; il regresso negli affari aumentò l'incertezza, e le nuove voci circa una possibile riduzione del contenuto aureo del dollaro ebbero un'influenza determinante sui mercati. Una volta di più si manifestò la tendenza alla liquidità e prese la forma, a seconda della mentalità della persona o dell'istituto interessato, di rafforzamento di disponibilità in banca, o di acquisti di titoli di Stato, specialmente a scadenza prossima, o di acquisti di oro. Il passaggio dei capitali dall'investimento in oro o titoli di Stato verso le azioni private, caratteristico dei primi mesi del 1937, si

inverti completamente, dando luogo al ritorno dai titoli industriali verso quelli di Stato e verso l'oro.

Il movimento verso l'oro rivela naturalmente una certa diffidenza nei riguardi delle valute; si ebbero dei sintomi di preferenza per l'oro, anche rispetto a biglietti di banca coperti a più di 100 % dall'oro. Timori di carattere politico ebbero la loro parte nell'incoraggiare il tesoreggiamento — la generazione attuale è ben cosciente del danno che può venire ai sistemi monetari in conseguenza di guerre. Sembra probabile che il bisogno di liquidità e di sicurezza, riapparso nell'autunno 1937, si faccia sentire a intervalli in avvenire influenzando intermittenemente la domanda di oro; ciò costituisce un elemento che non si può completamente trascurare, quando si esamina il problema dell'oro. Una pronta offerta di oro, ogniquale volta ve ne sia bisogno, da parte dei Fondi dei cambi, che ne sono largamente dotati, aiuterà senza dubbio a facilitare la situazione da un punto di vista monetario. Sta di fatto che le ripetute richieste d'oro da parte del pubblico sollevarono momentaneamente le autorità monetarie del Regno Unito e degli Stati Uniti dall'obbligo gravoso di accrescere le già abbondanti scorte di oro, anzi dettero loro un'occasione per ridurle.

Anche sotto un altro aspetto il problema dell'oro cambiò carattere durante l'autunno, in conseguenza del rallentamento degli affari. Qualche timore s'era avuto, nei primi mesi del 1937, che i prezzi non prendessero a salire troppo rapidamente e si era discussa la questione, se un aumento del contenuto aureo delle singole monete costituirebbe un mezzo adatto per opporsi a tale aumento. In Svezia, fu esaminata la questione se un aumento del valore della corona svedese sul mercato dei cambi, e quindi anche rispetto all'oro, fosse desiderabile; e per quanto tale provvedimento non sia stato preso, si è molto insistito sull'opportunità di impedire un forte aumento dei prezzi. Quando, tuttavia, i prezzi cominciarono a ribassare dappertutto, la situazione cambiò sostanzialmente. Le autorità degli Stati Uniti, di fronte ad una caduta brusca dei prezzi delle merci e della produzione industriale decisero di liberare dell'oro precedentemente assorbito nel "Fondo inattivo" e di ammettere che nuovo oro venisse immesso, senza sterilizzazione, nel sistema del credito. Il Presidente Roosevelt, nello spiegare ad una riunione di giornalisti la politica dei prezzi praticata dall'Amministrazione, affermò, il 18 febbraio 1938, che "i provvedimenti presi in applicazione di questa politica, devono volta per volta essere adatti ai bisogni del momento. Un anno fa, vi erano ragioni per preoccuparsi della troppo rapida ascesa nei prezzi di alcune merci, che incoraggiava un rialzo speculativo. Durante gli ultimi sei mesi, invece, il livello generale dei prezzi e l'attività industriale sono andati diminuendo. La politica governativa deve proporsi d'invertire questa tendenza deflatoria".

I provvedimenti presi negli Stati Uniti durante gli ultimi due anni e mezzo, allo scopo di controllare l'incidenza dei movimenti d'oro sul sistema creditizio, non sono stati connessi alle operazioni del Fondo americano di stabilizzazione dei cambi. Questo Fondo fu creato nel 1934, ricevendo in dotazione \$2000 milioni in oro, provenienti dai "profitti" della rivalutazione delle scorte auree del paese. Esso è stato mantenuto nella sua forma originale ad eccezione di \$200 milioni depositati presso le banche di Riserva Federale come fondo d'operazioni. Di tanto in tanto il Fondo ha eseguito operazioni in cambi e in oro; ma, siccome il dollaro è rimasto collegato all'oro, il bisogno di tali operazioni è stato meno grande che non in quei paesi dove non esiste un prezzo fisso dell'oro. Per la stessa natura dei suoi mezzi, il Fondo non poteva avere una funzione attiva nella politica di sterilizzazione dell'oro iniziata alla fine del 1936. Per impedire l'allargamento della base creditizia, che è l'effetto normale d'ogni afflusso di oro, occorre vendere titoli, ma il Fondo americano, a differenza del Fondo britannico di perequazione dei cambi, non ha facoltà di contrarre prestiti, vale a dire non può acquistare oro vendendo titoli. La politica seguita durante il periodo di espansione degli affari allo scopo di impedire un aumento eccessivo delle riserve liquide del sistema bancario, assunse due aspetti differenti: (1) sterilizzazione dell'oro, mediante acquisti di oro contro vendite di titoli da parte del Tesoro stesso, l'oro così acquistato venendo versato al cosiddetto "Fondo inattivo" che si elevò ad un massimo di \$1400 milioni nella seconda settimana del settembre 1937; (2) aumento nei minimi legali delle riserve liquide delle banche affiliate. Con queste misure fu possibile ridurre le eccedenze di riserve delle banche affiliate al Sistema di Riserva Federale da oltre \$3000 milioni nell'estate 1936 a meno di \$800 milioni nell'estate 1937.

In considerazione della pressione sopportata particolarmente dalle banche di Nuova York durante l'autunno del 1937, si ritenne opportuno modificare tale politica, provocando un'espansione delle eccedenze di riserve, dapprima, nel settembre 1937, con la liberazione di \$300 milioni dal "Fondo inattivo" poi, nel novembre, con l'acquisto di titoli da parte delle banche di Riserva Federale per un ammontare di \$38 milioni infine, nel febbraio 1938, coll'annuncio che "per il momento, gli aumenti della riserva aurea per cifre non superiori a \$100 milioni per trimestre non darebbero luogo a trasporti al Fondo d'oro inattivo". In seguito a queste varie misure, le eccedenze di riserve delle banche affiliate salirono a circa \$1500 milioni alla fine del marzo 1938. Nel mese seguente, però, le autorità, seguendo un piano generale per la ripresa degli affari, invertirono completamente la politica di sterilizzazione. Venne deciso di ritirare tutto l'oro giacente nel "Fondo inattivo" e di abbandonare per l'avvenire la sterilizzazione, alleggerendo anche i requisiti di liquidità delle banche affiliate.

La base creditizia del sistema bancario verrà largamente ampliata per effetto delle varie misure annunziate nell'aprile 1938. Si stima che, quando la liberazione dell'oro sterilizzato avrà avuto il suo pieno effetto, le riserve delle banche affiliate si eleveranno a quasi \$9000 milioni e le eccedenze di riserve a circa \$3800 milioni. Poichè il totale dei depositi di ogni genere presso le banche affiliate raggiungevano circa \$40.000 milioni dell'aprile 1938, tali depositi saranno coperti, in media, per più di 20% dai saldi di riserva.

In Svizzera, il Fondo di perequazione dei cambi, creato al momento della svalutazione, nel settembre 1936, sulle linee di quello americano, aveva ricevuto in dotazione i "profitti" di rivalutazione a concorrenza di 539 milioni di franchi. Il Fondo in questione può cedere oro contro divise estere e viceversa, ma non è autorizzato a contrarre prestiti e non ha servito perciò a compensare l'influenza espansionista dell'afflusso di oro sul sistema creditizio. Dal principio d'ottobre 1936 alla fine di dicembre 1937, la Banca nazionale svizzera ha aumentato le due riserve in oro e divise estere di 1046 milioni di franchi, e durante lo stesso periodo gli "altri impegni a vista" della Banca nazionale svizzera, che rappresentano essenzialmente i saldi creditori delle banche commerciali svizzere presso la Banca nazionale, aumentarono di 750 milioni di franchi, raggiungendo il totale di 1716 milioni di franchi. La liquidità delle banche commerciali è molto grande. Alla fine del 1937, i biglietti, le monete ed i conti correnti creditori delle sette grandi banche aumentarono a 977 milioni di franchi, ciò che, confrontato con un totale di depositi di 2478 milioni di franchi, dà un rapporto di liquidità di circa 40%.

Nei Paesi Bassi, il Fondo dei cambi di 300 milioni di fiorini, creato nell'ottobre 1936, a simiglianza in parte del Fondo americano ed in parte di quello britannico, aveva ricevuto in dotazione 100 milioni di fiorini in oro, nonchè l'autorizzazione ad acquistare 200 milioni di fiorini di oro e divise estere contro l'emissione di titoli governativi per un ammontare uguale. Tali titoli sono stati completamente emessi e nella misura del loro ammontare hanno controbilanciato l'aumento delle disponibilità liquide delle banche commerciali causato dall'afflusso di oro. Cionondimeno, poichè l'aumento delle scorte auree della Banca neerlandese tra il principio d'ottobre 1936 e la fine di dicembre 1937 ha raggiunto quasi 800 milioni di fiorini al vecchio corso statutario, l'effetto dell'oro importato è stato controbilanciato soltanto in piccola parte dall'azione del Fondo. I "saldi in conto corrente", indicati nel bilancio della Banca neerlandese, crebbero, durante lo stesso periodo, di 650 milioni di fiorini, raggiungendo il totale di 755 milioni di fiorini. Questo aumento corrisponde, all'ingrosso, al rialzo delle disponibilità di cassa delle banche commerciali olandesi, le quali sembrano avere mantenuto, alla fine del 1937, in media, una percentuale di

40% di biglietti, monete e saldi creditori in conto corrente a fronte dei loro depositi totali.

In Svizzera, e nei Paesi Bassi, la grande liquidità così acquistata dal rispettivo sistema bancario destò qualche preoccupazione. L'esperienza ha poi rivelato, tuttavia, che le banche commerciali non hanno dovuto far fronte ad un aumento di domande di credito da parte dell'industria, tale da offrire impiego ad anche una piccola parte delle loro larghe disponibilità presso la banca centrale; esse si sono, inoltre, astenute dall'acquistare titoli di Stato. Di più, poche occasioni si sono offerte di concedere prestiti all'estero. La situazione bancaria di questi paesi è di conseguenza caratterizzata dalla politica assai prudente seguita dalle banche commerciali stesse.

Volgendoci ora al Regno Unito, notiamo che tanto l'azione del Fondo di perequazione dei cambi, quanto la situazione delle banche commerciali, presentano caratteristiche differenti da quelle che si rilevano nei paesi esaminati fino qui. I mezzi del Fondo di perequazione dei cambi furono costituiti sotto forma creditizia, ossia mediante l'autorizzazione a vendere buoni del Tesoro. Quando si verifica un afflusso di fondi verso il mercato londinese, ed il Fondo ritiene opportuno di intervenire, esso vende buoni del Tesoro, ed impiega il ricavo nell'acquisto, per esempio, di franchi francesi, che il Fondo può convertire in oro. Perciò, a seguito della doppia operazione consistente in vendite di buoni del Tesoro ed in acquisti di divise estere o di oro, si influisce non solo sulla situazione dei cambi, ma anche sul volume del credito esistente sul mercato interno. La vendita dei buoni del Tesoro da parte del Fondo agisce in realtà come un'operazione in senso contrario sul mercato libero ed impedisce che l'afflusso di oro a Londra aumenti i saldi delle grandi banche presso la Banca d'Inghilterra. Per far fronte ad un aumento nei saldi bancari, per porre un'aumentata quantità di biglietti in circolazione o per ridurre l'emissione fiduciaria, la Banca d'Inghilterra può acquistare dell'oro dal Fondo di perequazione dei cambi, senza procedere a vendite di titoli che controbilancino tali acquisti. Dal gennaio 1933 al gennaio 1938, oro per £205 milioni, al corso ufficiale, fu trasferito alla Banca d'Inghilterra, in gran parte per fronteggiare un aumento di £120 milioni nella circolazione dei biglietti ed una riduzione di £75 milioni nell'emissione fiduciaria. I saldi bancari aumentarono soltanto di £10 milioni durante l'intero periodo. Essi erano, tuttavia, già stati aumentati nel 1932 di quasi £30 milioni — in gran parte attraverso acquisti di titoli da parte della Banca d'Inghilterra — quando venne iniziata la politica di crediti abbondanti ed a basso tasso. La tabella alla pagina seguente indica le cifre più importanti.

Banca d'Inghilterra (ultimo mercoledì del mese)	Emissione fiduciaria coperta da titoli nel Dipartimento di emissione	Totale dei titoli nel Dipartimento bancario	Riserve auree al prezzo statutario	Biglietti in circolazione	Saldi bancari
	In milioni di sterline				
Gennaio 1932 . .	275	95	121	346	74
Gennaio 1933 . .	275	119	124	353	103
Gennaio 1938 . .	200	128	326	473	113

I saldi bancari al livello di £113 milioni rappresentavano soltanto il 5% del totale dei depositi in esistenza presso le banche per azioni.* Il Fondo di perequazione dei cambi, per far sì che le banche possano mantenere a circa 10%, in rapporto alla cifra dei depositi, le loro disponibilità liquide, costituite per circa metà da biglietti e moneta metallica, per metà da depositi alla Banca d'Inghilterra, deve evitare, quando acquista, che si formino riserve esuberanti, e, inversamente, deve fornire mezzi di pagamento, quando vende oro sul mercato. Il sistema bancario britannico è così sensibile, che anche un aumento relativamente piccolo dei saldi liquidi delle banche (piccolo rispetto alle variazioni che si riscontrano in altri paesi) può causare un'espansione di credito in tutto il paese; il Fondo di perequazione dei cambi funziona perciò come un "ammortizzatore degli urti", consentendo di praticare la politica tradizionale del credito, basata su una certa rigidità dei rapporti di liquidità.

Alla fine del 1937, gli "altri impegni a vista" della Banca nazionale svizzera ed i "saldi in conto corrente" della Banca neerlandese ammontarono rispettivamente all'equivalente di £79 milioni e £84 milioni, mentre i depositi totali (bancari, pubblici ed altri) della Banca d'Inghilterra ammontarono a £172 milioni. In Svizzera ed in Olanda, le riserve auree delle banche centrali fanno, in gran parte, da contropartita ai forti saldi delle banche commerciali. Nel Regno Unito, dove i saldi delle banche non raggiungono lo stesso ordine di grandezza, è occorso escogitare altri metodi per detenere l'oro occorrente come riserva adeguata agli impegni del mercato londinese verso l'estero. Questo è uno degli aspetti che presenta l'accumulazione dell'oro presso il Fondo di perequazione dei cambi.

I vari Fondi per i cambi successivamente creati, differiscono profondamente per l'ordine di grandezza e la natura dei loro mezzi, nonché per i metodi di operazione. Le differenze tecniche non dipendono però da differenze marcate negli scopi ultimi della politica creditizia. Malgrado l'assorbimento di oro effettuato

* Si ricorderà che le banche per azioni mantengono, oltre la riserva liquida del 10%, anche 20% sotto forma d'impieghi a breve termine: sconti e prestiti giornalieri ed a breve preavviso. Vedere pagina 79.

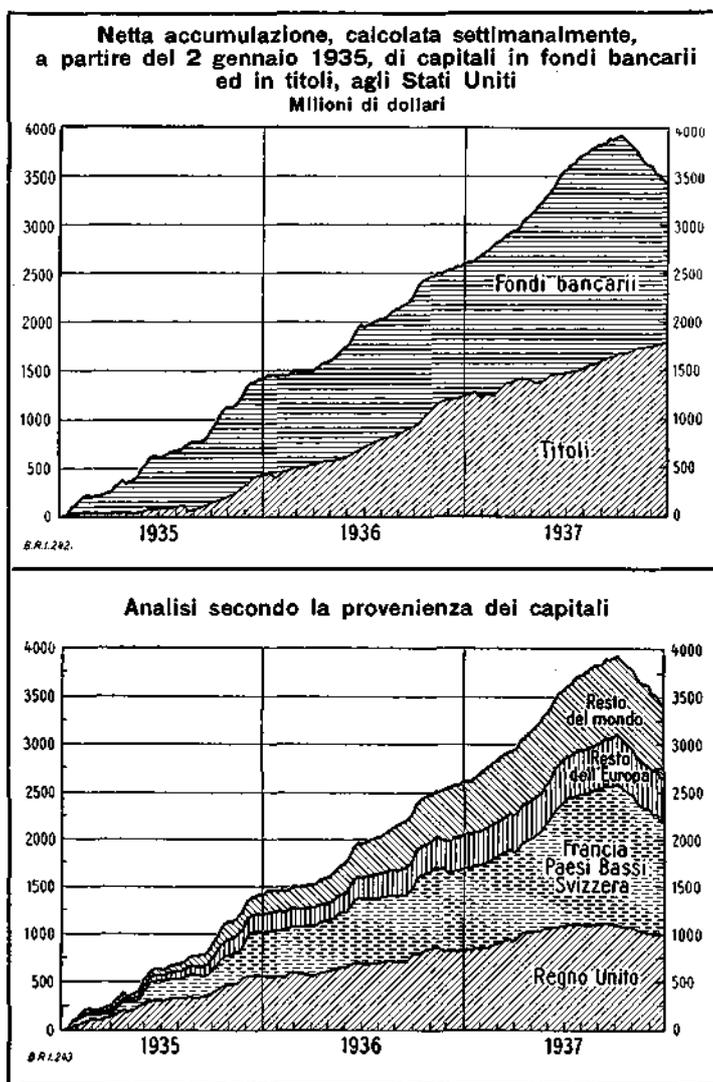
dal Fondo britannico di perequazione dei cambi fino dal 1932, si è lasciato che le riserve liquide delle banche raggiungessero un livello sufficiente per rendere efficace la politica del denaro a buon mercato, come è mostrato dall'aumento dei loro depositi complessivi e dall'espansione della circolazione dei biglietti. La sterilizzazione d'oro compiutasi per effetto degli acquisti del Fondo di perequazione dei cambi deve venire considerata, più che altro, come un tentativo per ovviare ai movimenti, da un mercato all'altro, di fondi a breve termine. Anche in altri paesi, questo problema ha attirato l'attenzione delle autorità ed un tale stato di cose continuerà fintantochè i capitali erranti seguiranno a muoversi piuttosto spinti dalla paura che non da considerazioni d'opportunità di imprese od investimenti. I provvedimenti che le autorità monetarie prenderanno dovranno naturalmente adeguarsi alla struttura di ogni singolo mercato interno. L'oro però, sia detenuto dai Fondi per i cambi ovvero dalle banche centrali, rimane la contropartita adatta alla copertura delle esigibilità dell'estero sui vari mercati, offrendo così una certa protezione contro la persistente incertezza monetaria mondiale.

IV. I MOVIMENTI DI CAPITALI E L'INDEBITAMENTO INTERNAZIONALE.

I movimenti di capitali, specialmente quelli che interessano maggiormente i mercati dei paesi creditori, continuarono su vasta scala nel 1937. Essi vanno ascritti, in gran parte, a quello che si è preso per abitudine di chiamare "hot money", cioè ai capitali mobilissimi che si spostano da un mercato all'altro in cerca di sicurezza. Però anche altri fattori di carattere più normale, come l'accumulazione di saldi bancarii e di altre scorte disponibili per il finanziamento del commercio estero ordinario, hanno assunto maggior importanza, come conseguenza dell'incremento del commercio internazionale e dell'aumento delle riserve monetarie in un gran numero di paesi. Un immediata influenza sulla direzione verso cui mossero i capitali durante il 1937 spettò ai cambia-

menti nelle tendenze e prospettive economiche, le quali furono, nell'ultimo periodo dell'anno, sotto parecchi punti di vista opposte alle tendenze e prospettive dominanti al principio del 1937 ed anche negli anni precedenti.

Se vi è un paese nel quale questa inversione di senso nella corrente dei capitali si è resa visibile, questo è gli Stati Uniti, importatori, nei primi 9 mesi del 1937 per \$1300 milioni ed esportatori, nell'ultimo trimestre, per \$500 milioni di capitali; al netto, nel corso dell'anno s'ebbe un'eccedenza di importazioni di \$800 milioni, contro \$1200 nel 1936 e \$1400 mi-



Afflusso netto di capitali agli Stati Uniti.

Millioni di dollari	Totale generale	Fondi bancari			Saldo degli Agenti di cambio	Titoli		
		Totale	Esteri	Stati Uniti		Totale	Stati Uniti	Esteri
1935, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	289	212	¹⁾ 58	²⁾ 154	21	26	- 6	32
	357	314	156	158	9	34	22	12
	283	212	137	76	0	71	75	- 4
	514	226	253	- 26	- 24	311	226	85
1936, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	98	3	- 25	28	- 6	100	111	- 11
	438	259	201	59	16	163	97	66
	334	126	120	7	7	201	109	92
	327	9	32	- 23	- 10	328	284	44
1937, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	323	171	191	- 21	- 9	161	158	3
	631	546	491	55	14	70	- 6	76
	350	183	131	52	14	154	56	98
	-502	-644	-575	- 69	16	127	37	90
1935, Gen.-Dic.	1.412	965	603	361	6	442	317	125
1936, Gen.-Dic.	1.196	397	327	70	7	792	601	191
1937, Gen.-Dic.	802	256	238	18	35	512	245	267
Totali 1935 a 1937	3.410	1.618	1.169	449	48	1.745	1.162	583

Millioni di dollari	Paesi di Provenienza							
	R. U.	Francia	Olanda	Svizzera	Altri europei	Canada	America latina	Estremo Oriente
1935, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	141	25	9	8	37	- 10	27	19
	167	89	39	20	30	- 10	11	11
	72	- 14	34	42	58	- 2	27	61
	175	110	32	61	66	22	7	38
1936, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	6	12	10	43	6	- 2	32	- 2
	122	18	73	75	33	28	40	43
	98	- 38	- 3	50	71	113	17	127
	49	98	35	36	57	12	42	- 11
1937, Gen.-Mar. Apr.-Giù. Lugl.-Sett. Ott.-Dic.	98	9	37	28	41	- 9	135	- 14
	152	35	90	256	34	- 11	45	24
	27	- 5	34	118	78	45	26	27
	-112	- 56	- 79	-130	- 52	- 70	3	3
1935, Gen.-Dic.	555	210	116	130	191	0	71	128
1936, Gen.-Dic.	274	89	115	205	167	150	130	56
1937, Gen.-Dic.	164	- 18	82	272	101	- 44	209	41
Totali 1935 a 1937	994	282	312	608	458	106	411	225

¹⁾ Aumento degli impegni delle banche americane verso l'estero.
²⁾ Diminuzione degli averi delle banche americane all'estero.

dei valori mobiliari di pertinenza estera continuava ad aumentare. Ciò prova che gli investimenti in titoli hanno meno risentito delle variazioni psicologiche che non i saldi bancari. Dei \$575 milioni, che rappresentano il calo dei saldi bancari di pertinenza estera negli Stati Uniti, durante l'ultimo trimestre, \$127 milioni furono impiegati ad acquistare valori mobiliari ed il resto fu spedito all'estero, oppure impiegato a pagare gli acquisti commerciali da parte dell'estero, dei

lioni nel 1935. In altri termini, il primo forte colpo di freno all'imponente flusso di capitali verso gli Stati Uniti, principiato dopo la svalutazione del dollaro nel 1934, si è sentito nell'ultimo trimestre del 1937. I diagrammi, disegnati in base alle cifre pubblicate settimanalmente dal Tesoro degli Stati Uniti, illustrano questi movimenti, i quali appaiono anche dalla tabella seguente, nella quale sono distinte le differenti categorie di capitali ed i principali paesi di provenienza.

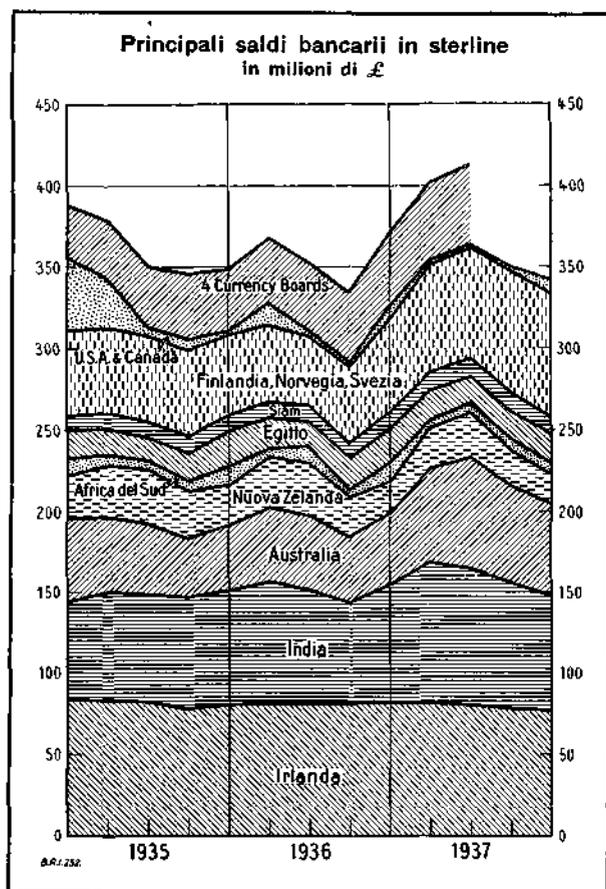
Si osserverà, che a produrre l'esportazione di capitali nell'ultimo trimestre del 1937, contribuirono soltanto i fondi in banca, mentre il volume

quali si ha traccia nell'eccedenza d'esportazioni durante il secondo semestre. Inoltre, le banche americane prestarono all'estero, principalmente in Inghilterra e nel Canada, \$69 milioni; è questo un fenomeno di stagione dell'ultimo trimestre di ogni anno, ma nel 1937 ha preso proporzioni più vaste del solito.

Fino ad un certo punto, l'aumento dei saldi bancari di pertinenza estera negli Stati Uniti, durante il primo periodo del 1937, fu una conseguenza del fatto che la bilancia dei pagamenti dei paesi dell'America latina era attiva, ed infatti, le disponibilità in dollari dei detti paesi crebbero da \$260 milioni in dicembre 1936 a \$500 milioni in maggio 1937. Ma il contributo maggiore fu dato dall'Europa, e specialmente dalla Svizzera, per effetto di un vasto trasferimento dall'oro al dollaro, al tempo della "paura dell'oro", negli investimenti del pubblico e degli enti privati. Normalmente l'Inghilterra occupa il primo posto tra i paesi che scambiano capitali con gli Stati Uniti, e ciò in parte perchè Londra serve da intermediario per i capitali che provengono da altri paesi; ma nel secondo trimestre del 1937, l'afflusso di capitali svizzeri salì a \$250 milioni, mentre i capitali inglesi raggiunsero \$150 milioni, e nel terzo trimestre si segnano rispettivamente \$120 milioni dalla Svizzera e 30 milioni dall'Inghilterra. Nel terzo trimestre, i saldi in dollari dei paesi dell'America latina declinarono, in dipendenza della chiusura della stagione d'esportazione, e anche perchè alcuni prestiti in dollari dei detti paesi furono riscattati. Coll'apparire del regresso economico, nell'ultimo trimestre del 1937, la Svizzera fu di nuovo in prima linea, col richiamare \$130 milioni, mentre l'Inghilterra e l'Olanda richiamavano 110 e \$80 milioni rispettivamente. Come si è detto, gli acquisti netti di valori immobiliari americani e stranieri per conto dell'estero continuarono, nell'ultimo trimestre, allo stesso tempo in cui stavano uscendo dal paese capitali richiamati all'estero. Peraltro, il totale netto degli acquisti di titoli americani rimase molto al disotto della cifra dell'anno scorso, con soli \$245 milioni nel 1937, contro \$600 milioni nel 1936.

Come sempre, il mercato dei cambi a Londra fu quello che più risentì del movimento dei capitali verso gli Stati Uniti: circa 60% delle compree vendite di dollari, da parte di banche americane, ebbero come contropartita la sterlina. Oltre gli scambi di capitali con gli Stati Uniti, descritti qui sopra, Londra fu anche centro di movimenti nell'ambito della cosiddetta "area della sterlina", accolse i capitali della Francia e ne spedì soprattutto all'Olanda ed alla Svizzera.

Il diagramma qui accanto raffigura i saldi bancari in sterline dei principali paesi dell'"area della sterlina", ai quali si sono aggiunti il Canada e gli Stati Uniti. Le cifre sono al netto, cioè indicano l'eccedenza di attività in sterline sopra gli impegni in sterline, tranne il caso delle banche commerciali della Nuova Zelanda, in cui non si è tenuto conto degli impegni in sterline, i quali, per altro, sono relativamente modesti. I saldi non sono omogenei: quelli delle



banche dell'Eire rappresentano risparmi accumulati e sono poco variabili; invece i saldi a Londra delle banche australiane, per esempio, vanno soggetti a considerevoli oscillazioni che riflettono quelle della bilancia dei pagamenti del Dominio. Per i tre paesi nordici, Finlandia, Norvegia e Svezia, si è tenuto conto, nel diagramma, così delle disponibilità in sterline delle banche commerciali, come delle disponibilità in sterline delle banche centrali. Le quattro Commissioni monetarie ("Currency boards") sono quelle dell'Africa occidentale, degli Stabilimenti dello Stretto, della Palestina e dell'Irak; alle due prime spettano circa £20 milioni per ciascuna del totale di £50 milioni, alla metà del

1937. Per poter tener conto delle riserve delle dette Commissioni monetarie, le quali pubblicano rendiconti soltanto una volta all'anno, occorre fare delle stime basate sulle cifre mensili dei biglietti in circolazione, i quali sono emessi contro copertura in sterline. Se si tiene conto di 14 altre Commissioni monetarie, istituite nelle colonie della Corona britannica, il totale cresce di circa £7 milioni.

Londra, in quanto depositaria delle riserve d'un gran numero di paesi che producono principalmente materie prime industriali e alimentari, ha risentito immediatamente delle variazioni della bilancia dei pagamenti di quei paesi, i quali profittarono della brillante espansione delle loro esportazioni al principio del 1937. Tra la metà del 1936 e la metà del 1937, l'India aumentò di £15 milioni le sue disponibilità a Londra, l'Australia di £20 milioni, e le quattro Commissioni monetarie di circa £10 milioni (di cui £6 milioni per l'Africa occidentale). Questi paesi videro rovesciarsi la tendenza nel secondo semestre. Invece i tre paesi nordici seguirono ad aumentare le loro disponibilità in sterline, durante tutto l'anno, e complessivamente di circa £20 milioni contro £7 milioni nel 1936. La Danimarca, di cui si è tenuto conto nel diagramma, migliorò anch'essa la sua posizione di cambi attraverso l'anno, e specialmente negli ultimi quat-

tro mesi, in quanto i prezzi dei suoi prodotti esportati cominciarono a salire soltanto dopo che i prezzi mondiali ebbero oltrepassato il culmine. La Danimarca e ancora più la Norvegia dovettero una parte del saldo attivo della loro bilancia dei pagamenti ai proventi della navigazione. Anche l'Argentina, la cui moneta è legata alla sterlina, accrebbe sensibilmente le sue riserve di sterline e di dollari al principio dell'anno, riducendole dopo finita la stagione delle esportazioni.

Dal punto di vista del governo del cambio della sterlina, non è l'ammontare dei saldi di pertinenza estera a Londra quello che importa, ma le sue variazioni. Le riserve dei paesi produttori di materie prime industriali e alimentari, tendono spontaneamente a variare nello stesso senso, ma esiste un qualche elemento di compensazione, in quanto che queste riserve in sterline aumentano allo stesso tempo in cui la bilancia dei pagamenti in Inghilterra sopporta il gravame del maggior costo delle derrate alimentari e delle materie prime; la reciproca è altresì vera. Più importanti, anche perchè più disordinati e più violenti, sono i movimenti di capitali dall'Inghilterra verso paesi fuori dell'"area della sterlina". Oltre gli Stati Uniti, già menzionati, i paesi più importanti sono la Francia, l'Olanda e la Svizzera.

Le esportazioni di capitali dalla Francia, nel 1937, raggiunsero il più alto livello nelle prime settimane dell'anno, poi in maggio e giugno, ed infine in settembre, seguite ogni volta da un riflusso, il quale fu più sensibile in ottobre e novembre. Le oscillazioni del valore del franco francese rendono piuttosto difficile il formarsi una chiara idea delle variazioni nette che si produssero nel corso dell'anno. Mentre il bilancio della Banca di Francia registrava una perdita d'oro equivalente in fin dei conti a \$430 milioni, il Fondo dei cambi sembra avere accresciuto le sue scorte durante l'anno, cosicchè la perdita netta non superò forse i \$350 milioni. Il disavanzo nel conto delle partite ricorrenti della bilancia dei pagamenti può esser stato dell'ordine di grandezza di \$240 milioni, ma circa metà di questo deficit fu coperto mediante importazioni di capitali sotto forma di crediti, dei quali i più importanti furono quelli per le Ferrovie francesi. L'efflusso di capitali nel corso dell'anno sembra pertanto esser stato dell'ordine di grandezza di \$250 milioni. Le somme esportate, vale a dire impiegate per acquistare divise estere, non provennero dalla circolazione esistente, ma dalla creazione di nuovi franchi, per effetto di un'espansione di crediti da parte della Banca di Francia. Sul totale di fr. 15.000 milioni di crediti consentiti dalla Banca di Francia nel 1937, circa fr. 14.000 milioni rappresentano crediti per conto dello Stato. I capitali esportati si diressero principalmente verso gli Stati Uniti, l'Inghilterra e la Svizzera, ma anche verso altri paesi. Capitali di questa natura e di questo volume non recano vantaggio ai mercati che li ricevono. Non soltanto può accadere che essi abbandonino

il loro rifugio con la stessa rapidità con la quale vi si precipitarono, ma essi si aggiungono anche alla pletera di denaro già cagionata dalla sovrabbondanza di fondi indigeni producendo una pressione esorbitante sui tassi d'interesse, che la banca centrale diviene impotente a regolare.

In Svizzera, l'afflusso di capitali esteri, aggiuntosi al rimpatrio di capitali svizzeri, già dal settembre 1936 aveva aumentato enormemente il volume del denaro liquido posseduto dagli istituti di credito. Il primo trimestre del 1937 trascorse relativamente quieto; s'ebbe un efflusso di capitali verso la Germania (dovuto a vendite di titoli svizzeri di pertinenza tedesca) verso la Francia (sottoscrizione al Prestito per la Difesa Nazionale) ed un maggior efflusso, nel secondo trimestre, verso l'Inghilterra e più ancora verso gli Stati Uniti. Nel secondo semestre, e specialmente in autunno, la tendenza si invertì e la Banca nazionale dovette comperare circa fr. 500 milioni (cioè \$115 milioni) di cambi; ritornarono i capitali svizzeri da Londra e da Nuova York ed ai capitali affluenti dalla Francia s'aggiunsero alcuni provenienti dal Belgio. In un tentativo di ridurre la pletera, la Banca nazionale concluse con le banche commerciali nel novembre 1937, un "gentlemen's agreement", in base al quale non si sarebbero dovuto accettare nuovi depositi di pertinenza estera in conti a vista, gli esistenti depositi a vista per conto estero avrebbero dovuto venire trasformati, appena possibile, in depositi a termine fisso, e tutti i depositi in conto estero a meno di sei mesi verrebbero assoggettati ad una commissione annuale di 1%. In Svizzera è probabile che circa 15% dei depositi delle banche principali provengano dall'estero, ma è certo che i capitali esteri hanno anche trovato altri impieghi.

Un subitaneo afflusso di capitali nazionali sul mercato suscita problemi simili a quelli cui dà luogo l'invasione dei capitali esteri erranti ed è difficile tracciare una linea di separazione fra le due categorie. Ciò si può dire della Svizzera, e più ancora della Svezia e dei Paesi Bassi. La riserva aurea della Banca neerlandese si è raddoppiata, dopo la svalutazione nel settembre 1936, l'aumento nel 1937 essendo stato di circa 800 milioni di fiorini del presente contenuto aureo, cioè di \$450 milioni. L'aumento del saldo passivo della bilancia commerciale è stato controbilanciato dal maggior provento degli investimenti nelle Indie Olandesi e dall'incremento del reddito della navigazione e degli investimenti all'estero, ma il fattore predominante è stato l'afflusso dei capitali. Quest'ultimo va imputato, in parte, al commercio, in quanto che gli importatori all'estero si affrettavano a coprire i loro impegni in anticipo, in vista del rialzo del fiorino; in parte può essere anche attribuito a stranieri in cerca di investimento permanente, ed al rimborso di prestiti contratti prima della svalutazione del fiorino. Ma una gran parte va attribuita all'abbondanza di fondi liquidi, appartenenti alle grandi imprese internazionali che hanno sede nei Paesi Bassi e sogliono depositare le loro disponibilità

liquide nel centro che, momento per momento, ritengono essere il più sicuro. In quale misura questi capitali debbano riguardarsi come olandesi oppure stranieri, è questione d'importanza secondaria, poichè, nell'un caso come nell'altro, restano identiche le difficoltà sollevate dalla loro esistenza e da quella di altri capitali provenienti dall'estero, siano essi nazionali od esteri.

L'aumento delle riserve d'oro e di divise della Sveriges Riksbank, negli ultimi anni, è spiegato principalmente dall'avanzo nella bilancia dei pagamenti correnti della Svezia; qualche movimento di capitali, però, è avvenuto, nel 1937 e con carattere più accentuato che di consueto. Una certa relazione vi è stata fra questi movimenti e le voci correnti di una possibile rivalutazione della corona svedese, le quali spinsero gli esportatori svedesi a procurarsi crediti in valuta estera depositando a garanzia le corone svedesi. Inoltre, taluni importatori esteri di prodotti svedesi, fatturati in corone, acquistarono la divisa svedese alquanto in anticipo sulla data del pagamento. Forse si ebbero anche speculazioni sulla corona svedese all'estero. Per altro, ben pochi sono i fondi esteri depositati in banche svedesi, ma sempre maggiori sono gli importi in corone svedesi di proprietà di banche, ditte commerciali e privati, nei paesi circonvicini, i quali considerano in un certo senso Stoccolma come un centro monetario; tali importi salirono da circa corone 50 milioni, alla fine del 1936, a corone 100 milioni alla fine del 1937.

La situazione nel Belgio, d'altra parte, ha risentito, negli ultimi anni, dei movimenti dei capitali erratici. Dopo la svalutazione nella primavera del 1935, il capitale belga riflù al suo paese, il quale divenne pure un rifugio di capitali emigranti dagli altri paesi del blocco dell'oro. Alla metà del 1935, i depositi per conto dell'estero erano stimati a circa fr. 4000 milioni, vale a dire \$135 milioni, di cui tre quarti considerati come capitali rifugiati. Un piccolo efflusso si produsse fino alla primavera del 1936, ma da allora fino alla svalutazione delle monete del "blocco dell'oro", nel settembre, i capitali seguirono ad arrivare, e raggiunsero un più alto livello che non nel 1935. I capitali svizzeri ed olandesi cominciarono allora a ritirarsi ma la maggioranza dei capitali francesi rimase ed anzi aumentò di volume nel maggio e giugno 1937. In ottobre, anche il Belgio sentì l'effetto del ritorno dei capitali in Francia e, dopo due mesi di calma, una violenta uscita di capitali ridusse la riserva aurea della Banca nazionale, tra la metà di gennaio e la fine di marzo 1938, di fr. 2000 milioni, raggiungendosi così il più basso livello dopo la svalutazione del 1935. Attualmente i capitali esteri nel Belgio debbono essere molto limitati. Indubbiamente il deprezzamento del franco francese è stata la causa principale del ritiro dei capitali dal Belgio. D'altra parte le partite ricorrenti della bilancia dei pagamenti non accusano deficit, bensì avanzi, le esportazioni essendo aumentate nel 1937 di 30% rispetto all'anno precedente.

I paesi d'oltremare che più risentirono gli effetti di tali movimenti di capitali, probabilmente furono l'Australia e l'Argentina. In entrambi, i capitali esteri tendono ad affluire, quando le esportazioni fioriscono, perchè allora si spera che la moneta si apprezzi, mentre tendono ad uscire, quando cambia la fase del ciclo. Per esempio, nell'ultimo trimestre del 1936 e nel primo semestre del 1937, forti capitali affluirono in Argentina per investimento e per speculazione e ne risultò un rapido apprezzamento del corso del peso libero, malgrado che la banca centrale acquistasse pesi 215 milioni sul mercato libero; nella seconda metà del 1937 questi capitali ritornarono all'estero e la banca centrale vendette pesi 193 milioni di divise per frenare il deprezzamento del corso libero. Questo va e viene per così forte cifra come pesi 200 milioni (cioè \$ 60 milioni), nel corso di poco più di un anno, complica naturalmente i problemi che si presentano alle autorità monetarie. Nel gennaio 1938, la banca centrale vendette ancora sul mercato libero cambi per pesi 57 milioni, ma nel febbraio tolse il suo appoggio e lasciò che il cambio trovasse il suo proprio livello. Si sono fatti dei passi in vista di ottenere che i depositi bancari di pertinenza estera non fruttino interesse.

È naturale che gli imponenti movimenti internazionali di capitali a breve termine attirino attenzione, ma essi non debbono fare perdere di vista il fatto che, nel 1937, l'incremento del commercio internazionale e gli alti prezzi richiesero un maggiore volume di finanziamento e che in tale congiuntura le banche centrali e gli altri istituti finanziari dovettero compiere più numerose operazioni di cambio, di cui una parte per far fronte a fluttuazioni stagionali ed altre. Il finanziamento del commercio è in via di raggiungere le sue dimensioni normali in un gran numero di paesi. Solo in certe parti d'Europa, in taluni paesi sudamericani e recentemente anche in Estremo Oriente, si riscontrano difficoltà. Va da sé che i "clearing" disturbano i rapporti giuridici fra importatori ed esportatori ed inceppano il meccanismo del finanziamento normale. Ma durante l'anno in corso, si sono fatti seri sforzi per sostituire ai "clearing" gli accordi di pagamenti, i quali, pur disciplinando il volume del commercio, ristabiliscono i rapporti diretti fra commercianti e rendono possibile il ritorno a metodi più normali di finanziamento.

Nei casi nei quali permangono le difficoltà, lo Stato ha prestato aiuto, per eliminare alcune delle incertezze; l'assicurazione del cambio esiste da un pezzo alla Reichsbank, e recentemente il Governo italiano ha istituito la garanzia del cambio per le operazioni che si svolgono attraverso i "clearing"; la Germania, la Cecoslovacchia ed altri paesi hanno consentito crediti commerciali all'U.R.S.S., i quali assicurano all'esportatore nazionale il pagamento nella sua propria moneta. In alcuni paesi, i debiti in conto "clearing" sono stati ripresi dalla banca centrale, gli esportatori ricevendo pagamento immediato. Il dipartimento di ga-

ranzia dei crediti all'esportazione del Ministero britannico del commercio (già inaugurato nel 1926) sviluppò maggiore attività nel corso dell'anno, portando da £ 25 milioni a £ 50 milioni il limite delle garanzie in vigore, mentre talune restrizioni venivano rimosse.

Esercizio terminante il 31 marzo	Ammontare delle esporta- zioni protette da garanzie (milioni di £)
1933/4	7,5
1934/5	15,0
1935/6	20,6
1936/7	35,2
1937/8	43,0

Il fatto che il volume delle accettazioni commerciali estere in circolazione sui mercati di Nuova York, Londra e Amsterdam sia rimasto ridotto, va attribuito, almeno in parte, al cambiamento dei metodi di finanziamento del commercio, ma anche ai cambiamenti d'abitudini in taluni paesi, i quali in passato usavano ricorrere al credito all'estero, ed ora invece finanziano da sè stessi il proprio commercio. Nel corso dell'anno, si è fatto anche uno sforzo per restituire alla cambiale internazionale la sua originaria funzione, ricommercializzando una parte dei debiti bloccati in Germania; sebbene le somme di cui si tratta siano di poca entità, la novità rappresenta un passo verso il ricollegamento diretto dei crediti con le operazioni specifiche per i quali furono concessi.

Per quanto riguarda gli altri crediti internazionali a breve scadenza, non direttamente connessi col commercio, la tendenza dei debitori è stata a rimborsare i vecchi crediti. Scarsi sono stati i nuovi crediti concessi. Un credito di £ 40 milioni concesso dalle banche inglesi alle ferrovie francesi, nel febbraio, fu rimborsato nel dicembre 1937, mentre due anticipazioni di franchi svizzeri 200 milioni e fiorini 100 milioni venivano concesse rispettivamente in ottobre e novembre 1937 dalle banche di Zurigo ed Amsterdam. Nel maggio 1937, le banche svizzere accordarono un credito per due anni di franchi svizzeri 50 milioni alla Cassa postale di risparmio della Cecoslovacchia; la valuta estere fu ceduta alla Banca nazionale di Cecoslovacchia ed andò a rafforzarne le riserve.

I rimborsi riflettono generalmente la situazione migliore nei paesi agricoli. I debiti della Banca nazionale di Danimarca a breve termine verso l'estero furono ridotti da corone 70 milioni a corone 10 milioni durante il 1937 e l'eccedenza dei debiti sopra i crediti in conto estero, che era di corone 55 milioni nel dicembre 1936, fece luogo, un anno dopo ad un'eccedenza di attività in conto estero di corone 62 milioni, di cui, tuttavia, 31 milioni rappresentavano il ricavo di un prestito sulla piazza di Londra. Nel luglio 1937, il Governo romeno rimborsò il saldo di 39 milioni del prestito di franchi francesi 250 milioni

concesso dalla Banca di Francia nel 1932 e l'oro impegnato a Parigi a garanzia di questo prestito fu rimpatriato in Romania. Nel settembre 1937 fu rimborsata un'anticipazione contro oro, concessa dalla Banca di Francia ad un'altra banca di emissione per l'ammontare di circa franchi francesi 1000 milioni.

Le nuove emissioni a lunga scadenza — per conto dell'estero sono rimaste generalmente a cifre di modesta importanza; vi è stata però una certa ripresa in Svizzera ed in Olanda. La tabella seguente indica (in dollari) i prestiti per conto dell'estero in quattro paesi creditori, durante gli ultimi quattro anni, nonché, a scopo di raffronto, nel 1927 e 1928. A causa del Johnson Act

Emissioni per conto dell'estero.

In milioni di \$	Stati Uniti	Regno Unito	Svizzera	Paesi Bassi
Nuove emissioni				
1927	1.337	684	42	139
1928	1.251	720	18	121
1934	0	212	2	0
1935	48	104	0	0
1936	23	161	0	0
1937	4	164	44	16
Conversioni				
1927	241	*	1	0
1928	238	*	0	0
1934	9	490	72	0
1935	26	351	0	0
1936	119	298	0	0
1937	159	274	16	44

* Cifra ignota.

è assai ristretta la possibilità di procedere a nuove emissioni per conto estero negli Stati Uniti. Tuttavia, le emissioni a scopo di conversione di debiti esteri raggiunsero la cifra più alta dal 1930 in poi; come nel 1936, anche l'anno seguente il grosso delle emissioni di conversione fu per conto dell'Argen-

tina e per conto del Canada.

Nel 1937, il mercato di Londra rimase soggetto a restrizioni per quello che riguarda le nuove emissioni, il cui ricavo dovesse venire versato all'estero. L'effetto di queste restrizioni può giudicarsi dalla relazione ufficiale del giugno 1937, la quale fornisce l'ammontare approssimativo delle richieste di emissioni per conto dell'estero, sottoposte al Comitato consultivo per le operazioni col-l'estero, a partire dalla sua costituzione nell'aprile 1936: il totale approvato fu di £37 milioni, di cui fu chiesto di poter rimettere all'estero circa £ 10 milioni; furono rifiutate emissioni per £31 milioni, di cui £ 29 1/2 milioni destinati ad essere rimessi all'estero. Le nuove emissioni per conto dei paesi britannici seguitarono a superare di molto le emissioni per conto estero, rappresentando, nel 1937 circa 80% del totale indicato nella tabella. Le conversioni per conto dei paesi dell'Impero britannico ed altri sono diminuite rispetto all'alto livello del 1934, ma rimangono importanti; nel 1937, più di 90% di esse erano per paesi

britannici. Dopo la pubblicazione del rapporto van Zeeland, nel marzo 1938, furono rese un poco meno severe le regolamentazioni a riguardo delle nuove emissioni per conto dell'estero.

In Svizzera, dei 193 milioni di franchi di nuove emissioni per conto dell'estero, 129 milioni rappresentarono obbligazioni biennali delle ferrovie francesi (cioè circa \$30 milioni sul totale di \$44 milioni); più di 50% delle conversioni effettuate per conto dell'estero spettarono ad un'emissione del Governo belga. Oltre le emissioni a lungo termine per conto dell'estero sul mercato olandese, vanno menzionati i crediti concessi da banche olandesi alle ferrovie francesi per 150 milioni di fiorini, dei quali due porzioni di 50 milioni di fiorini ciascuna furono emesse nel 1937. Inoltre, le emissioni per conto delle Indie neerlandesi non figurano nelle statistiche olandesi come emissioni per conto dell'estero. Nel settembre 1937, la Banca neerlandese abolì la proibizione di emettere prestiti per conto dell'estero, divieto che poi fu temporaneamente ripristinato allo scopo di preparare il mercato per le grandi operazioni di conversione del debito pubblico nel gennaio 1938.

Anche in Svezia, furono fatte emissioni per conto dell'estero, sia per ottenere danaro fresco, sia a scopo di conversione, e per la maggior parte a vantaggio dei paesi vicini; esse furono però insufficienti per assorbire l'eccedenza attiva della bilancia dei pagamenti ricorrenti della Svezia. Si può osservare, che varie emissioni, considerate dal debitore come destinate a conversioni, contano invece per il creditore come danaro fresco; è il caso, per esempio, del prestito di corone svedesi 18 milioni delle Officine del Gas ed Elettricità di Oslo, contratto da un municipio norvegese in Svezia per rimborsare un prestito di \$4 milioni, venuto a scadenza negli Stati Uniti.

Una caratteristica degli ultimi anni è stata l'utilizzazione del ricavo di prestiti contratti sul mercato interno del paese debitore o sui mercati di paesi creditori di minore importanza, per rimborsare debiti dovuti ai principali mercati creditori.

I rimpatri nei paesi debitori di titoli di vecchi prestiti emessi all'estero acquistati privatamente, oppure scambiati contro titoli di emissioni interne, gravano naturalmente sulla bilancia dei pagamenti e si rendono quindi possibili soltanto quando c'è una eccedenza attiva. Questo metodo per ridurre l'indebitamento verso l'estero è stato utilizzato su larga scala da vari paesi, tra cui l'Argentina, il Belgio, la Finlandia, il Canada, l'India e l'Africa del Sud. Là dove già in passato i titoli erano stati rimpatriati, si è talvolta approfittato della situazione per rendere definitiva la riduzione dell'indebitamento, mediante conversione in un prestito interno. La conversione belga del 1935 e la "nosterificazione" ungherese del 1936 sono esempi che la Polonia imitò nel 1937, con

un prestito interno in sloti a $4\frac{1}{2}\%$, destinato alla conversione di circa \$37 milioni di obbligazioni rimpatriate, quasi tutte a 7% .

In altri casi sono stati formulati, talvolta, in collaborazione con qualche ente semi-ufficiale del paese creditore, progetti per l'alleggerimento dei debiti verso l'estero. Tale fu il caso, nel 1937, della riduzione d'interesse sui prestiti polacchi all'estero da 7 a $4\frac{1}{2}\%$, effettuata dopo negoziati con creditori americani, britannici ed altri; inoltre, il prestito in dollari per i Fiammiferi Svedesi 1930 fu convertito da $6\frac{1}{2}$ a $4\frac{1}{4}\%$. Analogamente per i due prestiti della Società delle Nazioni a Danzica l'interesse fu ridotto, nel corso dell'anno, da 7 a 5% e da $6\frac{1}{2}$ a $4\frac{1}{2}\%$ rispettivamente, con proroga della data di scadenza.

Inoltre, nel 1937, fu elaborato un piano completo di sistemazione di tutti i debiti esteri dell'Ungheria, in sostituzione dei precedenti impegni. Questo piano, definito dal Comitato dei prestiti della Società delle Nazioni come "una proposta seria fatta da un debitore onesto", comprendeva una sistemazione definitiva del Prestito di Ricostruzione $7\frac{1}{2}\%$, emesso sotto gli auspici della Società delle Nazioni, sistemazione consistente nella riduzione degli interessi a $4\frac{1}{2}\%$, nell'annullamento del debito residuo su cedole parzialmente pagate durante il periodo di transizione e nella proroga della scadenza del prestito; quest'offerta fu accettata dalla grande maggioranza degli obbligazionisti. Per quanto riguarda i rimanenti debiti ungheresi a lungo ed a breve termine, furono presi altri provvedimenti, in genere per un periodo di tre anni, i quali costituiscono un progresso rispetto alla moratoria fino allora in vigore. In ciascun caso fu offerto al creditore più di quanto aveva fino allora ricevuto, ma meno di quanto promesso per contratto. È vivamente augurabile che i negoziati in corso con altri paesi consentano di raggiungere accordi, i quali, pur facendo la dovuta parte alla situazione del debitore, siano riconosciuti come giusti ed equi dal creditore.

Conseguenza naturale della riduzione dell'indebitamento verso l'estero effettuata mediante conversioni o rimpatri, oppure accordi speciali, ed al contempo, del ristagno delle emissioni per conto estero negli ultimi anni, è stata la contrazione degli investimenti all'estero detenuti sui mercati dei paesi creditori. Ciò si è verificato particolarmente in Inghilterra e negli Stati Uniti. La tabella seguente, tratta dai calcoli di Sir Robert Kindersley, illustra l'evoluzione in Inghilterra.

La rapidità con cui i rimborsi si distanziano dalle nuove emissioni, è andata accelerandosi; inoltre, nel periodo considerato, v'è stata un'eccedenza di capitali a breve termine affluenti in Inghilterra. Le disponibilità a Londra nei paesi dell'area della sterlina, indicata nel grafico a pagina 72, superano attualmente di circa £100 milioni la cifra del 1929. Le disponibilità francesi a Londra erano elevate nel

Millioni di \$	Nuove * emissioni per conto dell'estero	Rimborsi e riscatti da parte dell'estero	Eccedenza dei prestiti (+) o dei rimborsi (-) in conto estero
1929	96	49	+ 47
1930	98	39	+ 59
1931	41	27	+ 14
1932	37	48	- 11
1933	83	67	+ 16
1934	63	42	+ 21
1935	51	81	- 30
1936	61	107	- 46

* Queste cifre sono state calcolate espressamente ai fini della presente tabella e differiscono da quelle indicate alla pagina 78.

1929, ma non più di quanto lo siano oggi-giorno. Inoltre, le disponibilità dell'Inghilterra a breve termine all'estero sono minori, i crediti per finanziamento del commercio non rappresentano una cifra così grande come quella del 1929, ed i crediti finanziari

all'Europa centrale ed altri paesi sono molto inferiori. La tendenza del mercato londinese, già rilevata nella relazione Macmillan del 1931, a tenere distinte le due funzioni bancarie internazionali, quella del ricevere depositi e quella del negoziare accettazioni ed altri titoli di finanziamento commerciale, è più sensibile; la creazione di crediti è in via di declinare, mentre cresce la raccolta di depositi, e le passività del mercato londinese, in gran parte a breve termine, sono coperte da cospicue riserve di oro sterile.

La tabella seguente, ricavata dalle statistiche del Dipartimento di commercio degli Stati Uniti, dimostra che nel detto paese l'evoluzione è stata analoga:

Millioni di \$	Nuove emissioni per conto dell'estero	Riscatti e ammortamenti di obbligazioni estere	Eccedenza dei prestiti (+) o dei rimborsi (-) in conto estero
1929	631	199	+ 432
1930	822	173	+ 649
1931	212	207	+ 5
1932	27	122	- 95
1933	10	73	- 63
1934	0	89	- 89
1935	44	170	- 126
1936	20	166	- 146

Inoltre, occorre tener conto dell'afflusso di capitali esteri negli Stati Uniti, negli ultimi anni, e della riduzione dei fondi esteri a breve termine, di proprietà delle banche americane, a meno della metà del loro livello del 1929.

D'altra parte, in taluni paesi i titoli esteri posseduti da privati sono stati mobilitati dalle autorità centrali e progressivamente liquidati per ottenere cambi; queste vendite hanno controbilanciato in piccola parte la diminuzione degli investimenti all'estero dei paesi creditori. In Cecoslovacchia, fu decretato, nel settembre 1934, il censimento di tutti i titoli esteri detenuti

da privati, e ne seguì l'espropriazione a favore dello Stato. La liquidazione è stata fatta progressivamente, ricavandosi l'equivalente di \$20 a 25 milioni. In Italia, un decreto speciale del 1935 istituì la mobilitazione dei crediti sull'estero e dei titoli esteri, nonché dei titoli italiani emessi all'estero; una parte dei titoli requisiti è stata liquidata, ma non sono state pubblicate le cifre del ricavo. In Germania, per effetto dell'amnistia nel 1936, i saldi all'estero ed i titoli esteri ancora di proprietà dei cittadini tedeschi ed equivalenti a parecchie centinaia di milioni di marchi, furono consegnati alle autorità pubbliche. Nei tre mesi terminati col febbraio 1937, si ebbero vendite di titoli sulle borse estere e spedizioni d'oro in Germania per un complesso di \$50 milioni. Senonchè le importazioni di grano in Germania sono state eccezionalmente forti in primavera e hanno resa necessaria la riesportazione d'oro per \$50 milioni nell'estate 1937. Le vendite per conto germanico di titoli americani continuarono durante tutto il 1937, ma produssero soltanto \$10 milioni, mentre i saldi della Germania presso le banche americane, rapidamente saliti nei primi due mesi del 1937 da una cifra trascurabile a \$27 milioni, diminuirono più tardi.

Gli investimenti diretti all'estero non sono oggetto dell'attenzione che meritano, e ciò in parte a motivo della difficoltà di ottenere rilevazioni statistiche in proposito. La loro importanza, tuttavia, è fuori discussione. I calcoli accurati e dettagliati di Sir Robert Kindersley danno un totale di circa £3350 milioni per gli investimenti inglesi in titoli esteri e si è detto che a questa cifra dovrebbero aggiungersi almeno £500 milioni, per tener conto degli investimenti diretti, cioè quelli effettuati senza passare attraverso il meccanismo di titoli.

Per gli Stati Uniti, le cifre sono ancora più imponenti. Gli investimenti totali all'estero furono valutati intorno a \$12.500 milioni alla fine del 1936, di cui \$4750 milioni in titoli e \$7750 milioni in investimenti diretti (al loro valore contabile). Senonchè gli investimenti in titoli esteri sono in larga parte controbilanciati dai titoli americani di proprietà di stranieri, mentre a contropartita degli investimenti diretti, si ha da mettere soltanto un piccolo ammontare di investimenti diretti negli Stati Uniti da parte degli stranieri. Il miglior modo per giudicare l'importanza relativa degli investimenti, può essere quello di riferirsi al reddito delle due categorie: Il Dipartimento del commercio degli Stati Uniti valuta per il 1936 il reddito netto dei portafoglio (cioè sotto deduzione del reddito dei titoli americani appartenenti a stranieri) a soli \$24 milioni, contro un reddito degli investimenti diretti di \$295 milioni.

Gli investimenti diretti hanno importanza non soltanto per l'Inghilterra e gli Stati Uniti, ma anche per molti altri paesi. Per esempio, gli investimenti recenti del Giappone nel Manciukuò hanno grande peso sulla bilancia dei pagamenti del Giappone, rappresentando circa 250 milioni di yen all'anno, per il periodo dal 1932 al 1937.

L'importanza degli investimenti diretti all'estero è andata aumentando durante la crisi, la quale ne ha accelerato lo sviluppo, come conseguenza delle restrizioni al commercio ed altre. In molti casi, in cui l'importazione di talune merci è stata proibita, oppure le industrie nazionali sono state protette da dazi speciali, aziende straniere, direttamente o per tramite di filiali, hanno costruito stabilimenti e provveduto all'attrezzatura necessaria per fabbricare nel paese stesso. Questo tipo di investimento procura impiego di mano d'opera nel paese nel quale viene fatto e, di conseguenza, là dove esistono restrizioni ai cambi, si sono generalmente conclusi degli accordi per assicurare il trasferimento di un certo minimo di profitti. L'eccedenza di profitti viene reinvestita e così l'investimento si accresce per virtù propria.

Gli investimenti diretti da parte di stranieri e le azioni di proprietà di stranieri, cioè in complesso gli investimenti a reddito variabile, offrono un grande vantaggio rispetto agli investimenti in titoli a reddito fisso, in quanto che, di regola, esercitano minore tensione sulla bilancia dei pagamenti del paese debitore. In tempi di crisi, quando diminuiscono i profitti delle imprese economiche le somme da trasferirsi diminuiranno, e così la bilancia dei pagamenti, automaticamente, si alleggerisce. Per esempio, la relativa facilità con cui la bilancia dei pagamenti delle Indie Neerlandesi, paese produttore di materie prime, riuscì ad adattarsi alla crisi del 1929—33, è indubbiamente in relazione col fatto che gli investimenti esteri nel detto paese sono in gran parte del tipo a reddito variabile.

Nonostante tutte le difficoltà che hanno gravato sulle relazioni internazionali negli anni recenti, v'è stato un aumento negli investimenti diretti e nel volume dei finanziamenti del commercio. Pertanto, ogni volta che le occasioni si presentano, gli affari si estendono all'estero. Esiste un curioso contrasto fra i progressi del finanziamento internazionale, il cui carattere è prevalentemente privato, ed il finanziamento interno nei vari paesi, il quale è in gran parte per conto di governi.

Le nuove emissioni all'estero da parte di enti pubblici continuano a brillare per la loro assenza, sebbene le loro conversioni siano state proseguite su scala sempre più vasta. Alcuni ostacoli, che negli anni scorsi avevano impedito le emissioni all'estero, sono stati rimossi su importanti mercati creditori. Però la fiducia è rimasta scossa dalle nuove carenze, nel 1937, nell'esecuzione di accordi da poco conclusi (come nel caso del Brasile) e dal ribasso delle quotazioni delle obbligazioni estere dei paesi dell'Estremo Oriente e dell'Europa centrale. È ovvio che queste scosse si oppongono alla ripresa di nuove emissioni all'estero. Solo il continuo progresso del commercio internazionale, permette di intrattenere qualche speranza che migliorino le condizioni fondamentali del finanziamento internazionale.

V. LA TENDENZA DEI TASSI D'INTERESSE.

La tendenza generale dei tassi d'interesse a breve termine è rimasta orientata al ribasso. Nel corso dell'anno i saggi di sconto ufficiali sono stati abbassati in numerosi paesi ed in altri sono rimasti a livelli molto bassi. In alcuni casi, tali saggi eccezionalmente ridotti datano da tempo; in Inghilterra, per esempio, da sei anni. La stabilità di tali saggi ridotti è particolarmente notevole, se si considerano i cambiamenti intervenuti nelle condizioni generali, da quando furono messi in vigore per la prima volta. Soltanto in Francia il saggio ufficiale di sconto è stato, nell'insieme, più elevato durante il 1937 ed in nessun altro paese esso ha subito più d'una variazione nel corso dell'anno.

Nel primo semestre del 1937, la tendenza al ribasso del tasso d'interesse a lungo termine sui mercati di Londra e Nuova York subì un arresto; durante il secondo semestre, le quotazioni dei titoli di Stato migliorarono però alquanto. Date le speciali condizioni caratteristiche del mercato francese, i tassi d'interesse a lungo termine permangono colà molto elevati. Sugli altri mercati essi si mantengono in generale stabilmente ad un basso livello, oppure continuano a diminuire. Il movimento al ribasso è stato particolarmente pronunciato in Svizzera e nei Paesi Bassi, paesi verso cui sono affluiti vasti capitali.

1. MERCATI DEI CAPITALI A BREVE TERMINE.

La tabella alla pagina seguente indica i tassi ufficiali di sconto delle banche centrali europee, in vigore alla fine del 1937 ed alla fine di marzo 1938, paragonati con quelli di anni precedenti.

Ventuno tra i ventisei paesi elencati nella tabella mantennero invariati il loro saggio ufficiale di sconto durante l'anno, quattro lo ribassarono e soltanto uno, la Francia, date le condizioni particolari in cui si è trovato, lo ha rialzato nel corso dell'anno. Le riduzioni indicate nella tabella per il 1937 si riferiscono tutte a saggi che in precedenza sorpassavano 4‰, ed in generale riflettono il miglioramento nella posizione internazionale dei paesi interessati. Nel Portogallo fu quotato a partire dall'agosto 1937 un saggio di sconto inferiore di $\frac{1}{2}$ ‰ al saggio di sconto usuale. Devesi, inoltre, menzionare la diminuzione da $5\frac{1}{2}$ ‰ a 5‰ del saggio della Banca nazionale di Romania per anticipazioni contro titoli pubblici, permanendo invariato il tasso ufficiale di sconto a $4\frac{1}{2}$ ‰. Inoltre, le banche centrali della Danimarca e della Norvegia, paesi nei quali s'era prodotto un arresto nella tendenza al ribasso dei tassi durante il 1936, si avvantaggiarono in particolare dai migliorati profitti della navigazione durante il 1937 e

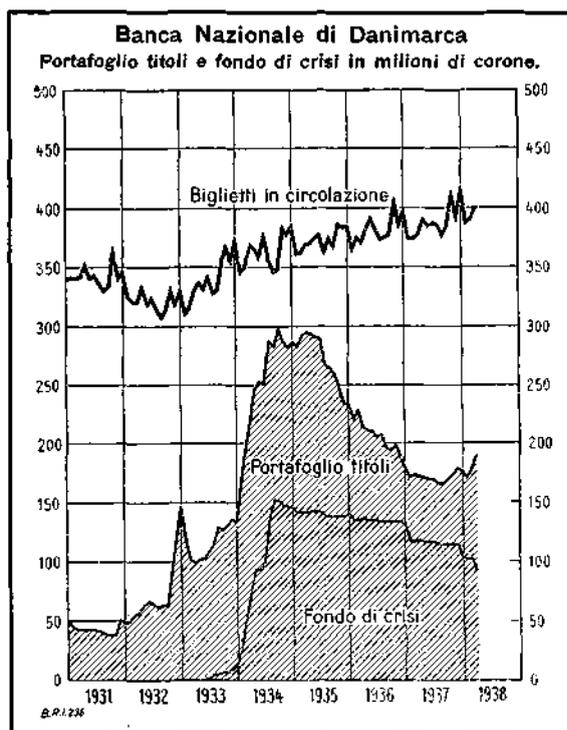
Saggi di sconto delle banche centrali europee	Minimo 1925—1929	Fine 1935	Fine 1936	Fine 1937	Variazione 1937	Fine marzo 1938 ^{d)}
1. Saggi abbassati nel 1937						
Danzica	5½	5	5	4	-1	—
Polonia	8	5	5	4½	-½	—
Albania	9	7½	7	6	-1	—
Grecia	7½	7	7	6	-1	—
2. Saggi rimasti invariati nel 1937						
Svizzera	3½	2½	1½	1½	—	—
Belgio	4	2	2	2	—	—
Inghilterra	4	2	2	2	—	—
Paesi Bassi	3½	3½	2	2	—	—
Svezia	3½	2½ (a)	2½ (a)	2½ (a)	—	—
Cecoslovacchia	5	3½	3	3	—	—
Austria	6	3½	3½	3½	—	(3½) (a)
Danimarca	5	3½	4	4	—	4 (a)
Ungheria	6	4	4	4	—	—
Finlandia	6	4	4	4	—	—
Germania	5	4	4	4	—	—
Norvegia	4½	3½	4	4	—	3½ (a)
Estonia	7½	4½ (b)	4½ (b)	4½ (b)	—	—
Italia	5½	5	4½	4½	—	—
Portogallo	8	5	4½	4½ (a)	—	—
Romania	6	4½	4½	4½	—	—
Lettonia	6 (c)	5½ (c)	5 (c)	5 (c)	—	—
Spagna	5	5	5	5	—	—
Jugoslavia	5½	5	5	5	—	—
Lituania	7	6	5½	5½	—	—
Bulgaria	9	6	6	6	—	—
3. Saggi aumentati nel 1937						
Francia	3½	6	2	3	+1	—

a) ½% in meno per i risconti alle banche.
 b) ½% in meno per le accettazioni bancarie.
 c) ½% in più per le ditte private.

d) nel caso di variazioni posteriormente al 1937.
 e) ultimo saggio quotato dalla Banca Nazionale Austriaca.

furono in condizione di diminuire nel primo trimestre del 1938 i tassi per concessioni di crediti sui rispettivi mercati.

Per quanto in Norvegia i depositi nelle casse di risparmio siano in ristagno o diminuzione, a cagione della mal concepita tassa sui depositi, ancora in vigore, si nota un certo aumento nei depositi presso le banche commerciali ed un miglioramento del mercato obbligazionario. Corrispondentemente, il saggio ufficiale di sconto, che era stato rialzato di ½% a 4% nel dicembre 1936, è stato ridotto nel gennaio 1938 nella stessa misura e riportato a 3½%. Inoltre, la Banca di Norvegia accetta al risconto a ½% in meno del saggio ufficiale di sconto, gli effetti di natura prettamente commerciale presentati dalle banche e muniti di loro girata (facilitazione simile a quella vigente in Svezia negli ultimi anni). La Banca nazionale di Danimarca, pur mantenendo il suo saggio ufficiale a 4%, inaugurerà, all'inizio del marzo 1938, un saggio inferiore di ½% al tasso normale per il risconto alle banche. Già nel 1937, la Banca nazionale aveva potuto rallentare il ritmo delle sue vendite di obbligazioni, divenute abituali in questi



ultimi anni, come il grafico illustra. Ma siccome le anticipazioni ed il portafoglio commerciale si erano ridotti, il volume del credito concesso all'interno dalla banca centrale diminuì da cor. 492 milioni alla fine del 1936 a cor. 449 milioni alla fine del 1937.

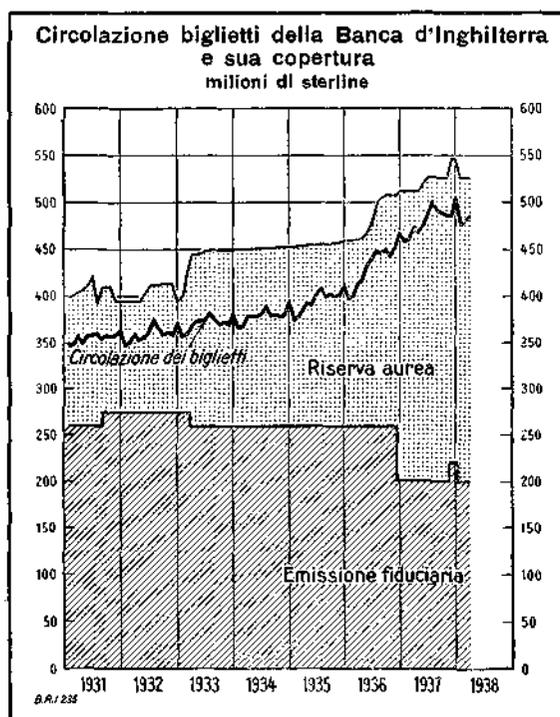
L'eccezione alla tendenza generale dei tassi d'interesse riscontrata in Francia, rispecchia l'insicurezza del mercato finanziario francese, manifestatasi nel frequente esodo di capitali, in un periodo in cui occorre larghi prestiti per il riarmo ed altri scopi. Date le circostanze, il Governo è stato di nuovo obbligato a ricorrere alla Banca di Francia, otten-

endo per via di anticipazioni, durante il 1937, oltre 14.000 milioni di franchi francesi, cifra, tuttavia, minore di quella del 1936 (durante il primo trimestre del 1938 però il Governo ha prelevato altri 6500 milioni di franchi). Il mercato non ha guadagnato in liquidità in seguito a tali anticipazioni, dato che la creazione di nuovi biglietti è stata compensata dall'efflusso di capitali e dalle conseguenti esportazioni di oro. Malgrado l'importante rialzo dei prezzi, il totale dei crediti concessi dalle grandi banche parigine (portafoglio effetti, anticipazioni e crediti in conto corrente) aumentò soltanto da franchi 26.250 milioni in dicembre 1936 a franchi 27.150 milioni un anno dopo e poco giovò a compensare la penuria di crediti privati l'aumento di 1000 milioni, nel corso dell'anno, del volume dei crediti concessi al mercato dalla Banca di Francia.

Negli altri paesi, menzionati nella tabella, nessun cambiamento si è avuto nei saggi di sconto ed anticipazioni delle banche centrali. Questo fatto negativo ha già di per sé un certo significato di fronte agli estesi movimenti nei prezzi ed anche in considerazione dell'aumentato volume del finanziamento di Stato in molti paesi. Ma se i saggi sono rimasti stabili, altre tendenze assai interessanti si sono rivelate nelle condizioni creditizie dei vari mercati.

Il tasso ufficiale di sconto della Banca d'Inghilterra è rimasto invariato a 2% sino dal giugno 1932. I saggi del mercato, durante il 1937, sono rimasti a livelli estremamente bassi, ritrovandosi il saggio medio di sconto delle cambiali

del Tesoro a 0,56 % contro 0,58 % l'anno precedente. Un fenomeno caratteristico del 1937 fu che il tasso di sconto non divenne effettivo neanche al momento delle liquidazioni semestrali; nulla di simile era accaduto dal 1870 in poi, ad eccezione degli anni anormali di guerra dal 1916 al 1918. La principale ragione per cui il mercato non ebbe necessità di ricorrere alla Banca d'Inghilterra per prestiti, fu l'abitudine presa di sottoscrivere a cambiali del Tesoro maturanti alle epoche di rarefazione delle disponibilità del mercato; in tal modo le difficoltà vennero accollate al Tesoro il quale dovette prendere in prestito presso la Banca d'Inghilterra, in giugno ed in dicembre 1937, circa 50 milioni di



sterline, per far fronte alle cambiali del Tesoro in scadenza. Degno di nota è che per la prima volta alla fine del 1937 l'emissione fiduciaria della Banca d'Inghilterra ha subito un aumento temporaneo per far fronte ai bisogni stagionali della circolazione; il totale dell'emissione fiduciaria è passato il 17 novembre 1937 da £200 milioni a £220 milioni per ritornare a £200 milioni il 19 gennaio scorso.

La domanda per impieghi a breve termine è fortemente aumentata negli ultimi anni. I depositi di dieci banche londinesi affiliate alla stanza di compensazione, a fronte dei quali si mantiene una copertura di circa 20% in attività

a breve termine, oltre a 10 % in contanti, sono aumentati da £1840 milioni in dicembre 1929 a £2270 milioni in dicembre 1937. Inoltre, il "denaro esterno", cioè costituito in gran parte da fondi liquidi depositati da banche estere a Londra, è aumentato considerevolmente durante gli anni scorsi e raggiunge oggi un livello assai alto. Gli impieghi per i fondi bancari a breve termine consistono essenzialmente in cambiali del Tesoro e accettazioni bancarie. Queste ultime sono diminuite principalmente in seguito ai mutati metodi di finanziamento del commercio mondiale. Si ritiene che la loro circolazione totale sia diminuita da oltre £300 milioni nel 1929 a meno della metà nel 1937, e, per quanto il totale delle cambiali del tesoro in circolazione, secondo le cifre ufficiali, non sia variato gran che, un'analisi della loro composizione mostra che in realtà si è avuta una contrazione.

Analisi delle cambiali del Tesoro in circolazione.

31 dicembre (in milioni di sterline)	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937
Totale cambiali del Tesoro	780	690	665	928	939	900	866	766	890
Meno: cambiali emesse:									
Per coprire il deficit del bilancio corrente* . . .	170	181	204	205	98	110	114	139	173
In conto Fondo di perequazione dei cambi . . .	—	—	—	150	350	350	350	350	550
Restano: altre cambiali del Tesoro in circolazione	610	509	461	573	491	440	402	277	167
Aumento annuale (+) o diminuzione (—) nelle altre cambiali del Tesoro in circolazione	—40	—101	—48	+112	—82	—51	—38	—125	—110

* Compreso il nuovo Fondo di ammortamento 1929—1932.

L'emissione di cambiali del Tesoro per coprire il deficit del bilancio corrente è dovuta all'accumulazione delle entrate per imposte dirette del periodo dal gennaio al marzo (gli ultimi tre mesi dell'anno finanziario) la quale rende necessario un indebitamento temporaneo nei primi mesi. Se si deducono le cambiali emesse per coprire il deficit corrente e quelle emesse per il Fondo di perequazione dei cambi, dal totale delle cambiali del Tesoro in circolazione, la somma che ne risulta rappresenta, trascurando alcune variazioni dovute ad altre forme di indebitamento temporaneo, come le anticipazioni al Tesoro ed altri fattori minori, il residuo di vecchi deficit di bilancio non consolidati che risalgono in gran parte al periodo di guerra. Come conseguenza della costante diminuzione, mostrata dalla tabella, il totale delle «altre» cambiali del Tesoro in circolazione è diminuito di £443 milioni dal 1929 al 1937. Ne vennero consolidati £235 milioni nel 1936 e 1937, in gran parte in seguito all'emissione di due prestiti governativi di £100 milioni ciascuno, il Prestito Consolidato 2³/₄% nel novembre 1936 e le obbligazioni 2¹/₂% per la Difesa Nazionale nell'aprile 1937. La prima emissione costituì unicamente una consolidazione; la seconda, fatta per finanziare il riarmo, con un anticipo rispetto alle spese effettive, diede per primo risultato una riduzione delle cambiali del Tesoro in circolazione (mentre un movimento contrario avverrà via via che il denaro verrà effettivamente speso).

Così, malgrado la concessione di £550 milioni al Fondo di perequazione dei cambi, il totale delle cambiali del Tesoro in circolazione si è accresciuto soltanto di £110 milioni nel corso di otto anni. L'aumento delle cambiali

detenute dal mercato è in realtà inferiore a tale cifra, poichè una parte delle cambiali del Fondo di perequazione dei cambi non è stata emessa da quest'ultimo. Il totale delle cambiali del Tesoro in circolazione emesso in seguito alle aste aumentò soltanto da £573 milioni in dicembre 1929 a £620 milioni in dicembre 1937. Molto approssimativamente si può affermare che il totale delle accettazioni bancarie e delle cambiali del Tesoro a disposizione del mercato è stata ridotta da £900 milioni nel 1929 a forse £750 milioni nel 1937.

La scarsità degli investimenti bancari a breve termine è dovuta, pertanto, ad una riduzione dell'offerta di effetti (in gran parte risultante dalla rarità delle accettazioni e dalla politica lungimirante del Governo, tendente a consolidare il debito fluttuante) e, d'altra parte, ad un aumento della quantità di fondi disponibili per tali investimenti. Questa scarsità di investimenti a breve termine non ha mancato di influire sulle banche affiliate alla stanza di compensazione, come mostra la tabella seguente, che dà le variazioni delle principali voci del bilancio.

Banche affiliate alla stanza di compensazione — Milioni di sterline.

Numero delle banche	Fine d'anno	Depositi totali	Cassa, fondi a vista e effetti scontati	Anticipazioni	Investimenti
10	1935	+ 108	+ 60	+ 24	+ 18
10	1936	+ 150	+ 38	+ 72	+ 29
11	1937	+ 20	- 50	+ 95	- 24

Malgrado il forte aumento delle anticipazioni (che hanno raggiunto il più alto livello dopo quello registrato alla metà del 1930) il progressivo accrescimento dei depositi delle banche si è improvvisamente rallentato e per la prima volta dal 1931 gli investimenti mostrano una diminuzione (che può anche essere dovuta, almeno in parte, a svalutazioni di portafoglio). La concorrenza fra le banche nella raccolta di depositi si è accresciuta durante l'anno, e ad una delle cinque banche principali spetta oltre metà dell'aumento verificatosi nel 1937 (mentre per quattro delle undici banche affiliate alla stanza di compensazione i depositi sono invece diminuiti nel corso dell'anno). Al principio del 1938 la Banca d'Inghilterra ha ampliato il suo portafoglio di titoli di Stato. Questo fatto ha contribuito a far aumentare di £20 milioni in media nel primo trimestre del 1938 i saldi delle banche presso la Banca d'Inghilterra, in confronto col periodo corrispondente del 1937. Non essendo cresciute le cifre di bilancio globali delle banche, questo cambiamento si tradusse unicamente in un aumento del rapporto di liquidità.

I paesi europei, all'infuori dell'Inghilterra, aventi i saggi più bassi, sia ufficiali che privati, sono la Svizzera, con un saggio ufficiale di sconto di $1\frac{1}{2}\%$.

i Paesi Bassi ed il Belgio con 2%, e la Svezia con un saggio di sconto di 2½% ed un tasso di risconto per le banche di soltanto 2%. Nei Paesi Bassi, il saggio di mercato per le accettazioni bancarie a 3 mesi è soltanto di ⅓—¼%, e in Svizzera di 1%. Nel Belgio, il foglio commerciale da 1 a 3 mesi si trattava alla fine dell'annata a 1,7%, dopo essere rimasto ad 1% fino a settembre, l'aumento riflettendo una certa tensione del mercato, continuata nel primo trimestre del 1938. Fu facile, però far fronte ai pagamenti di fine d'anno, dato il riflusso di capitali verificatosi alla scadenza dei contratti di cambio a termine. In Svezia, dove non esiste un mercato monetario all'infuori delle banche, il saggio per il foglio commerciale a 3 mesi è di 2½%, ma alcuni anni fa, quando vennero emesse cambiali del Tesoro speciali, si quotarono saggi inferiori a ½%.

L'accresciuta liquidità dei mercati nei Paesi Bassi ed in Svizzera fu dovuta principalmente ad un forte afflusso di fondi dell'estero, in parte nazionali, in parte di proprietà straniera. D'altra parte, sembra che scarsi fondi esteri si trovino nel Belgio, i movimenti degli ultimi anni essendosi in gran parte compensati. In Svezia, infine, l'aumento nelle scorte di oro e divise estere della banca centrale è dovuto, in gran parte, ad un'eccedenza importante nelle voci ricorrenti della bilancia dei pagamenti. Una certa neutralizzazione è stata effettuata dal Fondo olandese per i cambi per mezzo di vendite di titoli governativi, ma essa ha agito soltanto su una piccola parte dei fondi affluiti; in nessuno degli altri tre paesi esiste un qualsiasi meccanismo che compensi i movimenti di capitali. In tali circostanze, un afflusso di fondi si traduce direttamente in un aumento dei depositi delle banche commerciali e dei loro saldi presso la banca centrale, cosicchè quest'ultima è in condizione di neutralizzare l'afflusso soltanto nella misura in cui è in grado di ridurre il volume del credito interno da essa creato. La tabella seguente illustra, in confronto col 1929, l'accrescimento della circolazione dei biglietti e degli «altri impegni a vista» nonchè le variazioni del credito concesso all'interno nei quattro paesi.

La maggior parte degli «altri impegni a vista» rappresenta, in ogni caso, le riserve liquide delle banche commerciali; in Svezia ed in Svizzera la riduzione del credito interno sembra avere raggiunto i limiti del possibile; per quanto riguarda il volume del credito concesso dalla Banca Neerlandese, le cifre per il triennio 1935—1937 sono gonfiate dall'inclusione di un prestito alle Indie neerlandesi (66 milioni di fiorini alla fine del 1937) e di qualche altra posta che non rappresenta in realtà un aumento del credito concesso al mercato.

Nei quattro paesi considerati, poco interessa per il momento il poter effettuare operazioni di mercato libero, poichè si tratta di ridurre il credito concesso dalla banca centrale, e nessuna delle quattro banche centrali dispone, per la vendita sul mercato, di forti scorte di titoli di Stato. Alla Sveriges Riksbank sono stati conferiti recentemente maggiori poteri di controllo, ma essa

Alcune voci della situazione di banche centrali.

In milioni di unità monetarie nazionali	Alla fine dell'anno			
	1929	1935	1936	1937
Banca Neerlandese				
biglietti	851	809	792	868
altri impegni a vista	34	51	310	755
credito interno	208	212	383	258
Banca Nazionale Svizzera				
biglietti	999	1.366	1.482	1.531
altri impegni a vista	200	401	1.363	1.716
credito interno	270	452	125	96
Sveriges Riksbank				
biglietti	569	786	893	980
altri impegni a vista	274	384	594	780
credito interno	434	83	83	59
Banca Nazionale del Belgio				
biglietti	13.437	20.637	22.452	21.460
altri impegni a vista	1.075	4.897*	4.651	3.939
credito interno	**	**	3.331	3.279

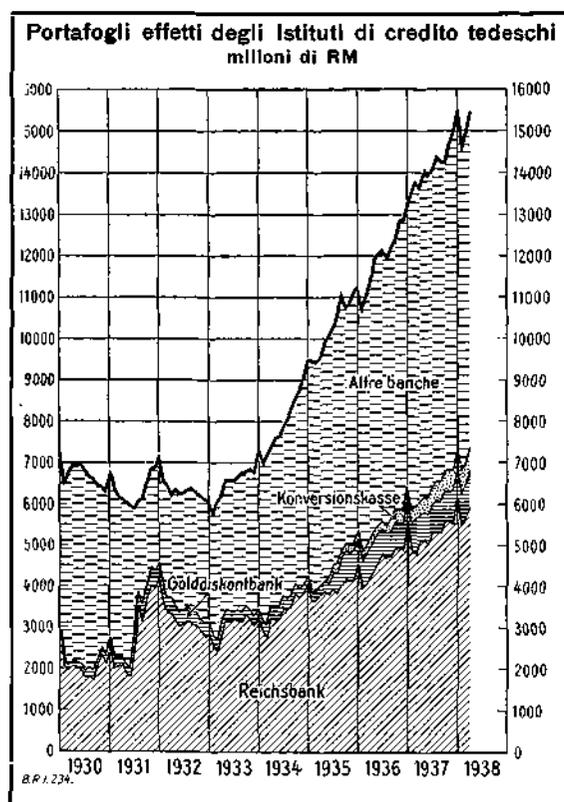
* Al 28 marzo 1935, cioè immediatamente prima della svalutazione del franco belga, il totale degli altri impegni a vista si elevava soltanto a franchi belga 1055 milioni, ossia a circa la stessa cifra che alla fine del 1929.

** Non è possibile ricavare dalle situazioni pubblicate cifre comparabili per il 1929 e 1935.

non ne ha ancora fatto uso in pratica. In primo luogo, la Banca è autorizzata a corrispondere interessi su tutti i depositi (mentre prima poteva farlo soltanto su depositi vincolati); tale facoltà può essere utilizzata onde attirare le disponibilità del mercato verso la banca centrale. In aggiunta, la Banca può disporre che le banche commerciali mantengano una riserva in contanti fino al 25% degli impegni a vista. In ognuno dei quattro paesi, alle banche commerciali si presentano occasioni relativamente scarse, nel momento attuale, di allargare il volume del credito da esse creato, dato che ne manca la domanda da parte dell'industria e del commercio; d'altra parte le banche esitano grandemente prima di aumentare gli altri loro investimenti. I forti saldi da essi accumulati presso le banche centrali rimangono così quasi inutilizzati.

Mentre in Germania il saggio ufficiale di sconto è rimasto invariato a 4% sino dalla diminuzione avvenuta nel settembre 1932, il saggio del mercato per i prestiti giornalieri è diminuito, da una media di 3% nel 1936 a una media di poco più di 2³/₄% nel 1937; in aprile 1937, il saggio scese temporaneamente sotto 2%, il livello più basso avutosi dal 1914. Il portafoglio commerciale complessivo della Reichsbank e delle banche ad essa affiliate è aumentato da marchi 3000 milioni, all'inizio del 1933, a marchi

7500 milioni, alla fine del 1937, mentre i risconti, quali risultano dalle garanzie per effetti ceduti dalle banche commerciali, sono assai diminuiti. Poichè durante lo stesso periodo la cifra totale degli effetti detenuti dal sistema bancario aumentò da marchi 6000 milioni a marchi 15,000 milioni, la parte della Reichsbank e delle sue affiliate diminuì nel totale da poco più del 50% a poco meno di tale percentuale. Per evitare duplicazioni, i pagherò diretti emessi



dalla Golddiskontbank sono stati dedotti dal totale degli effetti in portafoglio alla Reichsbank. Questi effetti ad una sola firma vengono rilasciati dalla Golddiskontbank per lo più alle banche commerciali, allo scopo di assorbire il loro fondi liquidi, ed il ricavo è impiegato per l'acquisto di effetti detenuti nel portafoglio della Reichsbank, in modo da utilizzare al massimo grado le disponibilità del mercato.

La Golddiskontbank pratica in tale modo una forma indiretta di politica del mercato libero per conto della Reichsbank e l'ammontare dei suoi pagherò diretti in circolazione è il migliore indice delle condizioni del mercato a Berlino.

Il volume dei pagherò diretti in circolazione aumenta di pari passo colla liquidità del mercato. Le sue diminuzioni sono in stretta connessione con l'emissione di prestiti di consolidazione, i quali hanno raggiunto nel corso degli ultimi tre anni circa marchi 9500 milioni.

Cambiamenti fondamentali sono avvenuti nella struttura del mercato monetario di Berlino, specialmente a partire dal 1933: gli effetti a breve termine vanno divenendo sempre più il tipo caratteristico del credito, mentre i pre-

Golddiskontbank Pagherò diretti	1935	1936	1937	1938
	in milioni di marchi			
Gennaio . . .	—	629	700	498
Febbraio . . .	—	716	1.185	561
Marzo . . .	—	750	1.082	767
Aprile . . .	—	862	1.240	
Maggio . . .	202	655	1.141	
Giugno . . .	358	716	993	
Luglio . . .	546	396	906	
Agosto . . .	651	71	622	
Settembre . . .	495	30	512	
Ottobre . . .	492	406	604	
Novembre . . .	701	463	951	
Dicembre . . .	701	400	763	

stiti e le anticipazioni bancarie sono diminuiti fortemente. Questo fatto è rivelato dalle variazioni delle principali voci delle situazioni che pubblicano le grandi banche berlinesi:

Grandi banche di Berlino	1928	1932	1936	1937
	Fine d'anno — Milioni di marchi			
Totale del bilancio	12.298	8.803	7.653	8.071
Cassa	422	254	257	256
Effetti e assegni	2.579	1.221	2.069	2.620
Cambiali del Tesoro ecc.	152	479	442	407
Titoli	285	791	996	998
Prestiti e anticipazioni	4.910	4.382	3.132	3.012
Accettazioni garantite da merci.	1.419	901	193	190
Depositi (totale)	10.654	7.326	6.342	6.781

La riduzione del totale complessivo del bilancio da oltre 12.000 milioni di marchi nel 1928 a 8000 milioni nel 1937 è dovuta per la maggior parte all'eliminazione graduale di voci in conto estero. Se si tiene conto della diminuzione dei prezzi avvenuta nel 1928, sembra probabile che la differenza fra i crediti interni concessi allora ed al momento presente non sia così grande come appare a prima vista. Il portafoglio effetti delle grandi banche berlinesi è più che raddoppiato dal 1933, mentre il totale complessivo degli effetti detenuti dal sistema bancario si è, all'incirca, triplicato, le banche provinciali e statali insieme alle "Girozentralen" avendone assorbito una quantità proporzionalmente maggiore. Nel 1936, è aumentato il volume degli effetti a scadenza superiore ai 90 giorni abituali: gli effetti di questa natura che alla fine del 1935 entravano per 5% nel portafoglio delle cinque grandi banche berlinesi, passarono a 32% alla fine del 1936. Alla fine del 1937, questa percentuale è ridiscesa a 24 — in quanto veniva leggermente ridotto il volume assoluto degli effetti in questione, mentre il totale dei portafogli aumentava di 27 1/2%.

In Italia, il tasso ufficiale di sconto è rimasto invariato a 4 1/2%, ma una certa tensione si è risentita sul mercato libero, come lo mostra l'aumento del saggio privato di sconto a Milano per effetti commerciali a 4 mesi, salito da 4 1/2—5% in maggio, a 5—5 1/2% in giugno 1937. V'è stata maggiore domanda di credito da parte del commercio e dell'industria in generale ed il totale dei crediti concessi dalle banche, principalmente per scopi industriali e commerciali, è salito da lire 27.100 milioni in agosto 1936, a lire 29.800 milioni in giugno 1937. D'altra parte, i depositi fiduciari presso gli istituti di credito sono aumentati da lire 68.900 milioni alla fine del 1936 a lire 72.100 milioni alla fine del 1937, l'aumento netto dell'annata risultando così di lire 3200 milioni in

confronto a lire 7400 milioni durante il 1936. La relazione annuale della Banca d'Italia per il 1937 constata che "in tali condizioni, il denaro, che nei periodi di depressione si avvia di preferenza ai depositi bancari, tende a dirigersi verso gli investimenti diretti in azioni e obbligazioni industriali o in titoli di Stato. Infatti, nel 1937, mentre l'incremento dei depositi è stato meno accentuato che nell'anno precedente, si sono estese, come già si è detto, le emissioni di titoli privati e in pari tempo lo Stato ha collocato sul mercato un notevole ammontare di buoni del Tesoro." I fondi ottenuti dal Governo in questi ed in altri modi, hanno reso possibile di diminuire nel corso del 1937 di lire 2000 milioni le anticipazioni della Banca d'Italia allo Stato, scese così a lire 1000 milioni.

In altri paesi europei, le condizioni del mercato sono rimaste relativamente facili. Il saggio ufficiale di sconto in Finlandia, per esempio, fissato a 4%, non dà un'indicazione adeguata delle condizioni del mercato, che possono essere meglio comprese dal fatto che le banche commerciali da quattro anni e mezzo non ricorrono al risconto e ciò in un paese dove le banche sono normalmente sempre in debito verso la banca centrale (ed in alcuni momenti fortemente scoperte, in conseguenza dei movimenti stagionali assai marcati del commercio).

Anche fuori d'Europa, i tassi d'interesse a breve termine sono rimasti a livelli eccezionalmente bassi. Come si accennò nella relazione annuale dell'anno scorso, nessuna delle nuove banche centrali d'oltremare, e cioè quelle del Canada, della Nuova Zelanda, dell'India e dell'Argentina, ha ancora proceduto al risconto di effetti a favore delle rispettive banche affiliate, e questa assenza di operazioni è continuata anche nel 1937.

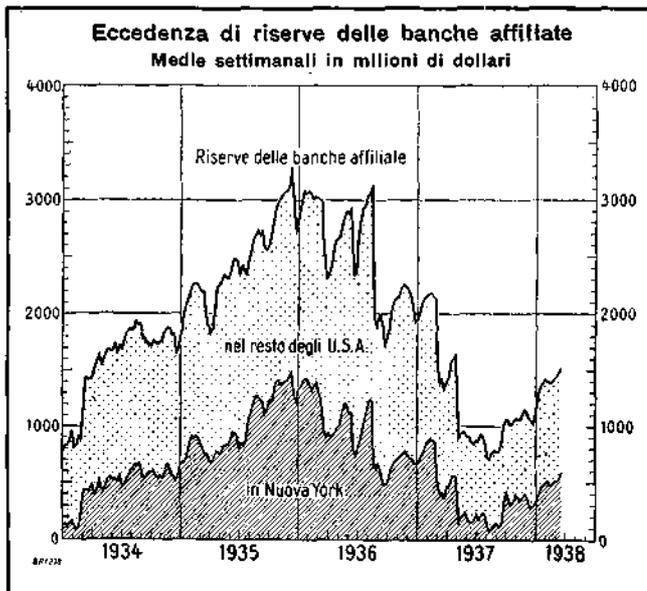
Negli Stati Uniti i tassi di sconto delle banche di Riserva Federale di Atlanta e Chicago vennero ridotti, il 21 agosto 1937, da 2 a $1\frac{1}{2}$ %; una settimana dopo, il tasso della Banca di Riserva Federale di Nuova York venne abbassato da $1\frac{1}{2}$ a 1%. Per quanto quest'ultima cifra rappresenti il tasso più basso che sia mai stato quotato da una banca centrale, la riduzione fu relativamente di scarsa importanza, in quanto il saggio per l'acquisto di accettazioni bancarie a 90 giorni, stabilito dalla Banca di Riserva Federale di Nuova York, che è quello che corrisponde meglio al tasso ufficiale di sconto europeo, è rimasto invariato a $\frac{1}{2}$ %, livello al quale era stato abbassato nell'ottobre 1933. Si era sperato, tuttavia, che la diminuzione del tasso di sconto delle banche di Riserva avrebbe indotto le banche affiliate, in caso di bisogno, a rivolgersi a quelle per prestiti, piuttosto che a vendere titoli. Per meglio comprendere il significato delle variazioni nel tasso di sconto nei vari distretti della Riserva Federale, avvenute nel 1937 (il 4 settembre i tassi in tutti i distretti scesero a $1\frac{1}{2}$ %) è necessario di esaminare la posizione del mercato di Nuova York. Le banche com-

merciali di questo centro sono molto più sensibili che non le banche situate all'interno del paese, all'influenza della politica del sistema di Riserva Federale (variazioni nel saggio di sconto, nelle prescrizioni di riserva ed operazioni di mercato libero) come pure ai movimenti di oro e alle operazioni della Tesoreria Federale. Per molti anni il complesso movimento di fondi verso e da Nuova York (che potrebbe essere definito il conto dei capitali nella bilancia dei pagamenti di Nuova York come centro finanziario) ha registrato in permanenza un saldo favorevole a Nuova York. Così, dal 1934 al 1936 le banche di Nuova York hanno visto costantemente aumentare le loro riserve in seguito alle importazioni di oro. Durante lo stesso periodo, si ebbero larghi ritiri di fondi da Nuova York, originanti dalle operazioni della Tesoreria federale. Nella fattispecie, i fondi che il Governo si era procurati a Nuova York, mediante emissioni di titoli, onde coprire il disavanzo del bilancio, venivano sborsati per la maggior parte in altre zone del paese, spostando così riserve da Nuova York alle banche provinciali. Ma questo movimento era parzialmente compensato dal rideposito delle eccedenze di riserve liquide effettuato dalle banche provinciali presso i loro corrispondenti di Nuova York. Dal 1934 al 1936, l'effetto risultante dei tre fattori anzidetti è stato costantemente l'aumento delle riserve delle banche di Nuova York. Nel 1937, invece, la bilancia dei pagamenti di Nuova York venne rovesciata per varie ragioni ed il suo saldo attivo si tramutò in un disavanzo netto nella prima metà dell'anno.

La politica di sterilizzazione dell'oro nel "Fondo inattivo", iniziata dalla Tesoreria nel dicembre 1936, invertì gli effetti della importazione di oro sulle riserve delle banche di Nuova York; i depositi presso le banche si accrebbero dell'ammontare dell'oro importato, ma nessun aumento derivò da questo afflusso ai loro saldi di riserva, in modo che, in realtà, le importazioni di oro produssero una pressione sulla percentuale di liquidità delle banche. Inoltre, l'aumento delle riserve obbligatorie di tutte le banche affiliate, che al 1° maggio 1937 raggiunse il doppio delle prescrizioni primitive, ebbe un duplice effetto sulle banche di Nuova York. In primo luogo, esso dette origine a forti ritiri di eccedenze di riserve precedentemente depositate a Nuova York dalle banche provinciali (nel primo semestre 1937 Nuova York perse quasi \$500 milioni di questi depositi interbancari). In secondo luogo, l'effetto diretto sulle banche di Nuova York fu maggiore che non su quelle situate in altre parti del paese, perchè i loro depositi a vista (a copertura dei quali si deve mantenere una riserva di 26%) oltrepassano il decuplo dei depositi vincolati, per i quali si richiede ovunque una riserva di soltanto 6%; in altre località importanti (Chicago e le città sedi di banche di Riserva) i depositi a vista rappresentano soltanto il doppio dei depositi vincolati, mentre in provincia i depositi vincolati giungono a superare il volume dei depositi a vista:

Depositi delle banche affiliate e prescrizioni di riserva Dicembre 1937	Depositi			Riserve prescritte
	a vista (saldo netto)	vincolati	totale	
	milioni di dollari			
Nuova York	8.866	770	9.636	2.351
Banche di Chicago e banche delle "Reserve cities"	10.062	4.974	15.036	2.425
Banche provinciali	4.932	5.696	10.628	1.032
Totale	23.860	11.440	35.300	5.808

Poichè le banche della città di Nuova York non conservano saldi importanti presso i corrispondenti, esse devono sopperire al ritiro di fondi coll'impiegare le proprie riserve, con la liquidazione di investimenti o indebitandosi. Durante il primo semestre 1937, esse fecero ricorso ad ognuno dei detti metodi. In maggio, giugno e luglio alcune banche si videro obbligate a ricorrere al credito delle Banche di Riserva, e verso la metà di agosto la situazione era divenuta particolarmente critica, poichè i saldi di riserva di tutte le banche di Nuova York eccedevano soltanto di 3 % l'ammontare prescritto (mentre all'inizio



dell'anno l'eccesso rappresentava 40 %). Nel frattempo, le banche continuarono lo smobilizzo dei loro investimenti, come più o meno avevano fatto sino dalla metà del 1936 e nel settembre 1937; il loro portafoglio di titoli di Stato era sceso al disotto di \$2800 milioni, il più basso livello a cui fosse giunto dalle metà del 1934.

Un certo sollievo fu arrecato al mercato di Nuova York, in differenti ma-

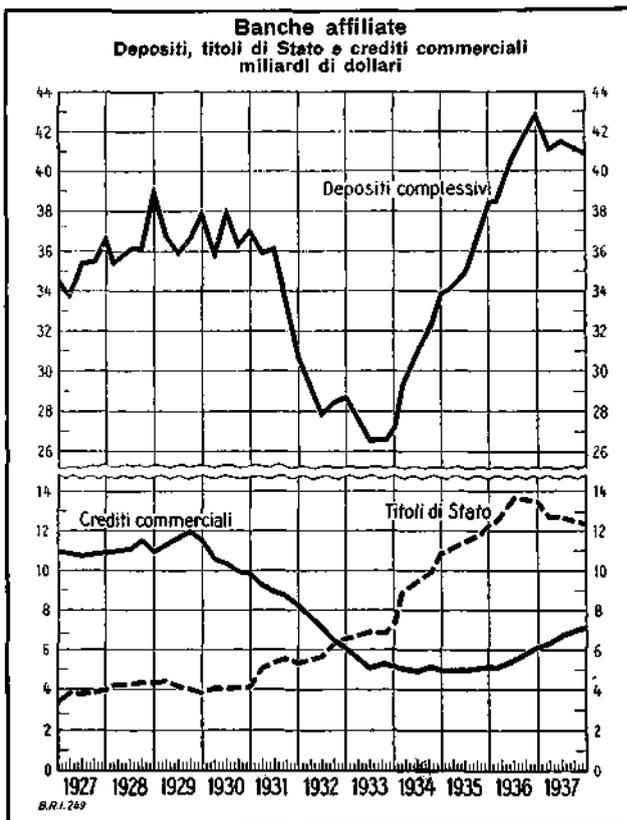
niera, nella seconda metà dell'anno. La Tesoreria federale, cessò, in complesso, di procurarsi denaro fresco mediante nuovi prestiti, dato che il disavanzo residuo del bilancio era coperto, in gran parte, dalle disponibilità che si accumulavano nella Cassa per le pensioni ed in quella per la disoccupazione (v. tabella alla pagina 103). Inoltre, si cercò di diminuire l'efflusso autunnale di fondi da Nuova York verso l'interno, richiesto dal finanziamento dei raccolti. Come fu detto in un comunicato del Consiglio dei Governatori, la ragione che indusse a

ridurre i tassi di sconto delle banche di Riserva Federale di Atlanta e Chicago, fu che "... la riduzione del tasso di sconto nei due grandi distretti agricoli di Atlanta e Chicago dovrebbe aiutare le banche affiliate ad utilizzare il credito disponibile direttamente in tali distretti, per far fronte alle necessità bancarie in relazione ai raccolti agricoli e ai bisogni degli affari . . ."

Di maggiore importanza furono, tuttavia, la liberazione nel settembre 1937 di \$300 milioni di oro sterilizzato, cifra corrispondente all'ingrosso al bisogno di contanti della banche, derivante dall'aumento dei depositi in seguito alle importazioni di oro segregato nel "Fondo inattivo", e l'acquisto di \$38 milioni di titoli di Stato, effettuato dalle banche di Riserva nel novembre 1937 (\$95 milioni erano già stati acquistati nell'aprile 1937 durante il passaggio alle prescrizioni di riserva più elevate). In confronto agli importanti provvedimenti di sterilizzazione e di contrazione consistenti nella diminuzione per \$3000 milioni delle eccedenze di riserve e nella segregazione di \$1400 milioni di oro nel "Fondo inattivo", la concessione effettuata nell'autunno 1937, equivalente a meno di 10% degli importi neutralizzati in precedenza, sembra assai moderata.

Già in ottobre si avvertì un miglioramento nella situazione, le eccedenze di riserve delle banche di Nuova York raggiungendo \$400 milioni; il regresso nella attività economica cagionò un riafflusso di contanti ed un declino del volume

dei crediti commerciali, dovuto probabilmente allo smaltimento delle scorte di magazzino, e la caduta delle quotazioni in borsa provocò il rimborso dei prestiti agli agenti di cambio. Alcuni fondi presso banche di provincia ritornarono a Nuova York ed in novembre i portafogli titoli delle banche di Nuova York tornarono a gonfiarsi dopo il lungo periodo di liquidazione. Nel febbraio 1938, venne deciso un nuovo provvedimento per alleggerire la situazione creditizia, colla desterilizzazione dell'oro affluente alle autorità monetarie sino ad un massimo di \$100 milioni per trimestre.



Con la susseguente decisione, presa nell'aprile 1938, citata a pagina 64, si abbandonò completamente la politica di sterilizzazione dell'oro e si diminuì il minimo legale delle riserve delle banche affiliate. Le eccedenze di riserve di tutte le banche affiliate si elevarono immediatamente a \$2500 milioni in aprile 1938, e, quando la liberazione dell'oro avrà avuto il suo pieno effetto, si stima che esse raggiungeranno \$3800 milioni, cioè saranno assai superiori ai massimi avuti nel 1935-36.

L'attuale programma espansionista va considerato in relazione agli avvenimenti del 1937, per cui i depositi totali delle banche affiliate (esclusi i depositi interbancari) diminuirono leggermente, dopo essere rapidamente aumentati nei tre anni precedenti. L'arresto nell'accrescimento dei depositi bancari registrato allora, fu dovuto in gran parte alla diminuzione di \$1850 milioni (per la prima volta dal 1929) nell'ammontare totale dei titoli di Stato ed altri detenuti da tutte le banche affiliate, in quanto l'acquisto di titoli di Stato, durante i tre anni precedenti, era stato la causa principale del rapido accrescimento dei depositi.

I tassi d'interesse nel mercato libero segnarono una leggera tensione nel 1937, particolarmente all'inizio dell'annata, ma rimasero, ciononostante, assai bassi.

Tassi d'interesse del mercato libero a Nuova York.

Anni	Media annuale in %		
	Foglio commerciale a 4-6 mesi	Accettazioni bancaria a 90 giorni	Prestiti borsistici rimborsabili su domanda
1935	0,76	0,13	0,56
1936	0,75	0,15	0,91
1937	0,95	0,43	1,00

Una causa del basso livello dei saggi è stata la scarsità degli impieghi in confronto all'aumentato volume di fondi disponibili per investimenti a breve termine. La tabella a fianco mostra i fondi disponibili per gli investimenti complessivi a breve termine.

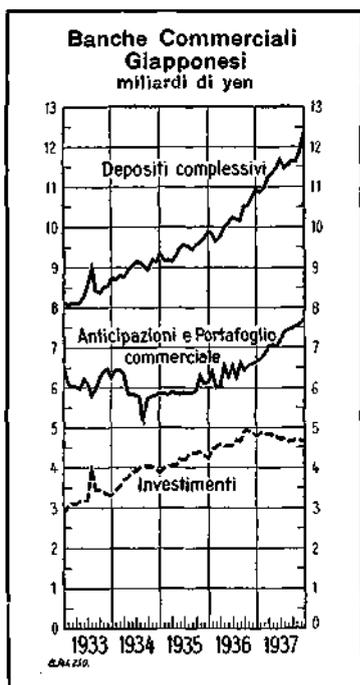
Investimenti a breve termine negli Stati Uniti.

Cifre di fine d'anno in milioni di \$	1928	1937
Biglietti a breve termine del Governo	2.817	10.547
Certificati degli	2.045	—
Buoni Stati Uniti	—	1.952
Totale	4.862	12.499
Foglio commerciale	383	279
Accettazioni bancarie	1.284	343
Prestiti giornalieri alla Borsa	6.440	688
Totale generale	12.969	13.809

Il totale è, invero, aumentato leggermente da circa \$13.000 milioni a \$13.800 milioni, ma la sua composizione si è grandemente modificata, poichè ora predominano i titoli governativi, mentre

i prestiti giornalieri si sono ridotti a poco più di un decimo del loro antico volume.

La posizione creditizia del Giappone, come quella di parecchi altri paesi è stata dominata, nel corso degli anni recenti, dai prestiti governativi per coprire i deficit, assorbiti, in gran parte, dalle banche. In seguito all'attività industriale più marcata ed all'aumento dei prezzi nel 1936, le banche aumentarono notevolmente i loro prestiti industriali e di altro genere, e cominciarono contemporaneamente a ridurre i loro portafogli di titoli governativi. Il grafico mostra i cambiamenti avvenuti nel bilancio sintetico delle banche commerciali giapponesi.



Nella metà del 1937, s'ebbe l'incidente nella Cina del nord seguito dallo scoppio d'ostilità. Poco dopo, il Governo giapponese pubblicò il suo progetto di bilancio che comprendeva importanti crediti per spese militari da finanziarsi con l'emissione di obbligazioni. Una certa tensione si manifestò sul mercato ed il tasso dei prestiti giornalieri si innalzò bruscamente. La Banca del Giappone, d'accordo col Governo, intraprese una serie di misure aventi carattere d'urgenza. Il saggio della Banca per le anticipazioni e gli sconti garantiti da titoli governativi venne abbassato a 3,29% — rendendolo così uguale al tasso per i risconti di effetti commerciali (rimasto invariato).

Poichè le banche di Tokio si procurano fondi in tali maniere piuttosto che col risconto di effetti, il risultato fu quasi uguale a quello di una diminuzione del tasso ufficiale di sconto e rese più facile l'assorbimento delle nuove emissioni governative. In agosto la Banca

Tassi % della Banca del Giappone

Data delle variazioni	Risconto degli effetti commerciali	Prestiti e sconti con garanzia di buoni del tesoro	Prestiti e sconti con altre garanzie
1931, 5 novembre . . .	6,57	6,94	7,30
1932, 12 marzo	5,84	6,21	6,57
8 giugno	5,11	5,48	5,84
18 agosto	4,38	4,75	5,11
1933, 3 luglio	3,65	4,02	4,38
1936, 7 aprile	3,29	3,65	4,02
1937, 15 luglio	3,29	3,29	4,02
1938, 12 marzo	3,29	3,29	3,46

effettuò alcuni acquisti di titoli governativi sul mercato libero ed inoltre concesse crediti attraverso la Banca Industriale del Giappone. Il 25 agosto la riserva aurea fu rivalutata ed una parte della plusvalenza impiegata nella sottoscrizione di emissioni governative. In seguito a tali provvedimenti il mercato migliorò nel settembre, e nell'ottobre i tassi dei prestiti giornalieri raggiunsero il più basso livello dei quattro ultimi anni. Nel marzo 1938, la Banca del Giappone diminuì altresì il tasso per i prestiti e sconti garantiti da titoli diversi dai buoni di Stato.

Dopo lo scoppio delle ostilità nell'agosto 1937, vennero imposte in Cina alcune restrizioni bancarie, prima a Sciangai e poi in altri centri finanziari. Cessata la moratoria bancaria, i ritiri vennero limitati ad una piccola percentuale dei depositi. I mezzi liquidi vennero così in gran parte immobilizzati e si creò una artificiosa rarefazione di circolante. Si permisero però le operazioni che comportavano variazioni nei titolari dei depositi, dimodochè si ebbero due tipi di monete, da un lato i biglietti delle banche controllate dal governo, impiegabili per qualsiasi scopo, dall'altro lato le disponibilità di "compensazione", ossia saldi bancari con limitata facoltà di uso (indicati col nome cinese "Wei-wah"). Tali provvedimenti, per quanto comportassero molte difficoltà per gli affari che in numero limitato venivano ancora trattati in zona di guerra (in particolare in seguito all'apparizione di un disaggio sulla moneta di "compensazione") si dimostrarono utili come base per altre misure tendenti a proteggere il valore del dollaro cinese sul mercato dei cambi. Complessivamente, la condotta di una guerra assai estesa in Oriente ha avuto finora sui sistemi creditizi dei paesi belligeranti effetti meno importanti di quelli che si sarebbero immaginati.

La ripresa degli anni precedenti culminò in primavera in un rialzo speculativo, seguito da un periodo di incertezza nell'estate e da un regresso nell'inverno, e, durante tutto il periodo, numerosi saggi ufficiali di sconto (e perfino dei saggi privati) non diedero segni di reazione ai cambiamenti nelle condizioni degli affari. L'immobilità di alcuni saggi ufficiali è messa chiaramente

in rilievo dalla tabella a fianco.

Saggi di sconto di banche centrali

Paesi	Tasso ufficiale di sconto	Ultima variazione	Numero dei mesi d'invarianza (fino al marzo 1938)
Inghilterra	2	giugno 1932	69
Germania	4	sett. 1932	66
Svezia	2½	dic. 1933	52
Finlandia	4	dic. 1934	40
Romania	4½	dic. 1934	40
Jugoslavia	5	febr. 1935	38

In parte il mantenimento di tassi relativamente bassi riflette un cambiamento nella tendenza a lungo termine del livello generale del saggio d'interesse, quale viene determinato dal-

l'offerta e dalla domanda di capitali. Anche durante il periodo di maggiore attività industriale, nell'inverno del 1936—1937, gli investimenti privati in numerosi paesi non raggiunsero mai un'importanza comparabile a quella raggiunta, per esempio, nel 1927—28. I paesi creditori dispongono di riserve monetarie importanti e continuamente crescenti, mentre le occasioni per i prestiti esteri sono relativamente rare. I loro mercati si distinguono, di regola, per un vasto volume di fondi in cerca di impiego a breve termine e nello stesso tempo per una diminuzione nel volume degli effetti commerciali e degli altri valori adatti a tale forma d'investimento. Benchè nei primi mesi del 1937 siano affiorate alcune tendenze alla speculazione, favorite dalla abbondanza del denaro a buon mercato, la prudenza di cui dettero prova le banche, anzi, il pubblico stesso — per effetto di timori ed apprensioni — rese meno urgente l'avvisare a provvedimenti che, in ogni modo, avrebbero contrastato colla politica del denaro a buon mercato.

2. MERCATO DEI CAPITALI A LUNGO TERMINE.

Mentre durante il 1937 sono avvenute poche variazioni nel costo del credito a breve termine, si sono invece registrate fluttuazioni importanti nei saggi dell'interesse a lunga scadenza, in quanto rappresentati dal rendimento dei titoli di Stato a lunga scadenza. All'ingrosso, l'anno può dividersi in due periodi: durante il primo, il livello dell'interesse mostrò una netta tendenza al rialzo; nel secondo, il movimento si invertì e le quotazioni dei titoli di Stato ebbero tendenza al rialzo. Nel primo semestre gli investimenti in titoli di Stato subirono la concorrenza della crescente domanda di capitale da parte dell'economia, mentre nel secondo il regresso economico, originato negli Stati Uniti ed estesosi ad altri paesi, fece sì che avvenisse un certo trasferimento di capitali dai titoli industriali a quelli di Stato.

Queste osservazioni hanno soltanto carattere generico e si applicano in differente misura ai differenti paesi. Per tratteggiare un quadro chiaro degli avvenimenti dell'anno, è necessario di procedere ad un esame dettagliato dei più importanti mercati di capitali i cui sviluppi furono di speciale interesse.

Il forte ribasso registrato dalle quotazioni dei titoli governativi degli Stati Uniti, nel primo trimestre del 1937, è chiaramente segnalato dall'esempio indicato nel grafico che segue. Il rendimento medio delle obbligazioni governative (secondo la Standard Statistics Co.) aumentò da 2,27% in dicembre 1936 a 2,67% in settembre 1937, scendendo di nuovo a 2,54% nell'ultimo mese dell'anno. I due



più importanti fattori che influenzarono il mercato furono l'interruzione degli acquisti, che da qualche anno le banche americane andavano effettuando ininterrottamente e l'aumento dei fondi di riserva delle assicurazioni sociali, cercanti impiego in titoli statali.

La tabella seguente indica le variazioni semestrali di alcuni importanti portafogli di titoli di Stato degli Stati Uniti:

Milioni di \$	Banche affiliate			Banche di Riserva Federale	Casse di previdenza per la disoccupazione e la vecchiaia
	Nuova York	Altre	Totale		
1936, gennaio—giugno	+ 937	+ 465	+1.402	—	+ 19
luglio—dicembre	- 554	+ 428	- 126	—	+ 45
1937, gennaio—giugno	- 579	- 277	- 856	+ 96	+ 516
luglio—dicembre	- 35	- 283	- 318	+ 38	+ 559

La vendite di titoli di Stato da parte delle banche, in gran parte provocate dall'aumento delle prescrizioni legali sulle riserve, s'iniziarono presso le banche di Nuova York nella seconda metà del 1936 e si estesero soltanto nel corso del 1937 alle altre banche. D'altra parte, le banche di Nuova York cessarono tali vendite nell'autunno del 1937, aumentando, anzi, i loro portafogli durante gli ultimi mesi dell'anno, mentre le altre banche continuavano ad alleggerirsi.

Gli acquisti delle banche di Riserva Federale, durante il 1937, sono stati relativamente ristretti e furono intrapresi unicamente per favorire il mercato in momenti critici. Si è avuto, cionondimeno, un cambiamento interessante nella distribuzione delle scadenze, poichè le banche della Riserva hanno alleggerito i loro portafogli dei titoli a breve scadenza, sostituendoli con obbligazioni con scadenza a cinque anni o superiore.

L'aumento dei titoli di Stato di proprietà della Cassa per le pensioni di vecchiaia e della Cassa per la disoccupazione, non dipende da acquisti sul mercato. I contributi previdenziali vengono corrisposti alla Tesoreria federale che li considera come entrate in contanti, emettendo in contropartita obbligazioni "speciali". L'effetto del rapido accumularsi dei fondi di riserva è messo in

evidenza nella tabella seguente che indica le emissioni speciali per queste ed altre Casse, l'influenza sulla posizione della Tesoreria federale della corrisposizione del premio ai veterani, ed il movimento di altri esborsi netti in contanti.

Stati Uniti — Situazione di Cassa della Tesoreria.

Cifre trimestrali in milioni di \$	Aumenti nelle "emissioni speciali"				Obbligazioni per premio ai veterani	Totale delle emissioni speciali e per il premio ai veterani	Saldo netto delle entrate (+) ed uscite (-) in contanti	Ricorso al mercato per nuovi mezzi ¹⁾
	Pensioni di vecchiaia	Cassa per la disoccupazione	Altre casse	Totale				
1936, 1° trim.	—	+ 7	- 2	+ 5	—	+ 5	- 244	239
2° "	—	+ 12	- 120	- 108	+ 945	+ 837	- 2.504	1.667
3° "	—	+ 15	- 15	0	- 433	- 433	- 548	981
4° "	—	+ 30	- 25	+ 5	- 60	- 55	- 856	911
1937, 1° "	+ 135	+ 124	- 85	+ 174	- 33	+ 141	- 402	261
2° "	+ 132	+ 125	+ 495	+ 752	- 29	+ 723	- 969	246
3° "	+ 123	+ 146	+ 78	+ 347	- 25	+ 322	- 144	- 178 ²⁾
4° "	+ 123	+ 167	+ 32	+ 322	- 18	+ 304	- 291	- 13 ²⁾
1938, 1° "	+ 123	+ 119	+ 50	+ 292	- 13	+ 279	- 110	- 169 ²⁾

¹⁾ Cioè finanziamento per altra via, incluse le vendite di obbligazioni a risparmio degli S. U.

²⁾ Rimborsi netti.

L'afflusso di fondi, specialmente di quelli destinati alla Cassa per le pensioni di vecchiaia ed alla Cassa per la disoccupazione, ha superato le uscite nette in contanti durante gli ultimi due trimestri del 1937 ed il primo trimestre di 1938, cosicchè non è stato necessario, in complesso, ricorrere al mercato per nuovi mezzi. Durante l'anno fiscale 1938/39, si ritiene che la Tesoreria riceverà oltre \$1000 milioni da investire per conto dei due fondi sopra indicati.

Al posto del Governo come prenditore di danaro non sono subentrate sul mercato, come era lecito sperare, società private in cerca i capitali: anzi, le

Stati Uniti — Emissioni per conto nazionale

Milioni di \$ per trimestre	Emissioni nette da parte del governo *	Altre nuove emissioni per conto nazionale
1936, 1° trim.	239	351
2° "	1.667	504
3° "	981	497
4° "	911	597
1937, 1° trim.	261	619
2° "	246	669
3° "	(-178)	479
4° "	(- 13)	309

* Corrispondono all'ultima colonna della tabella precedente.

emissioni per conto nazionale diminuirono nettamente durante la seconda metà dell'anno.

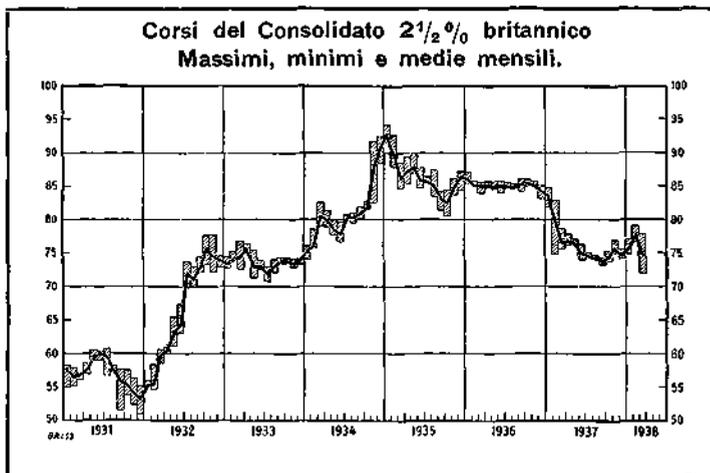
Il totale delle nuove emissioni per conto nazionale, effettuate durante l'anno (ad eccezione delle emissioni governative) ha raggiunto \$2076 milioni, cifra che si può confrontare con la media annuale del pe-

periodo 1924—1928, la quale raggiungeva \$5580 milioni. I mezzi per nuovi investimenti nell'industria possono naturalmente essere ottenuti da altre fonti all'infuori del mercato dei capitali: per esempio, la U. S. Steel Corporation ha speso, durante gli anni 1933—37, \$250 milioni, per restauri e nuove costruzioni, di cui approssimativamente \$225 milioni tratti dai mezzi propri della compagnia stessa. La tassa sui profitti non ripartiti, prevista nella legge finanziaria del 1936, ha però reso più costoso tale reimpiego di profitti, il quale, pertanto, è diminuito di volume.

Il mercato dei titoli di Stato britannici ha subito l'influenza di fattori simili a quelli descritti per Nuova York, ma con minore intensità. Le banche ridussero i loro investimenti, nel corso del 1937, di circa £24 milioni, ossia di quasi 4% del volume complessivo dei loro portafogli all'inizio dell'anno; ciò si può comparare con le vendite effettuate dalle banche americane elevatisi a \$1175 milioni (£235 milioni), cioè 8½% del complesso dei loro portafogli. Le vendite londinesi furono dovute, in gran parte, all'aumentata domanda di crediti alla banche mentre restavano invariate le loro riserve in contanti e diminuivano i portafogli di effetti. Il mercato fu aiutato dal continuo aumento delle somme che si trovarono a dovere investire le poste, le casse di risparmio, le casse di assicurazione contro le malattie e contro la disoccupazione, ed altre istituzioni simili, gestite dalle pubbliche amministrazioni. Gli investimenti totali di tali istituzioni in titoli di Stato o garantiti dallo Stato si elevavano, all'inizio del 1937 a circa £800 milioni, cioè superavano di circa 25% gli investimenti totali

delle banche affiliate alla stanza di compensazione.

Un altro fattore fu costituito dai primi prestiti governativi per il riarmo; le emissioni nette non furono, però, importanti. Nell'aprile 1937 si lanciarono £100 milioni di obbligazioni 2½% per la Difesa Nazionale



1944—48, ma nel febbraio 1937 si procedette al rimborso di circa £30 milioni di buoni del Tesoro. Come mostra il grafico, il corso del consolidato (buon indice delle condizioni del mercato) andò declinando fino all'ultimo trimestre dell'anno, quando il rallentamento degli affari risvegliò di nuovo l'interesse per i titoli di Stato. Malgrado il miglioramento seguitone, il rendimento del consolidato è aumentato

in definitiva da una media di 2,96 % in dicembre 1936, a 3,35 % in dicembre 1937. In quest'ultimo mese il prestito di guerra 3½ % ha di nuovo superato la pari, ossia il prezzo al quale si iniziarono le operazioni dopo la grande conversione del 1932. Il cambiamento prodottosi a partire dal 1935 nelle condizioni per i prestiti municipali è bene illustrato dagli estremi di due emissioni del Consiglio della Contea di Londra:

Data	Ammon- tare in milioni	Tasso % ₀	Prezzo di emis- sione	Sca- denza
Gennaio 1935	£ 10	2¾	100	1960—70
Giugno 1937	£ 10	3½	100½	1952—62

Le condizioni più onerose ed una scadenza più breve non assicurarono al secondo prestito la buona accoglienza registrata dal primo, poiché 89 % del prestito dovettero essere assorbiti dal consorzio

delle banche promotrici.

Onde evitare un affollamento del mercato, le emissioni di capitale nuovo dei municipii e degli enti pubblici (come quelle citate sopra) vengono controllate dalla Banca d'Inghilterra. Soltanto le industrie nazionali necessitanti capitale nuovo possono effettuare emissioni nella maniera ed al momento che ritengono più opportuno. Ma in presenza della tendenza crescente del saggio d'interesse a lunga scadenza e della debolezza del mercato azionario, accentuate nell'ultima parte dell'anno, le nuove emissioni, come quelle negli Stati Uniti, diminuirono bruscamente.

Emissioni inglesi di capitali

Milioni di £ per trimestre	Emissioni industriali interne
1936, 1° trimestre	51
2° " "	39
3° " "	26
4° " "	50
1937, 1° trimestre	51
2° " "	27
3° " "	16
4° " "	20

Il totale delle emissioni nazionali, comprese quelle introdotte direttamente in borsa (ad eccezione però delle emissioni governative) diminuì da £388 milioni nel 1936 a £244 milioni nel 1937. Le conversioni diminuirono pure durante l'anno, registrandosene soltanto £12 milioni per conto industriale di fronte a £30 milioni nel 1936 e £45 milioni nel 1935.

Caratteristico del mercato obbligazionario tedesco è stato il progresso fatto dal programma di consolidamento del debito fluttuante — ovvero, da un altro pun-

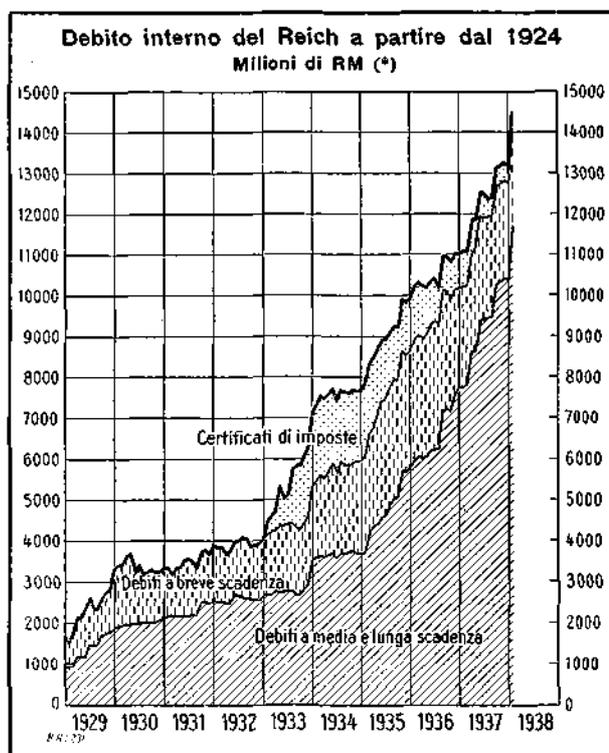
di vista, il ricorso al mercato dei capitali piuttosto che a quello del mercato monetario per la copertura dei bisogni correnti del bilancio: Tutti i prestiti emessi nel 1937 fruttano interesse a 4,5 % e sono stati emessi a 98¾. È stato tuttavia possibile di aumentare man mano le scadenze dei prestiti, ed un'ulteriore emissione di RM. 1000 milioni, 4,5 %, effettuata nell'aprile 1938, anch'essa

Prestiti del Reich nel 1937.

Milioni di marchi	Annunciati	Sottoscritti ed emessi	Scadenza
1937, Marzo	500	700	7-12 anni
Maggio	600	800	10-15 »
Agosto	700	850	10-15 »
Dicembre	1.000	1.200	13-18 »

a breve termine per circa marchi 9500 milioni (compreso il prestito emesso nell'aprile 1938.)

Gli effetti di questi consolidamenti sulle cifre del debito interno del Reich pubblicate (escluse le tratte di lavoro e altri effetti speciali) sono illustrati nel grafico. Il Presidente della Reichsbank, nel discorso tenuto all'Assemblea generale del marzo 1938, spiegò



(*) Comprendente soltanto i debiti d'origine posteriore al 1924.

come l'aumento nei debiti del Reich sia stato bilanciato da una diminuzione dell'indebitamento privato, cosicchè più che un aumento del debito complessivo del paese, si è prodotto uno spostamento dai portafogli privati a quelli degli enti pubblici. I limiti, oltre i quali non potevasi estendere l'indebitamento governativo sono costituiti, dal punto di vista delle finanze pubbliche, dal livello oltre il quale il servizio degli interessi e dell'ammortamento non può più farsi — dal punto di vista monetario, dal livello oltre il quale i bisogni governativi di credito a breve termine non trovano più copertura sul mercato monetario, e rendono necessario il ricorso alla stampa di banconote. Questi limiti non erano stati dimenticati nel passato e saranno tenuti di vista nel futuro. Inoltre, il miglioramento della situazione economica della Germania rese possibile l'abbandono del finanziamento intermedio per mezzo di effetti speciali (Sonderwechsel), perchè i fondi necessari, se non pre-

a $98\frac{3}{4}$, raggiungeva i 15-20 anni. Inoltre, ogni prestito è stato più che coperto malgrado se ne aumentasse gradatamente l'ordine di grandezza. Dall'inizio del programma, nel 1935, sono stati consolidati debiti del Reich

oltre il quale i bisogni governativi di credito a breve termine non trovano più coperta

visti nelle entrate normali del bilancio*, possono venire trovati direttamente sul mercato, coll'emissione di certificati del Tesoro e prestiti obbligazionari del Reich. I certificati del Tesoro (che, a differenza degli effetti speciali, non sono riscontabili presso la Reichsbank) non saranno emessi in misura eccedente l'ammontare che potrà essere consolidato a scadenza senza difficoltà.

Questo sistema di coprire i bisogni correnti con prestiti a lungo termine, consolidando d'altra parte gradatamente l'importante quantità di effetti speciali in circolazione, conferisce un rilievo particolare all'importanza del risparmio in Germania. Un quadro parziale viene dato dalle cifre delle Casse di risparmio.

Casse di risparmio tedesche.

Milioni di marchi	Depositi netti	Interessi cumulati	Aumento totale registrato nell'anno	Depositi complessivi alla fine dell'anno
1934	241	463	704	12.814
1935	503	502	1.005	13.819
1936	309	487	796	14.615
1937	861	574	1.435	16.050

Inoltre, i risparmi costituiti con i premi delle assicurazioni sulla vita e la non distribuzione dei sopraprofitto delle società industriali, sono stati considerevoli (la legge sull'"Anleihestock" che limita la distribuzione dei

dividendi per le Compagnie per azioni e incoraggia il reimpiego degli utili, è stata prorogata nel dicembre 1937 per un ulteriore triennio). Queste ed altre fonti fornirono la somma di risparmi necessari per sottoscrivere le emissioni dei prestiti di consolidazione del Reich; dalla metà del 1936, la rigida canalizzazione del risparmio verso le emissioni del Reich è stata alquanto rallentata, per favorire speciali bisogni di capitali connessi alla esecuzione del secondo Piano quadriennale.

In Italia, le quotazioni dei titoli di Stato mostrarono una certa tendenza al ribasso nella prima metà dell'annata, raggiungendo il punto più basso in luglio, dopodichè si notò un certo miglioramento. Nel 1937, la quotazione media della rendita $3\frac{1}{2}\%$ 1906, per esempio, è stata di 73,75 contro 74,77 nel 1936 e 86,72 nel 1934. È interessante notare l'incremento del finanziamento industriale come mostrano le statistiche relative alle società per azioni.

Le compagnie di navigazione subirono liquidazioni per lire 1000 milioni, compensate però da un aumento correlativo dei capitali di società della stessa categoria. Lire 1.800 milioni di capitali di nuove società fondate durante l'anno provennero da due emissioni di obbligazioni $4,5\%$ a 20 anni, di lire 900 milioni ciascuna, effettuate sotto gli auspici dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale, reso permanente con funzioni più vaste. La prima emissione servì a creare

* Il gettito delle imposte e delle dogane del Reich si elevavano a marchi 9.022 milioni nell'anno finanziario terminato il 31 marzo 1929: diminuì a marchi 6.647 milioni nel 1932/33 e marchi 6.846 milioni nel 1933/34, risalendo a marchi 11.553 milioni nel 1936/37 e per l'annata testè terminata può stimarsi a poco meno di marchi 14.000 milioni.

Capitali delle Società italiane per azioni

Milioni di lire	Capitale di nuove società	Aumenti di capitale	Riduzioni di capitale	Liquidazioni di società	Aumento netto (+) o riduzione (-) di capitale
1934	414	3.134	3.664	3.347	- 3.463
1935	311	2.787	1.811	1.512	- 225
1936	354	2.608	1.327	925	+ 710
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890

una Compagnia finanziaria marittima (Finmar) destinata a completare la riorganizzazione della marina mercantile italiana: la seconda alla Compagnia finanziaria per la siderurgia (Finsider), creata per acquistare partecipazioni nelle società siderurgiche, per provvedere alla loro coordinazione tecnica e per concedere loro assistenza finanziaria.

Si prevedono numerosi aumenti di capitale nel 1938. Il recente decreto che stabilisce una tassa del 10% sul capitale delle società per azioni autorizza, fra l'altro, le società ad emettere nuove azioni per l'ammontare necessario al pagamento della tassa, permettendo allo stesso tempo la distribuzione di due azioni gratuite per ogni azione nuova a pagamento.

Il mercato parigino è stato caratterizzato nel 1937, come negli anni precedenti, dalle emissioni del Tesoro francese. La tabella alla pagina seguente, ricavata dalle statistiche del Tesoro, mostra sotto quali forme venne eseguito questo finanziamento durante gli ultimi due anni.

La tabella non comprende tutte le risorse del Tesoro poichè, fra l'altro, non comprende l'entrata eccezionale di franchi francesi 7.650 milioni derivante dalla rivalutazione della riserva aurea della Banca di Francia, effettuata nel 1936. (Per questa e per altre ragioni vi sono, ad esempio, discordanze fra i prestiti ottenuti dalla Banca di Francia indicati nella tabella e le anticipazioni allo Stato quali appaiono nella situazione della Banca, ma tali differenze non hanno influenza sul quadro generale). Una delle ragioni dell'aumento dell'indebitamento nel 1937 è stata la necessità di far fronte alla scadenza di buoni del Tesoro speciali a 6 mesi e a un anno per un ammontare di franchi 4.100 milioni, emessi nel 1936 e quella di buoni del Tesoro 1934 $4\frac{1}{2}$ % per un ammontare di franchi 5.400 milioni. Durante il 1937 si è notata una certa tendenza a contrarre prestiti a più lunga scadenza e fra questi il più importante è stato quello di franchi 8000 milioni contratto nel marzo 1937 sotto forma di rendita $4\frac{1}{2}$ % con speciali condizioni per il pagamento dell'interesse e del capitale, tra cui la garanzia del cambio in sterline o in dollari al livello esistente all'incirca al momento della sottoscrizione.

Indebitamento netto del Tesoro Francese.

In milioni di franchi	1936	1937
Prestiti diretti		
Banca di Francia	+ 19.448	+ 12.471
Cassa Depositi e Prestiti	+ 802	+ 667
Totale	+ 20.250	+ 13.138
Emissioni sul mercato		
A breve termine: Buoni ordinari del Tesoro	- 9.537	+ 530
Buoni speciali del Tesoro (fino ad un anno)	+ 4.455	+ 1.890
Cassa delle pensioni di guerra (buoni ad un anno)	-	+ 2.648
Totale	- 5.082	+ 1.288
A medio termine: Buoni speciali del Tesoro (da 2 a 10 anni)	+ 2.000	+ 570
Buoni della Difesa Nazionale (da 3 a 9 anni)	-	+ 5.360
Totale	+ 2.000	+ 5.930
A lungo termine: Buoni 5% a 30 anni	+ 800	-
Rendite 4½% a 60 anni	-	+ 8.000
Totale	+ 800	+ 8.000
Varie	- 1.369	+ 800
Totale complessivo	+ 16.599	+ 29.156

Una parte delle plusvalenze derivanti dalla rivalutazione della riserva aurea della Banca di Francia, avvenuta nel luglio 1937, venne destinata ad un fondo di franchi 6.800 milioni avente lo scopo di sostenere il mercato dei titoli di Stato. Ciò malgrado, i saggi delle emissioni governative sono rimasti ad un alto livello. Ad esempio, l'emissione nel dicembre 1937 di buoni del Tesoro 5% a tre, sei e nove anni, per poco più di franchi 3000 milioni, è stata fatta a condizioni tali che, tenendo conto del premio di rimborso, ne è risultato un rendimento effettivo di 6¾%.

Le emissioni private hanno, durante il 1937, superato quelle dell'anno precedente, specialmente nell'ultimo trimestre — il totale dell'anno è aumentato da franchi 1127 milioni nel 1936 a franchi 2550 milioni nel 1937. Il rendimento (semi-netto) dei titoli privati di nuova emissione ha raggiunto il suo più basso livello nel giugno a 6,3%, elevandosi ad un massimo di 7,9% nel novembre 1937. Questi alti tassi d'interesse trovano un parallelo nelle quotazioni dei titoli industriali, rimaste depresse durante tutta l'anno. È tuttavia significativo che, mentre negli anni precedenti si è registrata una eccedenza netta di ritiri dalla cassa nazionale di risparmio e dalle altre casse di risparmio, elevantesi per

l'anno 1936 a oltre franchi 5000 milioni, nel 1937 invece si sia avuto una eccedenza netta di depositi di circa franchi 600 milioni.

Anche nel Giappone il mercato dei capitali è stato dominato negli ultimi anni da importanti prestiti governativi, col risultato che il debito pubblico interno è raddoppiato fra il 1931 e il 1936, mentre il debito esterno si riduceva per via dell'ammortamento normale.

Indebitamento obbligazionario del Governo
Giapponese.

Alla fine dell'anno in milioni di yen	Interno	Esterno	Totale
1931	4.525	1.477	6.003
1932	5.150	1.398	6.549
1933	6.400	1.421	7.821
1934	7.243	1.408	8.651
1935	8.208	1.373	9.581
1936	9.072	1.323	10.395
1937	10.585	1.308	11.893

Il debito interno è quasi per intero consolidato; soltanto un ammontare relativamente ristretto di buoni per l'acquisto di riso trovasi in circolazione. Nel corso del 1936 e durante la prima parte del 1937, l'emissione di nuove obbligazioni statali interne ha continuato a decrescere, ma in seguito alla guerra in Cina il totale del bilancio aumentò

grandemente e per quanto si accrescesse contemporaneamente anche la pressione tributaria, è stato necessario nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno di emettere sul mercato un forte volume di obbligazioni. Le emissioni obbligazionarie si sono elevate nei primi nove mesi a soltanto yen 404 milioni, cifra che rappresenta circa due terzi delle emissioni avvenute nel periodo corrispondente del 1935 e 1936, ma, in seguito alle emissioni dell'ultimo trimestre, l'aumento di 1.513 milioni di yen avvenuto nel 1937 nel volume del debito interno è stato il più grande registrato fin ora.

I principali detentori dei titoli di Stato sono elencati qui sotto :

Fine d'anno Milioni di yen	Banca del Giappone	Altre banche speciali	Banche ordinarie commer- ciali	Compagnie fiduciarie	Ufficio di Depositi del Tesoro	Totale
1933	682	281	1.568	154	1.348	4.033
1934	647	327	2.017	245	1.614	4.850
1935	729	323	2.205	277	1.740	5.374
1936	829	323	2.561	360	1.910	5.983
1937	1.387	342	2.500	410	2.248	6.887

Al totale suindicato bisogna aggiungere i quantitativi detenuti dalle compagnie di assicurazione, dai municipi ed altri enti pubblici locali, cosicchè la quantità di titoli detenuta da privati, stimata a 17 % del totale alla fine del 1935, è relativamente piccola.

Il portafoglio di titoli di Stato delle banche commerciali ordinarie è diminuito nel corso dell'anno, per effetto della domanda di crediti da parte delle industrie ed ha raggiunto il più basso livello in agosto a yen 2.430 milioni. La Banca del Giappone intervenne sul mercato, fra l'altro, riducendo il tasso per i prestiti garantiti da titoli di Stato da 3,65 a 3,29%. Poichè tale saggio è inferiore al reddito delle emissioni governative correnti (in generale buoni 3 $\frac{1}{2}$ % a 11 o 17 anni, emessi al corso di 98 o 98 $\frac{1}{2}$) l'assorbimento dei nuovi prestiti ne risultò facilitato. La Banca del Giappone che emette quasi tutti i prestiti governativi e si occupa del loro collocamento, è stata nondimeno obbligata ad assumere in proprio una parte importante delle nuove obbligazioni offerte durante l'anno. In aggiunta all'aumento di yen 558 milioni indicato nella tabella, 200 milioni di yen circa vennero assorbiti dal Fondo speciale costituito colla parte spettante al Governo nei profitti contabili della rivalutazione della riserva aurea della Banca del Giappone.

In Svizzera, nei Paesi Bassi ed in Svezia, i mercati dei capitali sono stati fortemente influenzati dall'importante afflusso di fondi e l'abbondanza di mezzi disponibili ha esercitato una ininterrotta influenza al ribasso sui tassi d'interesse a lungo termine, rimasti immuni della reazione che s'era prodotta, in quelli di Londra di Nuova York nella prima metà del 1937.

In Svizzera, per esempio, il rendimento del Prestito Federale delle Ferrovie (A-K) 3 $\frac{1}{2}$ % è diminuito nel corso dell'anno fino a raggiungere 3,2% in dicembre. Questo rendimento corrisponde a un corso di mercato di 104, che è il più alto toccato da tali obbligazioni sin dalla loro emissione del 1899. Le conversioni si elevarono a franchi 433 milioni nel 1937 in confronto a franchi 246 milioni nell'anno precedente, ma le nuove emissioni di obbligazioni scesero da franchi 419 milioni a franchi 276 milioni, la Confederazione non avendo cercato denaro fresco nel corso del 1937.

Anche sul mercato olandese le emissioni di obbligazioni tendenti a procurare nuovo capitale scesero nel corso dell'anno da fiorini 200 milioni a soltanto fiorini 120 milioni. Siccome le società industriali posseggono importanti riserve liquide, esse non hanno avuto bisogno di ricorrere al mercato dei capitali. D'altra parte le conversioni sono state numerose ed importanti come si rileva delle seguenti cifre:

Anno	Milioni di fiorini
1934	2.036
1935	175
1936	87
1937	2.131

I municipi ed altri enti pubblici emisero numerosi prestiti di conversione, dapprima sulla base 4%, in seguito a 3 $\frac{1}{2}$ %, finchè alla fine dell'anno si ebbero obbli-

gazioni a 3%. Nel settembre 1937 il Governo delle Indie neerlandesi emise fiorini 912 milioni di obbligazioni 3% a $96\frac{3}{4}$, colla garanzia del Governo olandese, onde procedere a conversioni. Il prestito non incontrò pieno successo rimanendo non sottoscritti circa fiorini 200 milioni; presto però il mercato ricuperò le sue facoltà di assorbimento, e nel marzo 1938 il prestito si trattò con un premio di circa 3%.

Date queste favorevoli condizioni, il Governo olandese decise di convertire nel gennaio 1938 tutte le obbligazioni governative sulla base di 4%, per un ammontare di fiorini 1.670 milioni — il che costituisce il prestito più importante che si sia mai lanciato nei Paesi Bassi. Il nuovo titolo, emesso a $99\frac{1}{2}$, frutta interesse a 3% per i primi 10 anni, interesse che aumenta automaticamente a $3\frac{1}{2}$ % per i rimanenti 28 anni di esistenza del titolo. L'emissione ha avuto grande successo, le conversioni raggiungendo il 95% dei titoli in circolazione, mentre le sottoscrizioni in contanti furono così abbondanti che le assegnazioni di titoli si elevarono a soltanto $2\frac{1}{2}$ % delle offerte di denaro liquido. La tendenza al ribasso dei saggi d'interesse causata dalle condizioni del mercato è stata così forte che nel febbraio del 1938 si è formato un cartello degli investitori, che riunisce i più importanti istituti investitori allo scopo di opporsi all'emissione di prestiti a saggi considerati eccessivamente bassi.

In Svezia i tassi d'interesse a lungo termine, di cui è indice il rendimento dei titoli di Stato, hanno raggiunto 3% cioè circa $\frac{1}{2}$ % sotto il tasso d'interesse più basso che s'avesse prima della guerra, ossia $3\frac{1}{2}$ % negli anni 1897/98. Una emissione di conversione di corone 150 milioni fu fatta durante l'anno dalla Banca ipotecaria di Stato con l'offerta di obbligazioni 3% a 60 anni al corso di $98\frac{1}{4}$ (mentre ai sottoscrittori in contanti veniva richiesto il prezzo di $98\frac{1}{2}$). Tale emissione che ha rappresentato la conversione più importante, all'infuori di quelle governative, che sia stata mai effettuata nel mercato svedese dei capitali, ha incontrato un pieno successo; titoli per 135 milioni di corone venuti a scadenza sono stati scambiati direttamente ed occorsero soltanto 15 milioni di corone sottoscritti in contanti per rimborsare le obbligazioni non convertite.

In numerosi altri paesi si effettuarono conversioni di prestiti governativi nel corso dell'anno. In Norvegia un prestito 5% corone 87 milioni, giunto a scadenza, è stato convertito nel maggio 1937 sulla base $4\frac{1}{2}$ % e in gennaio e febbraio 1938 sono stati offerti due prestiti di conversione a 4% per corone 100 milioni e 80 milioni rispettivamente. Nel marzo 1938 un prestito emesso in Inghilterra a $4\frac{1}{2}$ % per £2,8 milioni venne rimborsato col ricavo di due emissioni interne al $3\frac{1}{2}$ % negoziate con le banche norvegesi. Due prestiti interni governativi belgi fruttanti interesse del $3\frac{1}{2}$ % furono emessi al corso di 97 durante l'anno, per franchi belgi 2.500 milioni complessivamente; per la prima volta dopo la guerra il Governo belga ha potuto ottenere denaro a lungo termine

a condizioni così favorevoli. Inoltre, vennero emessi obbligazioni del Tesoro $2\frac{1}{2}\%$ a 5 anni per un totale di franchi 1300 milioni.

In molti paesi di oltremare si ebbero condizioni altrettanto facili. In Australia il rendimento delle obbligazioni del Dominio scese rapidamente nel primo semestre del 1937, il che fu un riflesso dell'eccellente livello raggiunto dalle esportazioni nella stagione del 1936/1937. Si ebbe qualche leggera reazione dal giugno in poi, ma le condizioni generalmente favorevoli dell'annata (fra cui un saldo attivo del bilancio) permisero al governo del Dominio di emettere due prestiti interni, il primo nel maggio 1937 per sterline australiane $7\frac{1}{2}$ milioni a $3\frac{1}{8}\%$ e il secondo per sterline australiane 8 milioni nel novembre 1937 a $3\frac{3}{4}\%$. Tali prestiti incontrarono pieno successo, mentre due emissioni quasi simili non vennero completamente sottoscritte nel 1936. Le migliorate condizioni del Canada vengono anch'esse rivelate da una eccedenza attiva del bilancio rispetto ai deficit degli anni recenti. Nel corso del 1937 si convertì l'unica emissione del periodo della guerra esente da tasse ancora in circolazione in due operazioni; \$236 milioni di obbligazioni $5\frac{1}{2}\%$ vennero sostituite in parte con circa \$100 milioni di obbligazioni $3\frac{1}{4}\%$ e in parte con valori a corto e medio termine, fruttanti bassissimo interesse.

Il persistere di condizioni monetarie facili ed abbondanti mondialmente diffuse, di un carattere quale raramente o mai si è avuto, è tanto più notevole in quanto che coincide con un rapido aumento nella produzione di oro e con forti spese per il riarmo, due fattori che durante il periodo 1900—14 contribuirono all'aumento dei saggi d'interesse. Ma allora le domande di fondi per il finanziamento di nuove imprese di ogni genere erano molto più sentite che attualmente, non solo nel campo dei finanziamenti internazionali, ma anche per quanto riguarda gli investimenti interni di molte importanti nazioni. Anzi, il punto debole della ripresa verificatasi nel 1936/37 era costituito dalla scarsità di finanziamenti privati di nuovi affari poichè la mancanza di fiducia nel futuro frenava l'espansione delle attrezzature industriali ed altre.

La tensione dei saggi d'interesse a lungo termine, notata nel primo semestre del 1937 sui mercati dei capitali degli Stati Uniti e del Regno Unito come pure nel Giappone, non fu dovuta ad un aumento nelle emissioni rispetto agli anni precedenti, ma riflettè sotto forma inattesa un mutamento nella liquidità delle banche commerciali. L'aumento nella domanda di crediti industriali e di altro genere (in gran parte connesso coll'aumento dei prezzi) nei mesi invernali del 1936/37, portò ad una riduzione nei portafogli di titoli di Stato delle banche commerciali, in mancanza di disponibilità sufficientemente larghe per permettere alle banche l'ulteriore espansione dei loro investimenti. In tale maniera l'incidenza della domanda industriale per fondi a breve termine veniva riportata

sul mercato dei capitali, mentre i saggi a breve termine rimanevano più o meno invariati. Il Consiglio dei Governatori del Sistema di Riserva Federale, nella sua relazione annuale per il 1937, allude alla situazione dianzi descritta nei seguenti termini: "... Negli ultimi anni il mercato delle obbligazioni è divenuto un settore più importante del mercato monetario libero e le banche, specialmente quelle che operano sul mercato monetario, si valgono più facilmente del loro portafoglio d'obbligazioni per mantenere la loro posizione di tesoreria adeguata alle domande cui possono trovarsi a dovere far fronte." L'aumentata sensibilità dei saggi a lunga scadenza, risultato indiretto degli importanti portafogli di titoli di Stato detenuti dalle banche commerciali, ha creato un nuovo rapporto fra i mercati a breve ed a lungo termine. In generale, la prevalente tendenza attuale verso saggi a breve termine più o meno immobili, e saggi a lunga scadenza altamente sensibili, costituisce un fenomeno nuovo che riflette dei cambiamenti fondamentali, di cui non viene ancora realizzata l'importanza, nella struttura del credito.

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

La crisi finanziaria del 1931, sopraggiunta dopo due anni di rapida discesa dei prezzi, rese necessaria, in vari paesi, l'introduzione di leggi bancarie adatte alle circostanze e il diretto intervento statale nell'organizzazione del credito. Seguì un periodo di ricostruzione e consolidamento, e se ne colse l'occasione per riformare le leggi bancarie esistenti, tenendo conto delle lezioni fornite dalla crisi. Anche questo periodo, a sua volta, sta per passare, sicchè scarse sono le innovazioni da rammentare in questo campo.

I provvedimenti di carattere generale più importanti nel campo bancario, durante l'anno passato, sembrano essere stati quelli presi in Romania, ove la Banca nazionale, continuando la sua politica di ricostruzione e consolidamento del sistema bancario, ha recentemente elaborato un programma completo, già in parte realizzato nel corso del 1937. I problemi che si erano affacciati durante la sistemazione dei debiti dell'agricoltura nel 1934, furono oggetto di particolare attenzione. In parecchie zone rurali, le banche locali erano scomparse, oppure rimanevano dotate di riserve insufficienti per far fronte alle occorrenze di credito nelle zone di loro competenza. Si sta rimediando a queste deficienze, mercè la cooperazione delle grandi banche di Bucarest. Qualche ritocco fu anche apportato alla legge bancaria, coll'introdurvi l'obbligo dell'autorizzazione del Consiglio bancario superiore per istituire aziende bancarie e l'obbligo di iscrizione delle aziende bancarie in un albo; l'intera legge per le banche commerciali fu codificata nel settembre 1937. Inoltre, col concorso della Banca nazionale, furono fondate tre nuove istituzioni nazionali per il credito all'agricoltura, per il credito all'artigianato e per il credito ai produttori di oro.

In Cecoslovacchia, una nuova legge è stata promulgata, intesa a disciplinare la professione del banchiere, sottoposta a concessione che può essere ritirata in certe condizioni, ed a fissare altre norme, tra cui l'obbligo alle banche di affiliarsi ad un'organizzazione centrale.

In generale, l'applicazione progressiva delle leggi bancarie recenti, è stata facilitata dal ritorno a condizioni normali di lavoro delle banche che hanno superata la crisi. Per esempio, le banche tedesche, che a suo tempo rimborsarono integralmente i crediti straordinari ricevuti in tempo di crisi, poterono, nel decorso anno, collocare sul mercato quella parte del loro capitale che per l'addietro era detenuta dalle autorità pubbliche; in Svizzera, il regime di moratoria, accordato a talune banche, venne spontaneamente a cessare, a mano a mano che le banche furono risanate. Un altro indice di questa ripresa è dato

in Ungheria dalla reintroduzione delle azioni bancarie in borsa, dove avevano cessato di esser quotate fino dal 1931.

Per quanto riguarda le banche centrali, va menzionata in primo luogo la trasformazione della Banca dell'Equatore, già creata nel 1927 e divenuta ora banca centrale, col privilegio esclusivo dell'emissione. In pari tempo furono promulgati nuovi decreti riguardanti le banche commerciali, la banca ipotecaria e l'unità monetaria del paese. In dipendenza dall'unione dell'Austria all'Impero germanico, nel marzo e aprile 1938, la Banca nazionale austriaca è stata posta in liquidazione, e sono stati presi provvedimenti, per effetto dei quali gran parte delle sue attività e passività è trasferita alla Reichsbank. In altri paesi, i provvedimenti presi nel 1937 e nei primi mesi del 1938, hanno generalmente avuto il carattere di completamento di legislazioni già esistenti.

Negli Stati Uniti, il Consiglio dei Governatori del Sistema di Riserva Federale annunciò, nel settembre 1937, la revisione generale del regolamento degli sconti e delle anticipazioni per le banche affiliate, già allo studio fino dalla promulgazione della legge bancaria del 1935, la quale aveva rese più liberali e definitive talune misure d'eccezione, prese durante la crisi, per effetto delle quali si rende possibile alle banche affiliate di ottenere anticipazioni garantite da valori qualsiasi, quando siano giudicati adeguati dalle banche di Riserva.

I crediti concessi dalle banche di Riserva alle banche affiliate, si ripartiscono in due classi: a) la classe preferenziale, che è quella comprendente i crediti conformi ai rigidi requisiti della vecchia legge ed ai quali si applica il saggio di sconto regolare; b) le anticipazioni consentite facendo uso della maggiore liberalità della nuova legge ed alle quali si applica un saggio superiore di almeno $\frac{1}{2}$ % al saggio regolare. Il nuovo regolamento, pubblicato nel 1937, è notevole in quanto che, per la prima volta, include nella classe preferenziale le tratte emesse in dipendenza da acquisti contro pagamenti rateali. Inoltre, la carta accettabile come garanzia nella classe non preferenziale, è ripartita in nove classi differenti.

Nella relazione del Consiglio accompagnante il nuovo regolamento, si nota la seguente affermazione:

" . . . L'esperienza ha dimostrato che la solvibilità delle banche è meglio garantita dall'oculatezza nell'esame della qualità della carta che esse acquistano, che non dalla rigida osservanza della forma in cui questa carta si presenta, e che un sano principio bancario è quello di insistere assai più sulla bontà che non sulla forma . . ."

Le innovazioni introdotte, durante il 1937, nel sistema creditizio del Belgio, si estendono su un campo più vasto. L'organizzazione del credito nel Belgio è stata oggetto di misure di vasta portata, fino dalla crisi in principio del 1935, che portò alla svalutazione monetaria del 1° aprile di quell'anno.

I provvedimenti presi nel 1935, si riferiscono quasi esclusivamente alle banche private e comprendono una legge bancaria generica, disciplinante l'attività delle banche commerciali; la creazione di un Istituto di risconto e garanzia e la nomina di una Commissione bancaria affiancata alla Banca nazionale, coll'incarico di applicare la nuova legge bancaria.

Altre innovazioni furono introdotte nel 1937 e parecchi decreti regi furono emessi, in esecuzione della legge del 10 giugno 1937, disponente la revisione degli statuti della Banca nazionale del Belgio, della Cassa generale di risparmio e di pensioni, dell'Ufficio centrale di credito ipotecario, dell'Ufficio nazionale del delcredere e della Cassa centrale di piccolo credito professionale. Mediante altri regi decreti furono istituiti una Cassa nazionale di credito alle classi medie, un Istituto nazionale di credito agrario ed un Consiglio di coordinamento degli istituti di credito alle classi medie. Oltre a partecipare al Consiglio degli istituti di credito ed a collaborare, come già da lungo tempo, nel Consiglio generale della Cassa generale di risparmio e di pensione, la Banca nazionale è, o sarà rappresentata nella maggior parte degli otto organismi finanziari esistenti, creati con legge speciale, come la Società nazionale di credito all'industria, l'Istituto di risconto e di garanzia, il Fondo d'ammortamento del debito pubblico ecc.

Tralasciando i particolari che si riferiscono agli enti di nuova creazione e le innovazioni introdotte nelle leggi che riguardano altri istituti, si possono riassumere come segue le variazioni principali negli statuti della Banca nazionale, confermate da un assemblea straordinaria di azionisti, nell'agosto e settembre 1937. Per tener conto del crescente numero e della complessità dei problemi che la direzione della Banca deve affrontare, nonchè del maggior numero di incombenze dei suoi consiglieri d'amministrazione nei vari enti collaterali, furono apportati parecchi cambiamenti nell'amministrazione. Inoltre, per garantire l'imparzialità della Banca, furono aumentate ed irrigidite le incompatibilità per i membri del Consiglio generale: il Governatore, il Vice-governatore ed i Consiglieri d'amministrazione della Banca non possono appartenere ad alcuna azienda commerciale nè ad alcuna azienda a forma commerciale, ad eccezione della banca d'emissione del Congo belga, della Banca dei regolamenti internazionali e degli enti finanziari di interesse pubblico, creati dalla legge speciale.

Dal punto di vista delle operazioni, i cambiamenti più importanti sono quelli che si riferiscono agli sconti praticati dalla Banca nazionale ed alla facoltà concessale di effettuare operazioni sul mercato libero. Il regolamento di sconto della Banca è stato riveduto per armonizzarlo con la pratica corrente del mercato: la durata massima delle cambiali commerciali ammissibili allo sconto è stata estesa da 100 a 120 giorni, lasciandosi al giudizio della Banca di determinarne la forma e le caratteristiche, in modo da più facilmente seguire l'evoluzione della pratica del commercio e della banca.

La Banca nazionale è stata ulteriormente autorizzata, in qualità di regolatrice del mercato, ad intervenire sul mercato libero, mediante acquisti e vendite di titoli di Stato. Questa tecnica essendo nuova per il Belgio, è apparso desiderabile di premunirsi contro possibili deviazioni delle operazioni dagli scopi legittimi per cui furono autorizzate. Pertanto, furono prescritte le limitazioni seguenti: a) l'ammontare massimo dei titoli a breve o medio termine, che la Banca ha facoltà di acquistare, è fissato a fr. 500 milioni, coll'avvertenza che il loro totale non deve restare superiore a fr. 200 milioni per più di dodici mesi consecutivi; b) per quanto riguarda i titoli a lunga scadenza, il massimo che la Banca può acquistare fu fissato a fr. 1000 milioni coll'avvertenza che i titoli acquistati debbono trovarsi in circolazione da almeno due anni ed essere quotati in borsa. Il limite massimo di fr. 1000 milioni verrà automaticamente aumentato nella misura in cui i titoli di Stato, già di proprietà della Banca prima dell'entrata in vigore della nuova legge, saranno rimborsati o liquidati.

La Banca nazionale del Belgio spiega nella sua relazione annuale, che le operazioni sul mercato libero presuppongono non soltanto uno studio preliminare accurato, ma anche la realizzazione di talune condizioni tecniche. La nuova politica del mercato libero non va considerata come un surrogato della politica dello sconto, bensì come un suo complemento.

L'autorizzazione ad operare sul mercato libero, talvolta strettamente circoscritta, talvolta più liberalmente compresa, è stata introdotta negli ultimi anni negli statuti di banche centrali di nuova istituzione ed è anche stata concessa a varie banche già esistenti, alle quali in passato era negata (per esempio oltre alla Banca nazionale del Belgio, alla Banca neerlandese, alla Banca di Norvegia ed altre). Nei paesi ove tale provvedimento è stato preso, si è ritenuto che la manovra dello sconto non sempre assicuri alla banca centrale un sufficiente controllo dell'organizzazione creditizia e che occorranò altre forme di intervento. Naturalmente queste ultime debbono essere adatte al paese nel quale si esercitano; là dove manca un ampio mercato monetario al di fuori delle banche, le condizioni tecniche sono totalmente diverse da quelle che si riscontrano, per esempio, a Londra o a Nuova York. Inoltre, il carattere delle operazioni deve essere in relazione alla tendenza del mercato; per esempio, a parte le misure puramente transitorie, come quelle che occorrono nelle giornate di rarefazione monetaria causata da forti pagamenti di imposte dirette, l'obbiettivo fondamentale delle operazioni compiute negli ultimi anni sul mercato di Londra è stato quello di impedire l'eccessivo allargamento della base del credito, come conseguenza dell'afflusso di capitali dall'estero. La riduzione dei titoli di proprietà del Dipartimento d'emissione della Banca d'Inghilterra, e più ancora la vendita di cambiali del Tesoro da parte del Fondo di perequazione dei cambi, hanno permesso di raggiungere questi obbiettivi. Naturalmente una banca centrale facol-

tizzata ad operare sul mercato libero, non assorbirà fondi dal mercato, se prima non si trova in possesso di vaste scorte di titoli adatti. Queste condizioni tecniche necessarie si realizzano, per esempio, in Argentina, dove la Banca centrale si è trovata in grado di compensare gli effetti di un saldo attivo nella bilancia dei pagamenti e l'afflusso di capitali esteri, col vendere sul mercato i 400 milioni di pesi in titoli di Stato di cui si trovava in possesso fino dalla sua fondazione. In tale modo si prevenne l'espansione eccessiva delle risorse liquide delle banche commerciali.

Le operazioni sul mercato libero rappresentano una delle forme di intervento inteso a promuovere la realizzazione di sane condizioni creditizie, vale a dire condizioni in cui il sistema creditizio faccia fronte alle occorrenze dello sviluppo e dell'accrescimento normale, senza incoraggiare gli abusi speculativi. Queste operazioni si ripercuotono in primo luogo sul volume del credito in esistenza e, come fu osservato nella relazione della Banca nazionale del Belgio, non vanno considerate come un surrogato della politica dello sconto, bensì come un complemento.

In vista dell'esperienza accumulata nel 1937 non è inopportuno di richiamare un passo notevole della Risoluzione di Londra:

"... esse (cioè le banche centrali) dovrebbero sforzarsi di adattare i loro criteri di regolamentazione del credito, nella misura consentita dalla situazione nazionale, avverso qualsiasi tendenza ad un'indebita modificazione dello stato generale dell'attività economica. Ogni espansione dell'attività economica generale, di tal natura che chiaramente mostri di non poter durare a lungo, dovrebbe indurre le banche centrali ad applicare con criterii restrittivi la politica del credito che esse avranno ritenuto opportuno di adottare con riguardo alle condizioni interne nel proprio paese. D'altra parte, una esagerata diminuzione dell'attività economica in generale nel mondo, dovrebbe indurle ad adottare criterii più liberali.

Col seguire tali criteri, le banche centrali avranno fatto quanto è in loro potere per ridurre le oscillazioni dell'attività economica e quindi anche le oscillazioni non necessarie del potere d'acquisto dell'oro . . ."

Il potere che gli strumenti della politica creditizia hanno di mantenere relativamente stabile il sistema dei prezzi, ovvero farlo variare nel senso che si desidera, è questione che già ha attratto molta attenzione negli ultimi anni. Il 2 agosto 1937, il Consiglio dei Governatori del Sistema Federale di Riserva negli Stati Uniti esaminò questa questione in un'importante dichiarazione sugli obbiettivi della politica monetaria. La dichiarazione, di cui seguono estratti, si riferisce in modo particolare alle proposte che erano state fatte circa la possibilità che un'autorità monetaria centrale realizzasse e mantenesse un determinato livello dei prezzi nazionali:

". . . Il Consiglio ritiene che nell'indicare la stabilizzazione dei prezzi come obbiettivo di tali proposte, gli autori di queste ultime considerino la stabilità dei prezzi come nè più nè meno che un mezzo per raggiungere uno scopo più importante, cioè l'attenuazione dei movimenti rialzisti e ribassisti e l'aumento della produzione e del benessere nazionale e ciò nella convinzione che, mantenendosi stabile il livello dei prezzi, l'obbiettivo più importante potrà essere raggiunto.

Il Consiglio riconosce pienamente che il fine ultimo da raggiungersi sia il promuovere la stabilità economica, la quale comporta il mantenimento dell'impiego di mano d'opera e della capacità di produzione nel paese, nella piena misura in cui possono sostenersi permanentemente . . .

. . . Che le violente oscillazioni dei prezzi riescano disastrose è fuori di dubbio ed occorre compiere sforzi precisi per impedire quelle oscillazioni che possono mettere in pericolo la stabilità economica. Tuttavia, il Consiglio è convinto che l'obbiettivo, consistente nella utilizzazione delle risorse nazionali nella misura massima sostenibile, non possa venire raggiunto col tentare di mantenere un livello fisso dei prezzi e che, pertanto, la stabilità dei prezzi non debba essere nè l'unico, nè il principale obbiettivo della politica monetaria.

Non si propone che la stabilità dei singoli prezzi venga assicurata mediante misure monetarie, nè d'altronde ciò sarebbe attuabile. Necessariamente le proposte di stabilizzazione dei prezzi presuppongono un qualche indice o media di prezzi. Manca l'accordo generale su un indice di prezzi che possa ritenersi soddisfacente per questo scopo, sebbene spesso venga suggerito l'indice generale dei prezzi all'ingrosso delle merci.

Qualunque indice di prezzi si adotti come guida, possono verificarsi condizioni economiche instabili, come accadde negli anni 1920 e seguenti, in cui nondimeno il livello dei prezzi rimanga stabile; l'attività economica può spostarsi da una direzione all'altra ed accelerarsi notevolmente prima che il cambiamento si rifletta nell'indice dei prezzi. Esistono situazioni in cui una variazione del livello dei prezzi contribuirebbe a mantenere la stabilità; per esempio, l'abbassamento dei prezzi proveniente dai perfezionamenti tecnologici può contribuire alla stabilità coll'aumentare i consumi. Esistono altre situazioni in cui la ripresa ed il mantenimento dell'impiego relativamente completo della mano d'opera possono essere possibili soltanto se aumentano i prezzi. La corrispondenza fra la stabilità dei prezzi e la stabilità economica non è, pertanto, abbastanza stretta per rendere desiderabile di restringere gli obbiettivi della politica monetaria alla stabilizzazione dei prezzi.

. . . Poichè il governo del sistema monetario di un paese non è una scienza esatta, in quanto che richiede previsioni basate su elementi incerti, è indispensabile nel fissare un obbiettivo di lasciare giuoco al giudizio ed alla discrezione.

Le autorità monetarie possono contribuire alla stabilità economica coll'esercitare un'influenza nel senso di mantenere costante il flusso di capitali, atto a consentire che le risorse produttive del paese siano utilizzate in tutta la misura che può sostenersi permanentemente ed a mantenere il meccanismo bancario del paese in buone condizioni. Il Consiglio riconosce che il danaro, anche se

disponibile in quantità adeguata, non compie il suo ufficio, se il sistema bancario attraverso il quale esso deve operare è in cattive condizioni, e che un'organizzazione bancaria non può mantenersi in efficienza, se l'offerta di danaro è insufficiente e una deflazione sta per intervenire. . . .

. . . Il Sistema di Riserva Federale può, entro certi limiti, regolare l'offerta di danaro, ma ci sono altri elementi che influiscono sui prezzi e sull'attività economica altrettanto potentemente quanto l'offerta di danaro. Parecchi di questi fattori sono di carattere non monetario e non possono venire dominati dalla politica monetaria. Il loro effetto sull'attività economica può manifestarsi nell'aumento o nella diminuzione della velocità di circolazione del danaro disponibile, nonché in una variazione della stessa offerta di danaro. L'influenza che il Sistema di Riserva Federale può esercitare sopra il tasso d'interesse ha un'influenza importante sull'attività economica, ma può essere interamente mascherata da altri fattori.

E' essenziale conoscere i limiti delle possibilità della politica monetaria. I fattori monetari costituiscono uno soltanto fra i vari gruppi di forze che determinano l'attività economica.

Per riassumere, il Consiglio ritiene che piuttosto che la stabilità dei prezzi, la stabilità economica debba essere, l'obbiettivo generale della politica pubblica. Esso è convinto che questo obbiettivo non può raggiungersi colla sola politica monetaria, ma che occorre un coordinamento tra la politica monetaria e le altre forme della politica del governo aventi ripercussioni sull'attività economica, tra cui la politica fiscale, quella delle spese, del commercio estero, dell'agricoltura e del lavoro. . . .»

Mentre i provvedimenti relativi al credito hanno una certa influenza sull'attività economica e sull'andamento dei prezzi, essi vengono applicati in condizioni dominate da influenze politiche e d'altra specie, che spesso poco si armonizzano colle esigenze della politica monetaria più opportuna.

VII. LE OPERAZIONI ORDINARIE DELLA BANCA

1. L'ATTIVITA DEL DIPARTIMENTO BANCARIO.

Il bilancio della Banca al 31 marzo 1938, certificato dai sindaci, figura all'allegato II alla presente relazione. La cifra totale è di 644 milioni di franchi svizzeri oro di 0,29... grammi d'oro fino, contro 619 milioni al 31 marzo 1937. Il metodo per la conversione in franchi svizzeri oro delle attività e delle passività non ha variato nel corso dell'anno, continuando ad esser basato sul prezzo ufficiale per la vendita dell'oro a Nuova York ed i corsi dei cambi delle singole valute contro il dollaro. Come l'anno precedente, nel confrontare il bilancio d'apertura con quello di chiusura dell'esercizio, occorre tener conto delle variazioni che ha subito il valore aureo di talune monete. Così, per esempio, il franco francese fu valutato in ragione di 14,04 franchi svizzeri oro per 100 franchi francesi al 31 marzo 1937 e in ragione di 9,38 franchi svizzeri oro per 100 franchi francesi al 31 marzo 1938.

I movimenti delle partite attive, e fino a un certo punto la stessa attività della Banca nel corso dell'esercizio, trovano riscontro nella politica praticata dalle banche centrali in materia di riserve. Nei primi mesi dell'esercizio, specialmente il maggio ed il giugno del 1937, dominati dalla "paura dell'oro", aumenta notevolmente il volume delle operazioni in divise e oro trattate per tramite della Banca, perchè le banche centrali procedono a conversioni d'oro in divise e viceversa. I mesi estivi sono invece caratterizzati da un rallentamento delle operazioni, il quale riflette la calma ritornata sui mercati dell'oro e delle divise. Dal settembre al dicembre si manifestò una leggera ripresa d'attività, seguita anch'essa da un nuovo periodo di calma durato fino al febbraio, mentre nel mese successivo le operazioni hanno avuto un sensibile sviluppo.

L'andamento delle posizioni attive in oro e valute estere permette di constatare che la politica della Banca obbedisce a certe tendenze fondamentali. Ciò è messo in evidenza dal quadro che segue, il quale indica, relativamente a certe date caratteristiche dell'esercizio, il volume dei depositi per conto delle banche centrali e quello dell'insieme delle attività in metallo, sotto forma di barre figuranti in bilancio e depositi d'oro in custodia contabilizzati fuori della situazione ufficiale.

I due elementi oscillano in senso inverso fino alla fine di dicembre. L'aumento dei depositi di banche centrali in conto proprio, accusato alla fine di

	31 marzo 1937	31 maggio 1937	30 set- tembre 1937	31 dicem- bre 1937	31 marzo 1937
Depositi di Banche cen- trali in conto proprio .	129,6	215,8	247,—	178,9	179,2
Oro in barre	45,1	51,—	18,3	13,8	20,9
Oro in custodia . . .	433,—	382,7	358,7	403,6	479,1
Totale dell'oro conser- vato dalla B.R.I. . . .	478,1	433,7	377,—	417,4	500,—

maggio 1937, provenne in massima parte da una operazione di credito internazionale di cui la banca centrale beneficiaria aveva depositato il ricavo presso di noi nell'intento di ritirarlo progressivamente. Negli ultimi mesi dell'esercizio, l'oro custodito dalla Banca subì variazioni indipendentemente dai depositi d'oro delle banche centrali, i quali ultimi hanno mostrato una notevole stabilità.

Il confronto tra le voci principali del bilancio al 31 marzo 1937 e al 31 marzo 1938 dà luogo alle osservazioni seguenti:

1. Passivo.

Il controvalore degli impegni a lunga scadenza è di 259,2 milioni di franchi svizzeri oro al 31 marzo 1938 contro 274 milioni al marzo 1937. Come già nell'esercizio precedente, questa variazione va imputata esclusivamente alla differenza del controvalore in franchi svizzeri oro delle valute nelle quali sono contabilizzati i depositi in questione. Il volume di questi depositi nelle valute rispettive non è cambiato, per esempio, dal settembre 1936, alla quale data essi erano contabilizzati alla cifra di 293,6 milioni di franchi svizzeri oro. La riduzione di 34,4 milioni tra il settembre 1936 e il marzo 1938 proviene dunque interamente dall'alterazione subita dal valore di certe monete.

Il movimento dei depositi delle banche centrali in conto proprio risulta dal quadro sopra riportato. Il totale all'apertura dell'esercizio è il più basso di tutto l'anno; il massimo è stato raggiunto alla fine di settembre colla cifra di 247 milioni. I depositi di banche centrali per conto di terzi, che ammontavano a 4,2 milioni al 31 marzo 1937 e a 3,3 milioni al 31 marzo 1938, sono rimasti compresi fra 4,4 milioni al massimo e 2,3 milioni al minimo. I depositi d'altri depositanti, ridottisi a 0,2 milioni al 31 marzo 1937, sono progrediti fino a 7,6 milioni al 30 settembre, per tornare a 2,2 milioni alla chiusura dell'esercizio.

Invece i depositi a vista in oro non hanno fatto che diminuire fino dall'apertura d'esercizio, in cui si trovavano alla cifra di 23,3 milioni. Il loro totale scese a 8,3 milioni al 30 giugno 1937 e d'allora in poi l'aumento è stato leggero, benchè continuo, raggiungendosi 9,6 milioni il 31 marzo 1938.

2. Attivo.

Tutte le posizioni che si riferiscono a disponibilità immediate segnano un regresso durante l'esercizio, come si rileva dal quadro seguente:

Milioni di franchi svizzeri oro	31 marzo 1937	31 marzo 1938
Oro in barre	45,1	20,9
Cassa in divise	25,6	22,2
Fondi a vista	26,5	15,8
Portafoglio riscontabile	232,—	229,6
Totale	329,2	288,5

Tranne il portafoglio riscontabile che non si è mai ridotto sensibilmente al di sotto della sua cifra attuale, le disponibilità immediate hanno segnato nel corso dell'anno fluttuazioni abbastanza considerevoli. L'oro in barre ha oltrepassato 51 milioni ed è sceso a meno di 10 milioni, secondo che la politica della Banca consisteva nell'aumentare o nel ridurre l'eccedenza dell'oro in barre sui depositi a vista in oro, eccedenza costituente, per la Banca, la scorta d'oro propria e il suo volante di tesoreria per le operazioni in metallo giallo. La cassa in contanti ha oscillato fra 52 e 20 milioni. Infine, i fondi a vista hanno quasi raggiunto 43 milioni, per ridiscendere poi a 13 milioni.

Nella composizione del portafoglio si rileva in fine di esercizio un volume di effetti commerciali e accettazioni di banche, il quale supera di 126,8 milioni il volume dei buoni del Tesoro che è di 102,8 milioni, mentre da quasi quattro anni la proporzione era stata l'inversa.

La riduzione delle disponibilità immediate ha come contropartita l'aumento degli investimenti a termine fruttanti interessi e quello degli effetti e investimenti diversi, il quale giustifica anche l'aumento della cifra complessiva del bilancio. Infatti, i primi sono passati da 28,7 a 53,9 milioni di franchi svizzeri oro e i secondi da 259,4 a 300,5 milioni. Si osserva che fra gli effetti e investimenti diversi quelli a scadenza inferiore a 3 mesi sono aumentati nel corso dell'esercizio da 95 a 146 milioni, quelli da 3 a 6 mesi sono diminuiti da 75 a 64 milioni, mentre quelli a più di 6 mesi sono leggermente aumentati da 89 a 90 milioni.

L'andamento delle operazioni dà luogo alle seguenti osservazioni.

La tendenza delle banche centrali, già segnalata nella precedente relazione annuale, a rimborsare i crediti messi a disposizione del loro mercato e divenuti investimenti a termine imprecisato, si è ancora accentuata; nella maggior parte dei casi la Banca ha sostituito agli investimenti di questa natura, sia dei crediti di carattere stagionale, sia dei crediti accordati per facilitare lo sviluppo del commercio internazionale e dei quali si discorre più oltre.

Analogamente agli altri istituti finanziari, la Banca, nel passato anno, ha riscontrato difficoltà a trovare investimenti opportuni a tassi d'interesse remunerativi.

Indubbiamente l'abbassamento dei tassi a breve termine, durante l'esercizio, non si è mantenuto permanente su taluni grandi mercati, ma in generale i periodi di tensione sono stati brevi. Per non citare che un solo esempio, i tassi di negoziazione dei Buoni del Tesoro americano a 3 mesi, che a metà luglio 1937 si aggiravano intorno a 0,20%, salirono bensì a 0,45% al principio di settembre, ma ridiscesero a 0,25% alla fine del mese stesso e a 0,05% alla fine di dicembre.

È pertanto occorso conciliare queste difficoltà d'investimento colla necessità costante di mantenere equilibrate le posizioni di cambio. Dato che il capitale è espresso in franchi svizzeri oro, non è evidentemente possibile di evitare di trovarsi sovra-coperti in una qualche moneta. Le posizioni di cambio comportano rischi monetari, se la Banca non ha possibilità di conversione immediata in oro; tuttavia, è stato possibile limitare i rischi di cambio a delle cifre largamente coperte dalle riserve costituite appunto per far fronte a questo speciale genere di rischi.

Come già precisato a proposito del movimento dell'oro custodito per conto delle banche centrali, fu principalmente nel primo trimestre e verso la fine dell'esercizio scorso che le operazioni sull'oro raggiunsero il massimo volume. La tecnica di queste operazioni è rimasta pressochè quella descritta nella precedente Relazione annuale. Peraltro, il compito della Banca è stato reso più difficile dal fatto che i movimenti d'oro effettuati dalle banche centrali si sono quasi sempre prodotti nella stessa direzione. Durante la maggior parte dell'esercizio, s'ebbero quasi esclusivamente delle domande oppure delle offerte; i trasporti avvenivano tutti in una medesima direzione sicchè era pressochè impossibile di effettuare dei compensi. Nell'ultimo mese dell'esercizio si ripresentarono occasioni di effettuare operazioni di compensazione e di ristabilire in tal modo una base normale per questo genere di affari.

Va notato anche un certo aumento d'attività nella concessione di crediti a banche centrali per scopi specifici, intesi a facilitare le operazioni del commercio. Le difficoltà incontrate dagli esportatori per ottenere crediti normali e, di conseguenza, coprire i rischi di cambio a termine, quando esistono restrizioni al commercio delle divise, ovvero quando una moneta soggiace ad una pressione fuori dell'ordinario, hanno reso desiderabile di creare nuove possibilità di servizi. La Banca si è trovata in grado di concorrere all'organizzazione di tali servizi speciali, col consentire crediti alle banche centrali; in taluni casi, sono stati messi in opera dei crediti reciproci, in base ai quali i crediti aperti da una banca centrale nella sua propria valuta hanno per contropartita, per il tramite della Banca dei Regolamenti Internazionali, crediti concessi a quest'ultima in un'altra valuta e da parte di un'altra banca centrale.

Queste operazioni e gli studii ai quali esse hanno dato luogo, hanno contribuito a rivelare più chiaramente le vere difficoltà che si incontrano in certi campi e la limitata misura in cui è lecito attendersi che funzioni il finanziamento internazionale là dove permangono anormali le condizioni di base del sistema monetario e del commercio.

2. LE FUNZIONI DELLA BANCA COME FIDUCIARIO E AGENTE.

La situazione è rimasta invariata, durante l'esercizio esaminato, per quanto riguarda i pagamenti di annualità da parte delle Germania, dell'Ungheria, della Bulgaria e della Cecoslovacchia, in dipendenza dal Nuovo Piano adottato alla Conferenza dell'Aja del gennaio 1930; durante questo periodo la Banca non ha ricevuto nulla a valere su tali annualità.

La situazione relativa al servizio del Prestito Esterno della Germania 1924 ed al Prestito Internazionale del Governo tedesco $5\frac{1}{2}\%$ 1930, è parimenti rimasta invariata durante l'esercizio passato in rassegna, per quanto riguarda i Fiduciari rispettivi; dopo il 1° luglio 1934, il Governo tedesco non ha più fornito ai Fiduciari rispettivi i fondi occorrenti, nelle valute delle varie emissioni, per il servizio di questi prestiti. Cionondimeno, alcune categorie di obbligazionisti hanno continuato a beneficiare degli accordi speciali stipulati tra il Governo tedesco e varii altri Governi. Agli obbligazionisti specificati nei detti accordi il valore nominale delle cedole è stato pagato, tutto o in parte, nella moneta del rispettivo paese di domicilio. Inoltre, agli obbligazionisti ai quali non è stata pagata integralmente la cedola nel detto modo e che tuttavia non hanno rinunciato al loro diritto di ricevere tali pagamenti, il Governo tedesco ha continuato ad offrire di liquidare il saldo mediante un pagamento in marchi, calcolato al cambio ufficiale della Reichsbank, a condizione che l'impiego di tali marchi sia sottoposto a norme analoghe a quelle che regolano l'uso dei marchi registrati. I Fiduciari dei due prestiti in questione non sono parti in alcuno dei detti accordi speciali, non hanno avuto ingerenza alcuna nell'esecuzione degli stessi e li hanno ritenuti incompatibili colle rispettive Obbligazioni Generali e con gli accordi internazionali che ad esse si riferiscono. Gli equivalenti in franchi svizzeri oro delle somme in varie valute che, con riferimento ai singoli prestiti, rimanevano a disposizione dei Fiduciari il 31 marzo 1938, figurano all'allegato VI.

Durante l'esercizio al quale si riferisce la presente relazione, la Banca, in qualità di Fiduciario del Prestito Internazionale del Governo austriaco 1930, ha regolarmente e puntualmente ricevute e ripartite le rate mensili richieste per i servizi in base alle condizioni delle Obbligazioni Generali. Le operazioni del Fondo d'ammortamento, effettuate nel corso dell'anno, hanno consentito l'assorbimento di obbligazioni per un importo nominale complessivo equivalente a circa 4.790.000 franchi svizzeri oro. Figura agli allegati IVa e IVb un rendiconto degli incassi e

pagamenti, certificati dai sindaci e relativo all'ultimo esercizio completo del prestito, il quale si è chiuso il 30 giugno 1937. Allo scopo di mostrare la situazione all'ultima scadenza di cedola, si fornisce all'allegato V un rendiconto provvisorio degli incassi e dei pagamenti durante il semestre terminato il 31 dicembre 1937. Inoltre, l'equivalente in franchi svizzeri oro dei fondi relativi a questo prestito, che si trovavano depositati a nome dei Fiduciari alla data del 31 marzo 1938, è indicato all'allegato VI.

La Banca ha continuato ad assolvere le sue incombenze nella liquidazione delle pendenze finanziarie derivanti dal trasferimento del Territorio della Saar alla Germania. Il Governo tedesco consentì a riscattare dalla Francia le miniere, ferrovie ecc. del Territorio della Saar contro un compenso globale di 900 milioni di franchi francesi, da pagarsi secondo modalità prestabilite in un periodo di cinque anni. La tabella seguente mostra la situazione nei riguardi del riscatto:

Milioni di franchi francesi	Fino al 31 marzo 1937	Anno terminato il 31 marzo 1938	Totale
Franchi francesi ed altre valute estere ritirate nella Saar in cambio di marchi	274,4	—	274,4
Consegne libere di carbone	237,2	151,0	388,2
Pagamenti del Governo tedesco a titolo d'indennizzo per danni alla superficie, altre indennità, tasse ecc.	14,8	4,0	18,8
	526,4	155,0	681,4

La Banca ha anche posto i suoi servizi a disposizione dei Governi francese e tedesco in relazione con le questioni finanziarie che si presentano nell'esecuzione di un accordo per la modifica della frontiera franco-tedesca.

Nella sua qualità di intermediario per il servizio in Svizzera del Prestito francese della Sicurezza Nazionale 4½% 1937, la Banca, agendo a nome del Governo francese, nominò le banche svizzere e le filiali di banche francesi in Svizzera che fanno ufficio di Agenti finanziari per il Prestito. La Banca ha ricevuto dal Governo francese le somme in franchi svizzeri occorrenti per pagare le cedole del prestito 1° settembre 1937 e 1° marzo 1938, presentate in Svizzera, ed ha fornito agli Agenti finanziari, nella misura che si è resa necessaria, i fondi necessari per pagare tutte le cedole su presentazione.

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 soppravvenienze, è di 9.011.956,53 franchi svizzeri

oro, il franco svizzero oro equivalendo, in base all'articolo 5 degli statuti della Banca a 0,29032258 . . . grammi d'oro fino. L'utile netto per il settimo esercizio finanziario fu di 9.071.570,02 franchi svizzeri oro. Nel bilancio chiuso il 31 marzo 1938 ogni valuta è computata ad un corso eguale o inferiore al corso meno favorevole quotato a tale data e tutte le attività sono valutate ai corsi del mercato, o al disotto, oppure ai prezzi di acquisto o al disotto. Nel computare l'utile netto non si è tenuto conto dei profitti di cambio dipendenti dal fatto che la Banca si sia trovata scoperta nella posizione di cambio di una qualche moneta avente subito una svalutazione; invece le perdite di cambio sono state depennate.

Dopo provveduto all'assegnazione alla riserva legale, come è prescritto dall'articolo 53 degli statuti, di 5 % dell'utile netto, cioè di 450.597,83 franchi svizzeri oro (1937: 453.578,50 franchi svizzeri oro), si propone che l'Assemblea Generale ripartisca un dividendo di 6 % all'anno per l'ottavo esercizio finanziario. Il pagamento di tale dividendo richiederà una somma di 7.500.000 franchi svizzeri oro (1937: 7.500.000 franchi svizzeri oro). La rimanenza dell'utile netto, dopo ripartito il dividendo, amonterà a 1.061.358,70 franchi svizzeri oro, da destinarsi secondo il disposto dell'articolo 53 degli statuti.

Facendo uso della facoltà conferitagli dal capoverso (e) 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 212.271,74 franchi svizzeri oro, massimo prelevamento consentito dagli statuti per tale assegnazione sull'utile netto dell'esercizio finanziario testè chiuso (1937: 223.598,30 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 424.543,48 franchi svizzeri oro (1937: 447.196,61 franchi svizzeri oro). In tale modo, l'insieme delle riserve legale, per dividendi e generale, ammonterà alla fine dell'ottavo esercizio a 24.270.934,82 franchi svizzeri oro.

Il citato articolo degli statuti stabilisce la maniera secondo cui deve essere ripartito il saldo dell'utile netto, cioè 424.543,48 franchi svizzeri oro, fra quei governi o quelle banche centrali della Germania e dei paesi aventi diritto a parte delle annualità pagabili in virtù del Nuovo Piano definito nell'accordo dell'Aja del gennaio 1930, i quali o le quali avranno mantenuto alla Banca depositi a termine non ritirabili prima di cinque anni. Nessuna banca centrale mantiene presentemente depositi di questo genere, ma i seguenti governi ne mantengono e hanno il diritto, in relazione alla durata minima di tali loro depositi, di partecipare alla ripartizione del residuo d'utile di 424.543,48 franchi svizzeri oro (1937: 447.196,61 franchi svizzeri oro) nel seguente modo:

	1937/38	1936/37
Depositi in Conto Fiduciario Annualità, secondo l'articolo IV(e) del Contratto Fiduciario:		
	Franchi svizzeri oro	
Francia	133.407,30	131.366,53
Gran Bretagna	52.132,53	51.335,04
Italia	27.230,48	26.813,93
Belgio	14.730,44	14.505,10
Romania	2.573,54	2.534,17
Jugoslavia	10.710,82	10.546,97
Grecia	882,36	868,86
Portogallo	1.691,18	1.665,31
Giappone	1.691,18	1.665,31
Polonia	49,02	48,27
	<u>245.098,85</u>	<u>241.349,49</u>
Deposito infruttifero del Governo tedesco, secondo l'articolo IX del Contratto Fiduciario	122.549,43	120.674,74
Deposito del Governo francese (Saar)	1.806,20	2.703,89
Fondo di garanzia del Governo francese, secondo l'articolo XIII del Contratto Fiduciario . .	55.089,—	82.468,49
	<u>424.543,48</u>	<u>447.196,61</u>

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

4. CAMBIAMENTI NEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE E NELLA DIREZIONE.

L'Assemblea generale straordinaria, riunitasi il 3 maggio 1937, approvò gli emendamenti agli Statuti menzionati nella settima relazione annuale. Come è noto, gli emendamenti in questione hanno resa possibile la separazione delle funzioni di Presidente del Consiglio di amministrazione da quelle di Presidente della Banca. In conseguenza, divennero effettive le nomine di Sir Otto Niemeyer a Presidente del Consiglio e del sottoscritto a Presidente della Banca, già decise dal Consiglio di amministrazione, sotto riserva della adozione degli emendamenti già citati. Le dimissioni del dott. Trip dal posto di Presidente del Consiglio e della Banca, doppia carica nella quale si era grandemente distinto nel biennio precedente, divennero altresì effettive lo stesso giorno. Per i segna-

lati servigi la Banca ha un debito di grande gratitudine verso il dott. Trip, che conserva la qualità di consigliere.

Il Governatore E. Labeyrie, consigliere di diritto, di cui molto fu apprezzata la cordiale collaborazione, ebbe come successore, dopo le sue dimissioni da Governatore della Banca di Francia, il signor Pierre Fournier, già Vice-governatore della stessa. Il signor Fournier aveva partecipato al Consiglio di amministrazione come consigliere supplente, già per qualche tempo, e la sua partecipazione come consigliere di diritto è assai benvenuta. Il signor Fournier ha nominato come suo supplente il signor de Boisanger. Le funzioni di consigliere attribuite al signor Kano, venute a scadere nel maggio 1937, sono state rinnovate dal Governatore della Banca del Giappone. Il signor Yanagita è stato riconfermato nel luglio dal nuovo Governatore della Banca del Giappone nella carica di suo rappresentante. Il signor Galopin, le cui funzioni vennero a scadenza in dicembre, è stato riconfermato in carica dal Governatore della Banca nazionale del Belgio per un ulteriore periodo di 3 anni.

La morte del signor Franck, Governatore della Banca nazionale del Belgio, avvenuta nello scorso dicembre, rapì un consigliere di diritto che aveva appartenuto al Consiglio sin dalla fondazione della Banca. I servizi eminenti, resi alla Banca dal Governatore Franck sono a tutti noti e la perdita di un così valente collaboratore e di tanto un fedele amico della Banca è profondamente sentita. In dicembre, il Consiglio apprese anche con profondo rimpianto la morte del dott. Vissering, già Presidente della Banca neerlandese e membro del Consiglio agli albori della Banca.

Il signor Georges Janssen, successore del defunto signor Franck, nella carica di Governatore della Banca nazionale del Belgio, è entrato in gennaio a far parte del Consiglio come consigliere di diritto, ed ha nominato il signor Baudewyns come suo supplente al posto del signor Goffin, che aveva presentato le dimissioni.

La fine prematura e tragica del signor Pierre Quesnay, primo Direttore generale della Banca, avvenuta nel settembre, impressionò profondamente tutti i suoi amici e colleghi, mentre costituì una grave perdita per questa istituzione. Uno dei primi a propagare ed a promuovere l'idea della costituzione di una Banca internazionale, il signor Quesnay fu sempre un fervente sostenitore della collaborazione fra le banche centrali e riuscì a mettere in pratica tale principio con successo. Con lui la Banca ha perduto non soltanto una persona di qualità eccezionali, la cui opera le fu preziosa, ma altresì un uomo di grandi qualità umane.

In gennaio, il Consiglio ha nominato Direttore generale il signor Roger Auboin, la cui attività strettamente connessa ai problemi finanziari è ben nota non solo nel di lui paese, ma anche internazionalmente.

VIII. CONCLUSIONE.

Nel 1938 si compiono vent'anni dalla fine della guerra mondiale, che aveva scosse le fondamenta del sistema monetario del mondo, col distruggere vaste ricchezze e devastare profondamente il delicato organismo sviluppatosi nei tempi di pace. Dopo grandi sforzi di ricostruzione, si ristabilì nel terzo decennio del secolo un nuovo ordine monetario, che durò breve tempo. Le sue fondamenta si rivelarono, infatti, insufficientemente solide per resistere all'urto della grande depressione, allorquando, ad intensificare gli effetti proprii di una fase di regresso nel ciclo economico dell'industria e quelli proprii di una sovrapproduzione agricola diffusa nel mondo intero, sopraggiunse una acuta crisi finanziaria.

Ancora una volta si procede a ricostruire le basi per un sistema monetario ordinato. In un numero crescente di paesi si notano progressi verso l'adattamento delle monete a livelli capaci di mantenersi permanentemente e di costituire solide fondamenta per la stabilità dei cambi. Il gravame dell'indebitamento internazionale si è alleggerito per effetto dei rimborsi, delle conversioni e d'altri provvedimenti ed ha cessato di rappresentare un serio ostacolo al raggiungimento dell'equilibrio monetario. Del progresso, se ne è fatto, ma ciò che rimane da fare è, sotto più aspetti, altrettanto importante quanto ciò che già è stato fatto, poichè ai metodi attuali fa difetto ancora la coesione e, per di più, essi sono ancora tecnicamente imperfetti. Soprattutto non si riscontra quella fiducia diffusa, che è indispensabile per la stabilità internazionale.

Una condizione fondamentale per il mantenimento dell'ordine monetario è che le condizioni monetarie di ciascun paese ispirino fiducia all'interno, poichè l'insicurezza non soltanto turba il funzionamento regolare del mercato interno, ma può anche, colle sue ripercussioni, danneggiare l'organizzazione monetaria internazionale. Come rilevò il signor van Zeeland nella sua relazione, "ogni paese deve, prima di tutto, fare assegnamento su sè stesso; spetta a ciascun paese di prendere i provvedimenti necessari per rendere possibile la sua partecipazione ad un'azione internazionale. Ogni paese ha il diritto di attendersi che gli altri non gli oppongano ostacoli artificiali, ed anzi, che assumano, in genere, un atteggiamento conforme ai requisiti di un sincero spirito di collaborazione internazionale. Ma la responsabilità dello sforzo decisivo spetta essenzialmente ai singoli Stati". Per il momento è improbabile che i governi attuali si leghino con trattati od altri impegni formali per quanto riguarda la futura politica monetaria. Può darsi, tuttavia, che essi siano disposti a mettersi d'accordo su talune direttive generali alle quali ciascuno di essi potrebbe informare la propria politica. Così, nell'accordo tripartito del settembre 1936, fra gli Stati Uniti, il

Regno Unito e la Francia, ai quali s'aggiunsero la Svizzera, i Paesi Bassi ed il Belgio, fu stabilito di evitare, per quanto possibile, qualsiasi perturbazione nelle basi degli scambi internazionali e di predisporre consultazioni ogniqualvolta necessario a tal fine. Si insistè, inoltre, sull'importanza che riveste il promuovere l'espansione del commercio internazionale ed il provvedere ad alleggerire progressivamente i contingentamenti ed i controlli sui cambi, nell'intento di giungere alla loro abolizione. Infine, fu espressa la speranza, che nessuna valuta verrebbe deprezzata allo scopo di ottenere ingiustificati vantaggi nella concorrenza e col risultato di contrastare gli sforzi per il ristabilimento di relazioni economiche più stabili.

Riuscirà praticamente possibile l'ottenere che questi principii siano generalmente rispettati? La risposta a questa domanda dipenderà dalla possibilità di avvicinarsi all'equilibrio finanziario ed economico nelle relazioni fra i vari paesi quanto basti per consentire il funzionamento regolare di un sistema monetario internazionale.

Di regola, prima della guerra, non v'erano discordanze fondamentali tra valute, nè v'era paese la cui politica minacciasse l'equilibrio preconstituito. Non soltanto vennero mantenute, tra paese e paese, delle relazioni più pacifiche nei cento anni che vanno dal 1815 al 1914, che non in alcun altro periodo della storia moderna, ma le guerre che si produssero non cagionarono deprezzamenti monetari permanenti, tranne le svalutazioni d'ampiezza limitata in Austria ed in Russia, sole eccezioni di una qualche importanza. A memoria d'uomo non si ricordavano allora perdite monetarie così forti da ingenerare nel pubblico il timore di vedere svanire la maggior parte dei risparmi o da precludere la concessione di crediti commerciali a clienti all'estero per timore di difficoltà di cambio o di trasferimento. A quell'epoca, i problemi monetari erano essenzialmente tecnici ed indipendenti dalle correnti della politica interna o internazionale.

Oggigiorno, al contrario, non soltanto la grave questione della pace e della guerra, ma anche l'atteggiamento generale dei vari paesi di fronte al problema dello sviluppo degli scambi internazionali di merci e servizi, hanno la loro influenza; sta di fatto, che il riarmo e gli altri provvedimenti che producono espansione economica soprattutto nell'ambito nazionale, possono avere insolite ripercussioni sulla situazione dei cambi con l'estero. E' inutile nascondere che ogni aumento dell'attività programmatica crea nuove difficoltà. Non è facile, in alcun paese, di raggiungere il dovuto coordinamento fra i programmi elaborati da enti pubblici distinti o applicabili a settori diversi dell'economia. Ancor più crescono le difficoltà se a ciò si aggiunge il fatto che ogni singolo paese elabora i suoi propri piani, senza tener conto di quelli degli altri paesi. Non fa meraviglia, in queste condizioni, che coloro i quali aspirano al ristabilimento di una situazione in cui sia garantito il progresso incessante verso la prosperità e quindi anche verso

un più alto tenore di vita, insistano sulla necessità di consultazioni allo scopo di eliminare le contraddizioni e gli urti tra politiche diverse, che risulterebbero pregiudizievoli a tutti gli interessati.

Non vi è ragione di credere che le difficoltà siano insormontabili. L'adesione ad un sistema monetario comune non significa che ai singoli paesi sia preclusa la possibilità di seguire politiche di tipi differenti. Significa però che, pur restando liberi di ciò fare, essi avranno da attenersi ad alcuni principii generali relativi al proprio sistema di costi e prezzi ed alle proprie condizioni di credito, senza di che la stabilità monetaria non è assicurata. I limiti che i singoli paesi debbono, a tale fine, imporre a sè stessi, corrispondono agli interessi diretti della loro propria nazione, in quanto che le finalità di tali principii sono la difesa della stabilità monetaria all'interno e lo stabilimento di relazioni monetarie e creditizie con gli altri paesi tali da consentire all'industria ed al commercio di svolgere la loro attività immuni dall'effetto debilitante che producono i rischi monetari non valutabili. Dopo tutto, il meccanismo monetario dovrebbe essere costruito e messo in opera in modo da favorire, anzichè osteggiare, lo scambio delle merci all'interno ed all'estero.

Il Presidente
J. W. BEYEN

ALLEGATI

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

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

Istituti	Numero dei voti
Bank of England, Londra	19.772
Banque Nationale de Belgique, Bruxelles	19.772
Banque de France, Parigi	19.772
Banca d'Italia, Roma	19.772
Reichsbank, Berlino	19.772
id. id. (sulle azioni appartenenti alla Banca Nazionale Austriaca in liquidazione)	4.000
Banca Industriale del Giappone, Tokio	19.770
The First National Bank of New York, Nuova York	19.770
De Nederlandsche Bank N.V., Amsterdam	4.000
Schweizerische Nationalbank, Zurigo	4.000
Sveriges Riksbank, Stoccolma	4.000
Bank von Danzig, Danzica	4.000
Finlands Bank, Helsingfors	4.000
Banca di Grecia, Atene	4.000
Banca Nazionale di Bulgaria, Sofia	4.000
Danmarks Nationalbank, Copenaghen	4.000
Banca Nazionale di Romania, Bucarest	4.000
Bank Polski, Varsavia	4.000
Magyar Nemzeti Bank, Budapest	4.000
Narodní banka Československá, Praga	4.000
Norges Bank, Oslo	4.000
Banca Nazionale del Regno di Jugoslavia, Belgrado	4.000
Latvijas Banka, Riga	500
Lietuvos Bankas, Kaunas	500
Banca Nazionale d'Albania, Roma	500
Eesti Pank, Tallinn	100
	200.000

BILANCIO AL

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

ATTIVO			
I. ORO IN BARRE		20.906.770, 13	3,3
II. CASSA			
In contanti e in conto corrente presso banche		22.174.222, 86	3,4
III. FONDI A VISTA FRUTTIFERI		15.794.917, 18	2,5
IV. PORTAFOGLIO RISCOFFABILE			
1. Effetti commerciali e accettazioni di banche	126.778.655, 73		19,7
2. Buoni del Tesoro	102.831.511, 15		16,0
		229.610.166, 88	
V. FONDI VINCOLATI FRUTTIFERI			
1. A 3 mesi al massimo	52.364.145, 50		8,1
2. Da 3 a 6 mesi di scadenza	1.526.960, 03		0,2
		53.891.105, 53	
VI. EFFETTI E INVESTIMENTI DIVERSI			
1. Buoni del Tesoro	91.364.860, 14		14,2
2. Obbligazioni ferroviarie, postali ed altre; investimenti diversi	209.127.863, 96		32,5
		300.492.724, 10	
VII. ALTRE ATTIVITÀ			
1. Garanzie di banche centrali su effetti ceduti	934.663, 98		0,1
2. Diverse	226.362, 91		0,0
		1.161.026, 89	
NOTA — Tutti i depositi in divise a breve termine e a vista (capitolo IV del passivo) sono più che coperti da attività nelle valute dei depositi stessi, oppure in valute non soggette a restrizioni di cambio; tra gli impegni a lungo termine il deposito del Governo francese (Saar) e il Fondo di garanzia del Governo francese (voci 3 e 4 capitolo III) sono coperti similmente. I rimanenti impegni a lungo termine, (voci 1 e 2 del capitolo III) i quali sono registrati in valute soggette a restrizioni (quantunque l'obbligo della Banca in relazione alla voce 1 del capitolo III non sia chiaramente stabilito) sono coperti da attività nella stessa valuta, per una parte sostanziale delle quali esiste una speciale garanzia del valore oro.			
Il capitale, le riserve e i profitti sono rappresentati in gran parte da attività in paesi nei quali vigono attualmente restrizioni dei cambi le quali non permettono la libera conversione della moneta nazionale in oro o valute estere; tuttavia, una parte importante di queste attività è protetta da contratti speciali che ne garantiscono il valore oro e, in un caso, ne permettono specificamente il trasferimento. Inoltre, nell'articolo X dell'Accordo dell'Aja del gennaio 1930, le parti contraenti proclamarono l'immunità della Banca da qualsiasi «proibizione o restrizione all'esportazione dell'oro o divise e da qualsiasi analoga ingerenza, restrizione o proibizione».			
		644.030.933, 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, 27 aprile 1938.

31 MARZO 1938

DI ORO FINO — ART. 5 DEGLI STATUTI)

PASSIVO			
			%
I. CAPITALE			
Capitale autorizzato ed emesso:			
200.000 azioni di 2.500 franchi svizzeri oro ciascuna	500.000.000, —		
Liberate per il 25 %		125.000.000, —	19,4
II. RISERVE			
1. Fondo di riserva legale	4.237.607, 60		
2. Fondo di riserva speciale per i dividendi	6.315.304, 73		
3. Fondo di riserva generale	12.630.609, 44		
		23.183.521, 77	3,6
III. IMPEGNI A LUNGA SCADENZA			
1. Conto fiduciario delle annualità	153.126.250, —		23,8
2. Deposito del Governo tedesco	76.563.125, —		11,9
3. Deposito del Governo francese (Saar) . .	938.000, —		0,1
4. Fondo di garanzia del Governo francese .	28.608.923, 65		4,4
		259.236.298, 65	
IV. DEPOSITI A BREVE SCADENZA E A VISTA (in divise)			
1. Banche centrali in conto proprio:			
a) Da 3 a 6 mesi di scadenza	6.950.871, 81		1,1
b) A 3 mesi al massimo	127.410.948, 67		19,8
c) A vista	44.825.146, 38		7,0
2. Banche centrali in conto di terzi:			
A vista		179.186.966, 86	
		3.308.162, 32	0,5
3. Altri depositanti:			
a) A 3 mesi al massimo	1.170.325, 14		0,2
b) A vista	1.021.582, 75		0,2
		2.191.907, 89	
V. DEPOSITI A VISTA (in oro)			
		9.623.220, 20	1,5
VI. ALTRE PASSIVITÀ			
1. Garanzie per effetti commerciali ceduti .	1.424.455, 09		0,2
2. Diverse	31.864.444, 26		4,9
		33.288.899, 35	
VII. PROFITTI			
Utile per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1938 . .		9.011.956, 53	1,4
		644.030.933, 57	100,0

Banca per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 1938 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 1938

	Franchi svizzeri oro
Utile netto derivante dall'impiego del capitale della Banca e dei depositi affidatili, tenuto conto di eventuali sopravvenienze	10.977.498, 68
Commissioni percepite:	
Come Fiduciario (o Agente fiscale dei Fiduciari) per prestiti internazionali	145.177, 45
In relazione a crediti speciali	84.244, 25
Diritti su trasferimenti d'azioni	436, 50
	<u>11.207.356, 88</u>
Spese d'amministrazione:	
Consiglio d'amministrazione — remunerazioni e spese di viaggio	224.008, 98
Direzione e personale — stipendi e spese di viaggio	1.530.232, 37
Affitto, assicurazioni, riscaldamento, luce e acqua	111.998, 12
Cancelleria, libri, pubblicazioni	90.987, 81
Spese postali, telegrafiche e telefoniche	61.512, 35
Remunerazioni ad esperti (sindaci, interpreti ecc.)	16.191, 16
Tassa cantonale	35.289, 38
Tassa sull'emissione francese delle azioni della B. R. I.	37.405, 15
Spese diverse	87.775, 03
	<u>2.195.400, 35</u>
UTILE NETTO	<u>9.011.956, 53</u>

RIPARTIZIONE DELL'UTILE NETTO

	Franchi svizzeri oro
UTILE NETTO per l'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1938	9.011.956,53
Ripartito secondo l'articolo 53 (a) (b) (c) e (d) degli Statuti, come segue:	
Al fondo di riserva legale — 5 % di 9.011.956,53	450.597,83
	<u>8.561.358,70</u>
Dividendo del 6 % all'anno sul capitale versato	7.500.000,—
	<u>1.061.358,70</u>
Al fondo di riserva speciale per dividendi — 20 % di 1.061.358,70	212.271,74
	<u>849.086,96</u>
Al fondo di riserva generale — 50 % di 849.086,96	424.543,48
	<u>424.543,48</u>
	Saldo
	424.543,48

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

	Franchi svizzeri oro
Depositi nel conto fiduciario delle annualità secondo l'articolo IV (e) del contratto fiduciario (trust):	
Francia	133.407,30
Gran Bretagna	52.132,53
Italia	27.230,48
Belgio	14.730,44
Romania	2.573,54
Jugoslavia	10.710,82
Grecia	882,36
Portogallo	1.691,18
Giappone	1.691,18
Polonia	49,02
	<u>245.098,85</u>
Deposito infruttifero del Governo tedesco secondo l'articolo IX del contratto fiduciario (trust)	122.549,43
Deposito del Governo francese (Saar)	1.806,20
Fondo di garanzia del Governo francese secondo l'articolo XIII del contratto fiduciario (trust)	55.089,—
	<u>424.543,48</u>

FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER-

Rendiconto delle entrate e delle uscite per il settimo

Entrate

	Emissione americana Dollari	Emissioni britannica e olandese Sterline
1. SALDI PRESSO BANCHE al 1° luglio 1936	781.009,57	108,940. 4. 1
2. RICEVUTO DAL GOVERNO AUSTRIACO:		
per interessi:		
in contanti	1.466.290,49	206,650. 9. 2
in cedole d'obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra)	8.539,42	1,232.16. 1
per ammortamento:		
in contanti	17.241,53	552.18.10
in obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra).	613.786,47	86,422. 1. 2
per spese	3.759,—	967.10.—
3. INTERESSI RICEVUTI su fondi investiti in attesa di utilizzarli per il servizio del prestito	1.079,09	291.15. 3
	2.891.705,57	405,057.14. 7

Uscite

1. INTERESSI		
Cedole scadute e interessi corrisposti su obbligazioni acquistate per l'ammortamento ovvero cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti	1.483.417,60	209,394.10.—
Interessi maturati sulle obbligazioni rimesse dal Governo austriaco in parziale versamento di rate di servizio (v. sopra)	8.539,42	1,232.16. 1
2. AMMORTAMENTO		
Obbligazioni sorteggiate e rimborsate	—	—
Obbligazioni acquistate dagli agenti finanziari	790,—	484. 5.—
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti	—	—
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco a titolo di pagamento parziale di rate di servizio (v. sopra)	613.786,47	86,422. 1. 2
3. SPESE		
Commissioni e spese degli agenti finanziari e remunerazioni e spese del Fiduciario	4.247,20	1,177. 5. 1
4. FONDI PRESSO BANCHE al 30 giugno 1937, da utilizzarsi come indicato all'allegato IV b	780.924,88	106,346.17. 3
	2.891.705,57	405,057.14. 7

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

CERTIFICATO DEI

Abbiamo verificato i libri ed i conti del Fiduciario per il Prestito internazionale del Governo austriaco rendiconto delle entrate e delle uscite è steso correttamente e, con la nota di cui è corredato, fondi presso banche al 30 giugno 1937 a mezzo

ZURIGO, 9 agosto 1937.

NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

anno del prestito (dal 1° luglio 1936 al 30 giugno 1937)

Emissione italiana Lire	Emissione svedese Cor. svedesi	Emissione svizzera Franchi svizzeri	Emissione austriaca Scellini	Spese generali	
				Sterline	Franchi svizzeri
3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75	—	—
5.897.937,76	632.236,88	1.481.733,93	3.872.487,57	—	—
41.736,53	—	6.780,27	—	—	—
6.830,03	216.335,—	91.709,70	1.543.832,30	—	—
2.460.079,97	—	524.070,30	—	—	—
30.208,50	2.867,25	7.554,40	18.096,04	300.—,—	27.548,95
8.884,01	4.006,27	2.236,19	—	—	—
11.598.369,32	1.383.360,09	2.915.965,91	7.528.172,66	300.—,—	27.548,95

5.859.478,15	642.530,—	1.498.570,93	3.935.640,06	—	—
41.736,53	—	6.780,27	—	—	—
—	202.910,—	—	—	—	—
—	—	55.327,50	19.650,—	—	—
6.559,15	—	33.990,—	1.560.721,92	—	—
2.460.079,97	—	524.070,30	—	—	—
32.657,32	3.458,91	7.775,05	23.375,65	300.—,—	27.548,95
3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03	—	—
11.598.369,32	1.383.360,09	2.915.965,91	7.528.172,66	300.—,—	27.548,95

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

SINDACI

1930 per il settimo anno del prestito, terminato il 30 giugno 1937, e certifichiamo che il presente riassume esattamente le operazioni compiute durante il detto periodo. Abbiamo pure verificato i di certificati ottenuti dai depositari.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER-

Situazione dei fondi presso i

Destinazione dei saldi esistenti presso banche al 30 giugno 1937:

1. a) Per cedole scadute e non presentate
- b) Per cedole scadenti il 1° luglio 1937
2. Per spese sostenute fino al 30 giugno 1937 e non ancora liquidate a quella data
- Fondi disponibili per liquidare le passività pendenti
3. Conto d'ammortamento
4. Altri fondi di cassa (compresi Fr. sv. 5.609,80 depositati presso una banca, già agente finanziario, che ha sospeso i pagamenti)
- Totale dei saldi disponibili come dall'allegato IV a

Obbligazioni in circolazione

- Valore nominale delle obbligazioni emesse
- Meno: Valore nominale delle obbligazioni estinte:
1. durante i primi sei anni del prestito
 2. durante il settimo anno del prestito
- Valore nominale delle obbligazioni in circolazione al 30 giugno 1937 (vedi nota)

NOTA: Le obbligazioni estratte

NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

depositari al 30 giugno 1937

Emissione americana Dollari	Emissioni britannica e olandese Sterline	Emissione italiana Lire	Emissione svedese Cor. svedesi	Emissione svizzera Franchi svizzeri	Emissione austriaca Scellini
16.597,—	1.190.—,—	167.445,25	—	22.715,—	47.475,86
727.958,—	102.567.10.—	2.928.100,—	314.370,—	735.595,—	1.900.617,60
1.947,25	— . 2 . 2	15.514,48	1.834,59	3.798,91	9.503,17
746.502,25	103.757.12. 2	3.111.059,73	316.204,59	762.108,91	1.957.596,63
16.478,32	88.—. 3	431,76	216.500,—	3.030,46	128,02
17.944,31	2.501. 4.10	86.366,71	1.756,59	24.312,49	31.060,38
780.924,88	106.346.17. 3	3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03

al 30 giugno 1937

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
3.600.400,—	484.500,—	13.536.000,—	821.000,—	3.370.000,—	6.376.700,—
600.800,—	85.000,—	2.804.000,—	197.000,—	613.000,—	1.198.800,—
20.798.800,—	2.930.500,—	83.660.000,—	8.982.000,—	21.017.000,—	42.424.500,—

sono rimborsabili al 103 %.

FIDUCIARIO PER IL PRESTITO INTER-

Rendiconto provvisorio delle entrate e delle

	Dollari
Valore nominale delle obbligazioni emesse	25.000.000,—
Valore nominale delle obbligazioni in circolazione al 31 dicembre 1937 . .	20.600.800,—

Entrate

1. SALDI PRESSO BANCHE al 1° luglio 1937	780.924,88
2. RICEVUTO DAL GOVERNO AUSTRIACO:	
per interessi:	
in contanti	707.045,90
in cedole di obbligazioni rimesse per l'annullamento (v. infra) .	3.339,19
per l'ammortamento:	
in contanti	152.172,—
in obbligazioni del prestito rimesse per l'annullamento (v. infra)	184.370,—
per spese	1.857,—
3. INTERESSI RICEVUTI sui fondi investiti in attesa di utilizzarli per il servizio del prestito	666,57
	1.830.375,54

Uscite

1. INTERESSI	
Cedole scadute ed interessi maturati su obbligazioni acquistate per l'ammortamento, ovvero cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti	726.879,41
Interessi maturati su obbligazioni rimesse dal Governo austriaco in parziale versamento di rate di servizio (v. sopra)	3.339,19
2. AMMORTAMENTO	
Obbligazioni acquistate dagli agenti finanziari	19.570,—
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco contro rimborso in contanti .	—
Obbligazioni cedute dal Governo austriaco a titolo di pagamento parziale di rate del servizio (v. sopra)	184.370,—
3. SPESE	
Commissioni e spese degli agenti finanziari e remunerazioni e spese del Fiduciario	2.374,83
4. SALDI PRESSO BANCHE al 31 dicembre 1937:	
per le cedole pagabili al 1° gennaio 1938	721.028,—
per le obbligazioni sorteggiate pagabili al 1° gennaio 1938	—
per cedole scadute e non ancora presentate	17.832,50
per l'ammortamento delle obbligazioni	149.080,32
per partite diverse (compresi Fr. sv. 5.609,80 depositati presso una banca, già agente finanziario, che ha sospeso i pagamenti) . .	5.901,29
	1.830.375,54

NAZIONALE DEL GOVERNO AUSTRIACO 1930

uscite per il semestre terminato il 31 dicembre 1937

Sterline	Lire	Corone svedesi	Franchi svizzeri	Scellini
3,500,000.—.—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
2,885,400.—.—	82.370.000,—	8.982.000,—	20.788.000,—	41.946.100,—

106,346.17. 3	3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03
99,492.12.10	2.825.468,69	312.897,96	715.393,48	1.870.859,87
668. 9. 9	19.243,40	—	2.245,07	—
215.10.—	2.895,—	111.615,—	187.205,—	825.622,39
46,247.—.—	1.328.700,—	—	142.140,—	—
624. 7. 1	14.894,—	1.422,75	15.731,20	8.701,70
143. 1. 9	4.353,30	2.120,54	1.194,12	—
253,737.18. 8	7.393.412,59	962.517,43	1.853.360,73	4.693.968,99

102,379.14. 3	2.944.725,—	314.370,—	740.331,48	1.909.857,27
668. 9. 9	19.243,40	—	2.245,07	—
205.10. 9	—	—	21.630,—	—
—	—	—	72.100,—	630.722,56
46,247.—.—	1.328.700,—	—	142.140,—	—
711.19. 6	16.719,—	1.571,85	15.808,07	11.044,60
100,989.—.—	2.882.950,—	314.370,—	727.580,—	1.879.185,28
—	—	216.300,—	—	—
1,379.—.—	150.820,25	—	19.635,—	46.357,46
97.19. 6	3.326,76	111.815,—	96.505,46	195.027,85
1,059. 4.11	46.928,18	4.090,58	15.385,65	21.773,97
253,737.18. 8	7.393.412,59	962.517,43	1.853.360,73	4.693.968,99

PRESTITI INTERNAZIONALI

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

Fondi disponibili al 31 marzo 1938

	Prestito Esterno della Germania 1924	Prestito Internazionale del Governo Tedesco 5½ % 1930	Prestito Internazionale del Governo Austriaco 1930	Totali
Franchi svizzeri oro				
FONDI DISPONIBILI PER:				
Ammortamento	639.518,75	729,51	507.282,48	1.147.530,74
Pagamento della cedola di prossima scadenza	—	—	3.074.056,88	3.074.056,88
Obbligazioni estratte, ma non ancora presentate al rimborso	3.568,67	—	—	3.568,67
Cedole scadute, ma non an- cora presentate	75.036,82	70.266,60	232.031,65	377.335,07
Partite diverse	341.684,80	6.405,60	19.769,36	367.859,76
TOTALI	1.059.809,04	77.401,71	3.833.140,37	4.970.351,12

CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Sir Otto Niemeyer, Londra Presidente.
Prof. Alberto Beneduce, Roma }
Marchese de Vogüé, Parigi } Vicepresidenti.

Dott. V. Azzolini, Roma.
Prof. G. Bachmann, Zurigo.
Barone Brincard, Parigi.
Pierre Fournier, Parigi.
Alexandre Galopin, Bruxelles.
Georges Janssen, Bruxelles
Hisaakira Kano, Londra.
Emile Labeyrie, Parigi.
Montagu Collet Norman, Londra.
Dott. Paul Reusch, Oberhausen (Renania).
Ivar Rooth, Stoccolma.
Dott. Hjalmar Schacht, Berlino.
Curt, Barone von Schroeder, Colonia.
Dott. L. J. A. Trip, Amsterdam.
Seijiro Yanagita, Londra.

CONSIGLIERI SUPPLEMENTI:

Adolphe Baudewyns, Bruxelles.
Yves Bréart de Boisanger, Parigi.
Cameron Cobbold, Londra.
Dott. Pasquale Troise, o } Roma.
Dott. Mario Pennachio }
Dott. Wilhelm Vocke, o } Berlino.
Ernst Hülse, }

DIREZIONE:

Dott. J. W. Beyen Presidente della Banca.
Roger Auboin Direttore generale.
Paul Hechler Vicedirettore generale.
Dott. R. Pilotti Segretario generale.
Marcel van Zeeland Direttore.

9 Maggio 1938.