

La formazione del cambio d'asta e problemi connessi (*)

1. - In un precedente articolo (1) abbiamo svolto varie considerazioni sui sistemi di cambi d'asta. Abbiamo posto anzitutto in rilievo che non si può parlare di un sistema da considerarsi tipico, e che quindi le possibilità di generalizzazione o, addirittura, di costruire una teoria di cambi d'asta sono molto limitate.

Nell'articolo suddetto abbiamo discusso un sistema di cambi d'asta basato su di una serie di ipotesi che sono sufficientemente concrete per il fatto di corrispondere abbastanza da vicino al sistema introdotto in Brasile nell'ottobre 1953. Abbiamo omesso deliberatamente la trattazione del problema della formazione del cambio perchè abbiamo ritenuto che esso merita una trattazione separata. Questa trattazione forma oggetto del presente articolo nel quale discuteremo brevemente anche alcuni aspetti che il problema presenta quando viene considerato dal punto di vista della economia dell'intero paese. Le ipotesi circa l'organizzazione del mercato dei cambi sono le stesse del precedente articolo e per esse rinviamo il lettore al medesimo. Seguirà un'appendice in cui, sulla base dei dati disponibili, illustreremo alcuni aspetti dell'esperienza brasiliana.

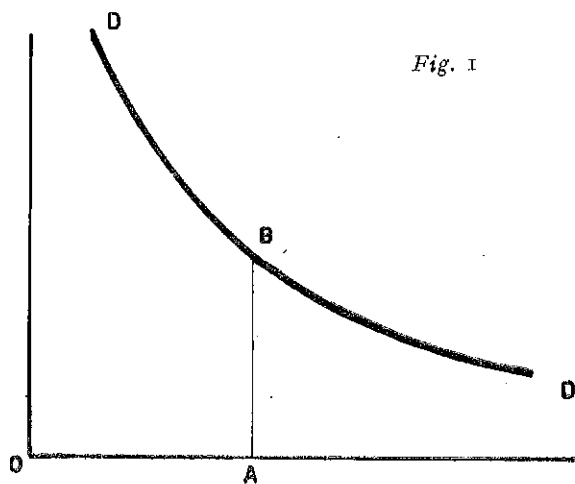
Ci occuperemo anzitutto di una sola moneta, che chiameremo dollaro, e faremo riferimento in una prima approssimazione ad una sola categoria di merci.

(*) L'autore del presente studio è funzionario del Fondo Monetario Internazionale. Le idee espresse nell'articolo sono, però, soltanto personali.

(1) « Note sui cambi d'asta », in questa Rivista, 1956, p. 34 e segg.

Da quanto s'è detto nell'articolo precedente è chiaro che, considerando ciascuna asta separatamente, ci troviamo di fronte al caso in cui vi è una scheda di domanda di valuta da un lato, ed una quantità fissa di offerta, dall'altro.

Supponendo che la domanda sia una funzione continua decrescente del prezzo (premio), la rappresentazione grafica della formazione del premio è data nella Figura 1, dove OA rappresenta la



quantità fissa di valuta che viene offerta, e DD la curva rappresentante la funzione di domanda. Il premio che risulterebbe in quel determinato giorno, in quella determinata Borsa, per quella categoria e per quella moneta, sarebbe AB. Sappiamo però che i certificati vengono offerti in tagli diversi e che la quantità offerta OA viene divisa dagli uffici della Borsa, supponiamo, in tre componenti che corrispondono ai tagli dei certificati. Siccome i pagamenti che i singoli operatori debbono effet-

tuare sono generalmente di ammontare diverso, avremo anche tre schede di domanda, che supporremo pure continue e decrescenti, corrispondenti ai tre diversi tagli. Per quanto sarà detto tra breve, il caso in cui il premio è eguale per i tre tagli è puramente accidentale; e perciò la formazione dei premi per quella determinata categoria è rappresentata dalla Figura 2 dove OA, OB e OC sono le tre quantità offerte e D'D', D''D'' e D'''D''' sono le differenti curve rappresentanti le tre schede di domanda. I tre premi sono AK, BL e CM.

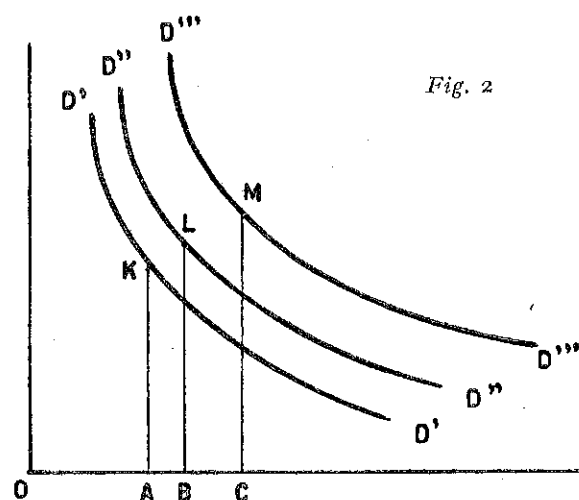


Fig. 2

Nel sistema brasiliano vi sono tre ragioni principali che impediscono l'egualizzazione dei premi: a) il fatto che i certificati di diverso taglio vengono offerti non simultaneamente, ma in successione temporale; b) la non trasferibilità dei certificati; c) il costo del credito. Circa le ragioni a) e b), si immagini il caso di un importatore che, a motivo dell'ammontare dei beni che vuole importare, intenda acquistare un certificato di taglio medio. Egli può attendere che i certificati di taglio superiore siano venduti se ha motivo di ritenere che la concorrenza tra gli acquirenti dei certificati del taglio da lui desiderato è tale che il prezzo di detti certificati sia inferiore al prezzo — che egli può constatare seguendo l'asta — dei certificati di taglio superiore. Se però quest'aspettativa non si avvera, l'importatore in parola non può cercare di riacquistare da un altro importatore un certificato di taglio superiore, per il motivo b) sopraindicato. Se non ritiene opportuno rinviare l'acquisto

alla prossima asta, egli ha due possibilità: comprare un certificato del taglio desiderato, oppure attendere ancora per acquistare un numero sufficiente di certificati di taglio inferiore, se ha motivo di ritenere che il prezzo di questi ultimi risulterà più basso. Qualora dovesse scegliere quest'ultima via, egli non ha altra scelta che acquistare certificati di taglio inferiore anche se la sua aspettativa era errata. Ripetendo il ragionamento per tutti gli altri importatori, si vede come l'unico meccanismo che influenza le relazioni tra i premi dei differenti tagli è costituito dalle aspettative. Ma, data l'impossibilità di conoscere le altrui curve di domanda non ci si può attendere che esso dia luogo ad una egualizzazione dei premi.

Supponiamo, però, che i certificati vengano offerti simultaneamente e che le autorità preferiscano la riduzione del numero dei premi agli inconvenienti che possono derivare dalla trasferibilità (principalmente lo svilupparsi di un mercato privato di certificati). Vi sarebbe, tuttavia, la ragione c) che potrebbe impedire l'egualizzazione. Più precisamente, si può avere l'egualizzazione se la relazione tra domanda di certificati di tagli superiori e la quantità offerta è tale che nel mercato comune alcuni importatori debbono comprare certificati di taglio inferiore. Se invece quella relazione è tale che alcuni importatori debbono comperare certificati di taglio superiore a quelli che necessitano, tali importatori debbono prendere a prestito la somma in moneta nazionale corrispondente all'ecedenza in moneta estera del certificato acquistato; oppure impiegare fondi propri. Il costo del prestito o il reddito cui si rinuncia per il periodo che intercorre tra il pagamento del premio per l'intero certificato ed il rimborso della somma corrispondente alla parte non utilizzata fa sì che il premio dei certificati di taglio superiore sia più basso degli altri.

Un'ultima considerazione va fatta per il caso in cui le autorità monetarie intendano agire in modo simile ad un monopolista discriminante. Se questa è l'intenzione, i certificati vengono offerti in diversi lotti di quattro o cinque certificati ciascuno così da vendere questi lotti a prezzi decrescenti in corrispondenza dei prezzi di domanda dei singoli importatori. In tal modo le autorità monetarie possono assorbire una parte più o meno

grande di ciò che può chiamarsi la «rendita dell'importatore», indicata dalle aree tratteggiate della Figura 3, dove OA in ascisse rappresenta la quantità di valuta offerta per un solo taglio.

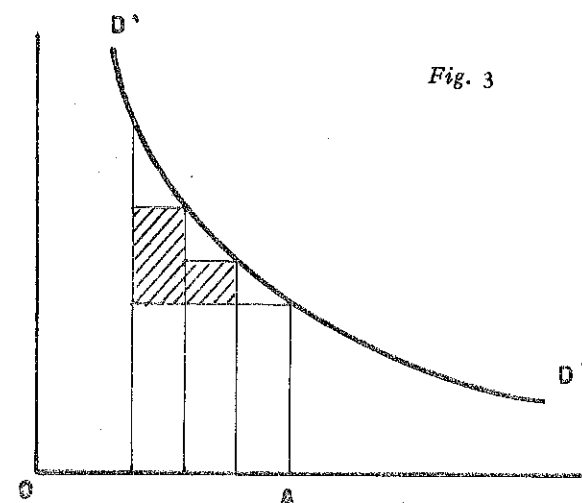


Fig. 3

Da quanto sopra si può dedurre che, specialmente se le autorità monetarie operano come un monopolista discriminante, il numero dei premi, e perciò dei cambi effettivi, per una sola moneta, e perciò dei cambi effettivi, per una sola moneta, una sola categoria, in una sola Borsa può raggiungere livelli elevati, in termini di decine, dipendendo ciò dalla quantità di valuta offerta (2).

Circa le caratteristiche dell'offerta di valuta, sempre in una sola Borsa, rinviamo il lettore a quanto si è detto nel precedente articolo. Per quanto riguarda la domanda invece, occorre sottolineare che essa è influenzata da vari fattori. Tra questi figurano principalmente le variazioni delle condizioni monetarie interne che, nel caso di inflazione, danno luogo a spostamenti verso destra della curva di domanda; e variazioni di carattere stagionale che operano in un senso o nell'altro. Particolare importanza hanno anche le variazioni nelle aspettative circa la quantità di valuta offerta in futuro e circa le variazioni attese nei prezzi esteri e/o nelle disponibilità all'estero dei prodotti di importazione. Altri fattori, infine, operano nel senso di influenzare le schede di domanda in circostanze particolari che vedremo più avanti.

(2) Nel caso del sistema brasiliano, si sono avuti anche più di 30 cambi effettivi per il dollaro degli Stati Uniti in una sola categoria, nella Borsa di Rio de Janeiro.

2. — Passando ora ad esaminare la relazione tra i premi per una stessa moneta e categoria in Borse diverse, notiamo che, nelle ipotesi fatte, ragioni pratiche impediscono che vi sia un'egualizzazione parziale dei prezzi dei certificati di medesimo taglio. Ciò risulta chiaro quando si pensi che occorrono talvolta pochi minuti per esaurire i lotti di un determinato taglio; e che la quantità di valuta — e quindi il numero dei lotti — offerta nelle diverse Borse non è la stessa. Questo porta come conseguenza che non v'è sincronia tra le Borse e che, quindi, anche con le migliori possibilità di comunicazione in senso tecnico, i mercati delle singole Borse non sono comunicanti in senso economico. Non v'è, pertanto, alcun meccanismo di arbitraggi che assicuri l'eguaglianza dei premi nelle varie Borse, il che fa aumentare il numero dei cambi effettivi in modo pressochè proporzionale al numero delle Borse nel Paese, tenendo conto delle differenti quantità di valuta in esse offerte.

Va notato, tuttavia, che la molteplicità delle Borse può influenzare le schede di domanda in ciascuna di esse in due modi. In primo luogo, ciascun importatore può dare ordine ai suoi agenti di acquistare il certificato di cui abbisogna in diverse Borse, intendendo acquistare alla fine quello a prezzo più basso e restituire gli altri. Ciò ha l'effetto di determinare uno spostamento verso destra delle schede di domanda e quindi un aumento dei premi nelle varie Borse (meno una) in cui l'importatore decide di acquistare, rispetto a ciò che sarebbe avvenuto nel caso in cui egli avesse acquistato in una sola Borsa. Il fatto che questa pratica sia seguita o meno dipende da vari fattori tra cui principalmente: a) il costo del credito; b) il periodo di tempo che è necessario per ottenere il rimborso delle somme in moneta locale corrispondenti ai certificati non utilizzati; e c) la differenza attesa tra i premi nelle varie Borse in cui si acquista.

In secondo luogo, si può avere ciò che potrebbe chiamarsi una «comunicazione ritardata» tra le Borse. Se infatti si osserva che in una determinata Borsa il prezzo dei certificati di una categoria si mantiene sotto quello degli stessi certificati in altre Borse, alcuni operatori possono essere indotti a spostare parte dei loro acquisti su quella Borsa alla prossima asta. In questo modo le schede di

domanda in ciascuna Borsa restano influenzate in un senso o nell'altro e si produce una tendenza a mantenere gli scarti tra i premi in varie Borse (per la stessa moneta e categoria) entro certi intervalli.

3. - Limitando ancora le considerazioni ad una sola moneta ed una data Borsa, dobbiamo esaminare la relazione tra i premi, e quindi i cambi effettivi, per le varie classi o categorie di merci.

Sappiamo che la classificazione delle merci viene effettuata principalmente in base ai criteri della essenzialità e della protezione. Siccome per l'unico criterio relativamente maggiori assegnazioni di valuta vengono effettuate alle classi di beni più « essenziali »; e per l'altro criterio cambi effettivi più elevati (protettivi) sono necessari se si vuol raggiungere l'effetto voluto; entrambi i criteri conducono al risultato che si ha una scala crescente di premi, e cambi effettivi, quando si passa dalla classe di merci più essenziali a quelle via via meno essenziali. Il criterio della protezione, però, crea problemi particolari. Considerando ciascuna merce isolatamente, appare opportuno regolare le assegnazioni di valuta alla categoria cui essa appartiene in modo da concedere una protezione non superiore a quella ritenuta necessaria, altrimenti si creano extraprofiti di monopolio (sia pure temporanei). Questo non sarebbe un problema di difficile soluzione se non fosse per il fatto che nella stessa classe sono raggruppate merci che vengono prodotte secondo funzioni di costo con parametri differenti, per cui un'assegnazione di valuta che può soddisfare la condizione predetta per una merce può non soddisfarla per tutte o quasi tutte le altre. Il problema diventa ancor più complesso quando si prendano in considerazione succedanei « meno — che — perfetti » di produzione interna.

Un altro problema creato dal criterio della protezione si presenta in paesi con un « certo grado » di industrializzazione e con dazi specifici. In tali paesi, anche per l'effetto protettivo delle restrizioni, si hanno certe industrie nel cui costo reale di produzione entrano in quantità relativamente importante materie prime o semilavorati che non sono prodotti nel paese e sono quindi importati. I prodotti finiti di queste industrie sono, però, soggetti alla concorrenza dei prodotti importati

similari, così che, se si vogliono mantenere tali industrie, è necessario far sì che la relazione tra i cambi effettivi delle categorie cui appartengono le materie prime e i prodotti finiti stia in tal rapporto con la funzione dei costi monetari di quelle industrie, che la produzione interna possa continuare senza difficoltà. Quanto detto sopra circa le conseguenze del fatto che le funzioni dei costi sono diverse può ripetersi con riguardo al caso ora menzionato.

Per quanto una soluzione di questi problemi possa apparire difficile, una volta ottenutane una soddisfacente, essa potrebbe essere mantenuta per un certo tempo se i cambi non fossero soggetti ad oscillazioni. Il fatto è, però, che variazioni nei cambi effettivi si verificano generalmente da un'asta all'altra, principalmente perchè la domanda di valuta nelle categorie di merci implicate è soggetta a variazioni connesse con le variazioni delle domande per importazioni di beni che non fanno sorgere il problema della protezione, in quanto non prodotti all'interno. L'adattamento del sistema a queste oscillazioni può essere effettuato sia con variazioni nelle assegnazioni di valuta; sia con riclassificazioni di merci; sia con entrambi i metodi (3). Una circostanza importante che può riflettersi sul problema della protezione e, al tempo stesso, influenzare le schede di domande nelle singole categorie di merci è lo svilupparsi di una tendenza verso la contrazione degli introiti di divisa nella moneta in questione. Ciò può essere dovuto sia a variazione autonoma o indotta nella domanda estera, sia a concorrenza da parte di prodotti di altri paesi, sia ad un graduale aumento dei costi monetari dei prodotti di esportazione, accoppiato ad una domanda estera di elasticità superiore all'unità.

Quale che sia la causa della contrazione degli introiti in divisa, a questa fa seguito, a distanza di tempo più o meno breve, una riduzione delle assegnazioni di divise alle aste, che generalmente è più accentuata nelle categorie di beni meno essenziali. Il conseguente aumento dei cambi effettivi in queste categorie può raggiungere livelli tali da

(3) L'esperienza brasiliana tenderebbe a mostrare che il procedimento più semplice consiste nel variare le assegnazioni di valuta e solo eccezionalmente riclassificare le merci.

stimolare la produzione interna di certi beni nel cui costo figurano materie prime di importazione, oppure materiali interni prodotti in parte con materiali di importazione.

Le curve di domanda di quelle categorie che includono le materie prime implicate vengono così ad essere spostate verso destra, al tempo stesso che le nuove attività interne rendono necessario un riesame ed una nuova soluzione al problema della protezione, specialmente quando l'offerta di divisa torni ad aumentare.

Altri problemi possono sorgere con riguardo alle relazioni tra i cambi effettivi che si applicano alle varie categorie. Quanto sopra detto non ha la pretesa di darne una esposizione esauriente e adeguata: mira soltanto a sottolineare il fatto che dietro l'apparente semplicità dei sistemi di cambi d'asta pubblica si hanno problemi di difficile soluzione.

4. - La relazione indicata nel paragrafo precedente tra i cambi effettivi per le singole classi di merci vale per ognuna delle monete trattate. Per ciascuna, in altri termini, vi è una scala di cambi effettivi (irregolarmente) crescente quando si passa dalla classe di merci più « essenziali » a quelle meno « essenziali ». Se, però, si confrontano i livelli assoluti dei cambi effettivi di due monete diverse per ciascuna delle classi, si riscontrano generalmente differenze che, *grosso modo*, possono corrispondere alle valutazioni relative delle due monete in questione nei mercati internazionali. Una quantità di fattori, però, influenza i livelli dei cambi effettivi così che quella corrispondenza è molto imperfetta. Passando dal generale al particolare, si ha, in primo luogo che, come conseguenza dell'applicazione della norma secondo cui i pagamenti da e verso un paese vanno effettuati nella moneta di quel paese, i livelli dei cambi per ciascuna moneta tendono a riflettere i pagamenti da e verso ciascuno dei rispettivi paesi e non la valutazione delle monete stesse in un mercato libero internazionale.

In secondo luogo la distribuzione delle disponibilità di valuta in ciascuna moneta tra le varie classi è effettuata secondo i criteri indicati, e il cambio effettivo di ciascuna classe è influenzato

da questa assegnazione, che può avvicinarlo o allontanarlo ancor più dalla posizione relativa che avrebbe in un mercato internazionale. In terzo luogo le disponibilità di valute che vengono distribuite tra le varie classi sono quelle che risultano dopo aver dedotto dalle disponibilità totali le somme necessarie per pagamenti governativi o obbligazioni contrattuali fisse, i quali hanno generalmente una diversa importanza a seconda dei paesi. In quarto luogo si può avere che, proprio in conseguenza di questi pagamenti, soltanto saltuariamente rimangano quantitativi di una o più valute da offrire alle aste, così che le aste per queste valute sono effettuate, a distanza di parecchie settimane o mesi l'una dall'altra. In questi casi si genera una domanda « accumulata » di importazioni dai paesi implicati, la quale esercita un'influenza notevole sulla scheda di domanda di valuta, e quindi sul cambio effettivo, in ciascuna categoria. Infine le aspettative circa variazioni future nell'offerta di divise e in altri elementi influiscono generalmente, in modo differente sui cambi effettivi delle singole monete.

5. - Un ultimo aspetto della formazione dei cambi effettivi è rappresentato dalle variazioni relative di essi attraverso il tempo, quando si pongono a confronto due o più monete. A questo riguardo si può dire che ci sarebbe da attendersi un approssimativo sincronismo nelle fluttuazioni o nei movimenti, in generale, attraverso il tempo, qualora la causa di questi fossero variazioni nelle condizioni generali monetarie e nel reddito reale all'interno del paese, tutto il resto restando immutato. Se però variazioni di altro tipo intervengono, come ad esempio variazioni differenti nelle condizioni monetarie, nei redditi reali, nelle funzioni di importazione, ecc., nei paesi esteri, i cambi effettivi per le varie monete possono andar soggetti a variazioni attraverso il tempo non sincrone e non parallele, dipendendo ciò dall'intensità di ciascuno dei suddetti fattori che influenzano i premi d'asta, e dall'elasticità di sostituzione tra i beni d'importazione.

6. - Nei precedenti paragrafi si è usata l'espressione: cambio effettivo di una moneta. Ricordando quanto si è detto circa la molteplicità dei cambi,

anche per certificati dello stesso taglio, appare necessario esaminare se e con quali qualificazioni si può parlare di « cambio effettivo di una moneta », o addirittura di potere d'acquisto della moneta nazionale in termini di monete estere, tutte insieme considerate.

Limitando le considerazioni ad una singola moneta, si potrebbe affermare che, in prima approssimazione, il cambio effettivo per quella moneta si ottiene aggiungendo al cambio di parità il premio medio risultante dalle aste tenute nel periodo di tempo considerato. Per ottenere questo premio medio il procedimento più diretto, e che viene di fatto usato, consiste nel dividere la somma totale di moneta locale riscossa dalle autorità monetarie a titolo di premi, per il numero totale delle unità vendute della moneta estera considerata. A questo riguardo si deve, però, osservare, che la media così ottenuta ha un significato quasi esclusivamente statistico ed un significato economico piuttosto scarso. Per rendersi conto di ciò basta osservare che una tale media può essere presentata come il risultato finale di tre ordini di medie sovrapposte. Il primo ordine di medie consisterebbe nella media ponderata dei premi effettivi per le varie categorie di merci, in ciascuna Borsa, in ciascuna asta pubblica. Il secondo ordine di medie consisterebbe nel fare una media delle medie ora menzionate per tutte le Borse, e per le aste tenute in esse in un solo giorno. Il terzo ordine di medie consisterebbe nel fare una media delle medie così ottenute per il periodo di tempo considerato.

La corrispondenza tra il premio medio calcolato come sopra e il risultato delle tre medie successive ora indicate è abbastanza intuitiva e può essere facilmente dimostrata algebricamente.

Come si diceva, il significato economico di questo premio medio è piuttosto scarso. Infatti, se siamo interessati a conoscere l'effetto del sistema di cambi in parola sull'impiego dei mezzi di produzione tra le varie attività, ciò che è determinante non è il premio medio, nè tanto meno una qualsiasi delle medie intermedie, bensì i singoli premi (e cambi effettivi) che si formano in ciascuna categoria. Ciascuno di questi premi è l'espressione di un mercato chiuso in cui di fronte ad una data fun-

zione di domanda si ha una quantità fissa di moneta estera offerta. Come tali, questi premi rappresentano, quantità eterogenee che vanno considerate separatamente. Il fatto che il premio che si applica ad un gruppo di beni è diverso da quello che si applica ad altri gruppi — e spesso la differenza è volutamente grande — è importante per le conseguenze che ne derivano circa l'incoraggiamento allo sviluppo, o quanto meno al mantenimento, di certe attività economiche e circa l'ostacolo allo sviluppo o mantenimento di altre. L'astrazione dal premio medio nulla ci indica a questo riguardo.

Se fossimo interessati principalmente agli effetti monetari del sistema di cambi in parola, parrebbe che per essi il premio (cambio) medio avesse un significato. Confrontandolo col cambio medio di esportazione si potrebbe avere un'indicazione del se il sistema, di per sé, tenda a produrre un'espansione o una contrazione monetaria. Va osservato però che per gli effetti sopra indicati, più che l'astrazione statistica del premio medio ha importanza la somma totale di moneta locale « assorbita » attraverso il sistema valutario, cioè il dato grezzo dal quale detto premio è ricavato.

In conclusione, il premio medio e quindi il « cambio medio effettivo di una moneta » hanno un significato solo in quanto ci forniscono un'idea più o meno approssimata di quale potrebbe essere il livello del cambio per la moneta in questione che si avrebbe *nelle stesse condizioni di offerta e domanda di divisa*, in un mercato libero di cambi, nell'assenza di movimenti di capitali e speculativi. Qualora, poi, si calcoli il cambio medio per tutte le monete, o per un gruppo di esse, nel modo sopra indicato, il risultato non è che una pura espressione statistica poichè in tal caso la possibilità di considerarlo come l'espressione approssimata del potere d'acquisto della moneta nazionale in termini di monete estere, è ancora minore che nel caso di una sola moneta. Inoltre, se siamo interessati agli effetti del sistema di cambi in parola sulla direzione degli scambi internazionali, sono ancora i cambi effettivi per le singole monete estere, e non il cambio medio, che hanno influenza.

UGO SACCHETTI

APPENDICE

Aspetti dell'esperienza Brasiliana

1. — Per dare un'illustrazione concreta delle considerazioni che precedono e di alcune caratteristiche dei sistemi di cambi d'asta poste in rilievo nell'altro nostro articolo, forniremo in questo paragrafo e nei seguenti alcuni dati sull'esperienza brasiliana e qualche considerazione intorno ad essi.

Dobbiamo avvertire, anzitutto, che non è nostro intento fornire un esame esauriente di tutti gli aspetti dell'esperienza in parola; nè, d'altra parte, i dati a noi disponibili sarebbero sufficienti per un tale lavoro. Le serie disponibili non sono continue nè coprono tutto il periodo susseguente l'introduzione del sistema nell'ottobre 1953; ed in molti casi non si hanno i dati originari, bensì dati già elaborati sotto forma di medie e di valori globali, invece dei dati parziali. Per questo motivo e per ragioni di brevità, illustreremo, quindi, soltanto alcuni degli aspetti dell'esperienza brasiliana che appaiono degni di essere posti in rilievo.

Per l'interpretazione di alcuni dei dati che seguono è necessario richiamare molto rapidamente alcune caratteristiche fondamentali del sistema brasiliano nel suo complesso. La mancanza di un nesso funzionale tra i cambi di importazione e di esportazione, notata nel nostro precedente articolo, ha prevalso per tutto il periodo in Brasile. I tassi di cambio per le esportazioni sono stati variati di quando in quando, con alcuni elementi discriminatori, per le varie categorie di merci (inizialmente due, poi quattro, poi tre), mediante la fissazione di premi diversi da aggiungersi alla parità monetaria. Tanto per fornire un'idea degli ordini di grandezza, notiamo che il cambio più deprezzato è stato quello di circa 50 cruzeiro per dollaro. Per gli acquisti alle aste sono inizialmente stati stabiliti premi minimi, poi via via elevati più o meno in corrispondenza dei deprezzamenti dei cambi di esportazione. Il commercio e i pagamenti con i vari paesi si sono svolti su basi bilaterali senza possibilità di triangolazioni commerciali o valutarie. La regola per la fissazione delle quantità di divisa da offrire alle aste, è stata, in generale quella di basarsi sulle disponibilità, compresi i pagamenti attesi in breve termine come pure i margini di oscillazione dei saldi contemplati da eventuali accordi, al netto di impegni ufficiali, quote di rimborso di debiti commerciali passati, pagamenti governativi correnti, e partite simili.

È chiaro che tutti i fattori sopra indicati dovevano influire sulle quantità di valuta offerte alle aste, non solo come quantità assolute, ma anche nel senso che le quantità di valuta offerte per ciascuna delle singole monete hanno seguito, entro

certi limiti, tendenze separate e spesso notevolmente diverse da quelle seguite dai valori globali offerti. Va notato, a questo riguardo, che nel caso di alcune monete deboli, in alcuni periodi i premi minimi per le importazioni si sono rivelati più alti dei prezzi di domanda di tutti o quasi tutti gli importatori. Ciò ha fatto sì che si è avuta talvolta abbondanza relativa di tali valute in periodi di acuta scarsità generale.

Le disparità nelle condizioni di offerta delle varie valute hanno indubbiamente influenzato i livelli dei premi d'asta. Altro fattore importante sono state le condizioni monetarie interne e le variazioni nelle medesime. A questo riguardo, ai fini della breve rassegna che faremo dei premi d'asta, sarà sufficiente ricordare che gli indici dei prezzi e del costo della vita sono stati in continuo aumento (25% circa nel 1954). La sola eccezione è un certo livellamento degli indici dei prezzi all'ingrosso durante i primi quattro mesi del 1955 che riflette il fatto che durante l'ultimo trimestre del 1954 e l'inizio del 1955 le concessioni di credito da parte delle banche al settore privato della economia sono state sottoposte a restrizioni abbastanza pronunciate.

2. — Dopo le precedenti osservazioni di carattere introduttivo, passiamo a considerare il primo aspetto del sistema brasiliano degno di rilievo: le relazioni tra le quantità di valuta offerte alle aste, e quelle effettivamente acquistate (1).

Prendendo come base la colonna della Tabella I che indica, in percentuale, le quantità acquistate, possiamo dividere le monete in due gruppi: 1) quelle acquistate dal 95 al 100 per cento delle quantità offerte; 2) quelle acquistate in percentuali inferiori al 95 per cento. Circa il primo gruppo, il fatto che una frazione, sia pure molto bassa dell'offerta è rimasta invenduta è attribuibile alla circostanza che lotti di taglio differente vengono venduti in successione temporale e che importatori interessati in certificati di taglio elevato se non riescono ad acquistarli possono decidere di rinviare l'acquisto all'asta successiva, senza attendere la vendita degli altri certificati. Parte di questi ultimi può così restare invenduta.

Si nota anche che al primo gruppo appartengono monete circa le quali, *a priori*, ci si potrebbe attendere che una percentuale più elevata di quella

(1) Sarebbe interessante, naturalmente, studiare le variazioni attraverso il tempo delle quantità di valuta offerte per ciascuna moneta, e risalire alle cause di esse e delle disparità esistenti. Ciò, però, ci porterebbe molto al di là dei limiti del presente studio che tratta della formazione del cambio d'asta e dei suoi aspetti più immediati.

TABELLA 1

CERTIFICATI OFFERTI ALLE ASTE DURANTE IL 1954
(000 omessi)

VALUTA	SCADENZA	QUANTITÀ OFFERTE	QUANTITÀ VENDUTE IN PERCENTUALE DI QUELLE OFFERTE	PREZZO MEDIO IN CRUZEIRO
Dollaro U. S. A.	pronti	60.500	99,86	29,26 (a)
"	120 giorni	170.435	99,78	45,66
"	150 "	11.629	99,67	38,87 (a)
"	180 "	28.642	99,68	38,36 (a)
"	270 "	2.000	99,00	35,73 (a)
"	360 "	2.000	98,90	33,34 (a)
Corona danese	pronti	258.363	91,30	22,66
" svedese	"	192.650	96,41	27,60
Franco belga	"	144.500	99,83	47,90 (b)
" francese	"	20.440.000	99,62	33,39
" svizzero	"	74.003	87,15	26,24 (c)
Sterlina	"	4.321,2	99,98	46,32 (d)
Sterlina islandese	"	1.202,6	98,03	19,40 (e)
<i>Dollari d'accordo:</i>				
Argentina	pronti	14.300	60,17	25,80
Austria	"	1.750	99,43	37,88
Bolivia	"	4.100	43,10	12,91 (f)
Cecoslovacchia	"	19.650	79,53	23,27
Cile	"	13.500	71,16	19,17
Finlandia	"	24.700	78,32	17,67
Germania	"	95.600	98,82	37,49
Giappone	"	55.250	98,21	23,55
Grecia	"	10.700	81,30	21,18
Italia	"	41.950	92,37	25,17
Jugoslavia	"	37.250	41,68	18,92
Norvegia	"	26.400	77,33	22,30
Polonia	"	28.500	28,30	19,16
Portogallo	"	600	99,16	64,55 (g)
Spagna	"	18.100	93,26	29,69
Ungheria	"	10.500	44,25	21,90
Uruguay	"	43.290	8,45	14,95

a) I dollari con queste scadenze sono stati offerti solo nel periodo in cui la quantità totale offerta era al più alto livello mensile: da ciò le «basse» medie.

b) Il franco belga è stato offerto solo negli ultimi tre mesi dell'anno, per cui il prezzo medio non è confrontabile con gli altri. Esso è influenzato non soltanto dal trend generale crescente verso la fine dell'anno, ma anche dall'esistenza di una domanda accumulata.

c) Il franco svizzero è stato offerto soltanto durante la parte centrale dell'anno quando il livello generale dei premi era «basso» e le quantità offerte «abbondanti». Da ciò il «basso» premio medio.

d) La lira sterlina è stata offerta soltanto durante la seconda parte dell'anno ed in quantità limitate. È da presumere che il prezzo medio sarebbe stato più basso se questa moneta fosse stata offerta durante tutto l'anno ed in quantità comparabili ad es.: con il dollaro statunitense.

e) La «sterlina» islandese è stata offerta soltanto per merci di seconda categoria per le quali il premio è relativamente basso.

f) Il «dollaro» boliviano è stato offerto soltanto per merci di prima e seconda categoria per le quali i premi sono relativamente bassi.

g) Il «dollaro» portoghese è stato offerto solo per merci di quarta categoria per le quali il premio è relativamente alto.

effettiva venisse rifiutata; mentre non appartiene ad esso il franco svizzero, nonostante la solidità di questa moneta. Ciò può dipendere dalla limitatezza della quantità offerta rispetto alla domanda e dal periodo durante il quale la valuta è stata offerta.

Per quanto riguarda il secondo gruppo, si possono ripetere anzitutto queste ultime considerazioni, che aiutano a spiegare la discordanza tra le posizioni relative di certe monete sulla base delle percentuali, e ciò che ci si potrebbe attendere in base a considerazioni riguardanti la posizione relativa delle monete medesime nel mercato internazionale. Altri fattori importanti che influiscono sul livello delle percentuali sono la concordanza più o meno elevata tra le quantità domandate per ciascuna categoria e le ripartizioni tra le categorie delle quantità totali offerte, e l'esistenza di premi minimi.

Passando ora alla colonna dei premi medi, va richiamata, anzitutto, l'avvertenza circa il significato approssimato di tali medie. Ulteriori qualificazioni specifiche sono indicate nelle note in calce alla tabella. A ciò va aggiunto che specialmente nei casi in cui le percentuali acquistate sono notevolmente «basse», il premio medio è abbastanza influenzato dall'esistenza di premi minimi e dalla distribuzione della valuta per categorie. Per fare un caso estremo, se di una valuta gli importatori avessero acquistato soltanto certe quantità per importazioni di 5ª categoria (trovando i premi minimi per le altre categorie troppo elevati), e avessero fatto ciò durante l'ultimo trimestre dell'anno 1954, il premio medio sarebbe stato più elevato, sia pure di poco, di 75 cruzeiro per dollaro (il premio minimo per quella categoria), e cioè notevolmente più alto di quella per il dollaro U. S. A., nonostante la scarsa domanda di tale valuta.

3. - Il secondo aspetto del funzionamento del sistema brasiliano, e forse il più interessante per il presente lavoro, è costituito dall'andamento dei premi d'asta (2) per le varie monete, attraverso il tempo. Nell'intento di procedere, più innanzi, al confronto tra i comportamenti dei premi delle varie monete, è stato necessario effettuare una scelta tra le monete medesime in modo da formare un gruppo per quanto possibile omogeneo.

(2) Questo indica anche l'andamento dei cambi effettivi per le importazioni i quali sono dati dalla somma dei premi d'asta e dal cambio di parità che, compresa una tassa speciale (dell'8 per cento fino al 31 dicembre 1954, e poi del 10 per cento), è stato Cr. \$ 20,3256 e Cr. \$ 20,702 per dollaro, per i periodi indicati in parentesi.

Escludendo le monete che sono state offerte con intermittenza attraverso il tempo (la lira sterlina, il franco belga e il fiorino olandese) e ritenendo che, per le monete minori, fosse sufficiente limitarsi alla lira italiana (dollaro di accordo di pagamento) ed alla corona danese, la scelta è caduta, oltreché su queste due monete, sul dollaro statunitense e sul dollaro di accordo di pagamento con la Germania, come si mostra nella tabella che segue (3).

Data la limitazione dei dati, purtroppo, è stato necessario far uso di medie mensili per le cinque categorie di merci e per tutto il paese. La colonna delle quantità indica le quantità offerte e, per ciascuna quantità, la percentuale di essa che è stata acquistata.

Prima di passare ad esaminare questi dati da vicino è opportuno porre in termini generali i fattori principali, distinti da quelli occasionali, che

TABELLA 2

QUANTITÀ OFFERTE E PREMI REALIZZATI NELLE ASTE (MEDIE MENSILI DEI PREMI PER TUTTO IL PAESE)
(000 omessi)

M E S E	CORONA DANESE		DOLLARO USA (120 giorni)		DOLLARO ITALIANO		DOLLARO TEDESCO	
	quantità	premio	quantità	premio	quantità	premio	quantità	premio
1953-Ottobre	19.668 (55,1)	15,73	6.247 (89,7)	25,93	—	—	5.000 (85,0)	18,79
Novembre	25.291 (71,4)	18,01	18.090 (97,8)	30,97	—	—	12.000 (95,7)	24,42
Dicembre	39.977 (68,8)	16,80	29.999 (99,5)	27,93	—	—	10.000 (94,1)	21,15
1954-Gennaio	19.992 (69,9)	18,09	24.000 (99,6)	32,96	1.900 (97,4)	31,84	9.000 (95,3)	25,44
Febbraio	19.992 (99,1)	25,20	14.000* (99,9)	43,41	600 (98,8)	40,40	8.000 (99,7)	35,05
Marzo	44.982 (94,8)	20,54	13.634* (99,3)	43,27	3.100 (99,0)	30,20	9.500 (95,8)	28,45
Aprile	38.584 (80,3)	15,65	13.501* (95,9)	32,13	4.600 (98,1)	20,29	8.100 (98,1)	34,51
Maggio	18.592 (83,3)	16,56	32.000** (99,9)	30,64	9.000 (84,4)	16,36	12.500 (96,6)	33,15
Giugno	18.592 (89,8)	18,26	15.840* (99,9)	31,73	5.400 (75,9)	18,45	7.500 (99,9)	30,37
Luglio	11.200 (97,3)	21,04	20.160 (99,8)	43,63	4.800 (96,7)	22,24	7.100 (100—)	37,22
Agosto	16.450 (99,9)	23,87	22.000 (99,9)	50,67	5.400 (99,6)	25,97	8.500 (99,9)	44,21
Settembre	12.600 (99,5)	25,21	16.000 (99,9)	49,68	2.700 (100—)	29,14	6.800 (99,8)	40,73
Ottobre	16.289 (99,2)	20,51	15.300 (99,6)	57,05	1.800 (98,9)	36,93	6.600 (99,9)	44,93
Novembre	14.840 (97,3)	33,34	8.000 (100—)	78,54	1.300 (99,4)	51,91	6.000 (100—)	58,22
Dicembre	26.250 (97,3)	29,71	8.000 (100—)	70,94	1.350 (99,4)	41,49	6.000 (100—)	51,86
1955-Gennaio	22.400 (88,4)	25,52	8.000 (99,3)	64,77	2.250 (99,8)	38,29	6.900 (99,5)	49,76
Febbraio	15.750 (95,9)	26,92	6.000 (100—)	74,61	1.200 (99,4)	42,93	2.350 (100—)	66,68
Marzo	26.250 (...)	33,86	10.000 (...)	92,67	1.600 (...)	58,85	2.300 (...)	102,35
Aprile	15.750 (...)	39,46	6.000 (...)	100,87	1.200 (...)	64,42	1.050 (...)	123,41

* Quantità con altre scadenze sono state offerte. In complesso sono state: febb. 1954: 24 mil.; marzo 1954: 40,9 mil.; aprile 1954: 32,5 mil.; giugno 1954: 31,3 milioni.

** Tutta la quantità offerta per pronti.

(3) Le quantità indicate sono in unità delle monete rispettive. I premi per la corona danese sono «calcolati», moltiplicando quelli effettivi per la parità in termini di dollari. Le quantità offerte per il dollaro statunitense sono per consegna a 120 giorni

(salvo quando diversamente notato), mentre per le altre monete sono sempre per consegna immediata. Quando il dollaro è stato offerto per termini di consegna differenti, le quantità totali sono indicate in nota.

influenzano il livello dei premi e le sue variazioni e la direzione nella quale ci si può attendere che essi esercitino la loro influenza. Ricordando che gli scambi sono stati caratterizzati da un bilateralismo piuttosto marcato, i principali fattori appaiono i seguenti:

a) gli sviluppi delle condizioni monetarie; 1) all'interno; 2) in ciascuno dei paesi esteri;

b) gli sviluppi nel reddito reale: 1) all'interno; e 2) in ciascuno dei paesi esteri;

c) in breve periodo, la composizione degli scambi in ambo i sensi, per tipi di merci;

d) le elasticità di domanda e offerta per i beni scambiati all'interno e in ciascuno dei paesi;

e) le propensioni marginali all'importazione per i beni scambiati in ciascuno dei paesi;

f) le elasticità di sostituzione tra i beni importati dai diversi paesi;

g) le quantità di valuta offerte alle aste e le variazioni nelle medesime, le quali dipendono anche da molti dei precedenti fattori, specialmente: a, 2) e b, 2).

In linea generale si può dire che le quantità offerte di ciascuna valuta tendono ad avere un effetto preponderante che tende ad alterare le uniformità che risulterebbero dagli sviluppi interni nelle condizioni monetarie e nel reddito reale. Le differenze che possono risultare dalle diversità delle elasticità e propensioni marginali caratteristiche delle funzioni relative a ciascuno dei paesi considerati, preso isolatamente, tendono ad essere attenuate dalle elasticità di sostituzione tra i beni importati dai diversi paesi.

Osservando ora l'andamento generale dei dati, si può notare quanto segue. Nella fase iniziale i premi sono generalmente in aumento e per ciascuna moneta raggiungono un massimo nel febbraio 1954. Segue una fase di discesa che si arresta nel maggio 1954 per il dollaro statunitense e il « dollaro » italiano; nell'aprile del 1954 per la corona danese e nel giugno del 1954 per il « dollaro » tedesco. Riprende quindi l'ascesa che trova una punta intermedia per tutte le monete nel novembre 1954, seguita da un avvallamento che, ancora per tutte le monete, tocca il fondo nel gennaio 1955.

Un'altra caratteristica degna di rilievo, sempre da un punto di vista generale, è che, osservando il periodo gennaio-agosto 1954, si vede che mentre le quantità offerte, dopo l'aumento intermedio, erano ritornate alla fine del periodo quasi al livello prevalente all'inizio di esso (eccetto il « dollaro » italiano per il quale si ha un forte aumento) si registra un aumento nei premi che, sebbene limitato nel caso della corona danese, è superiore

al 50 per cento nel caso del dollaro statunitense e, ancor più, del dollaro tedesco. Da questo aumento si nota l'influenza delle condizioni monetarie interne, rimaste inflazionarie durante tutto il periodo, anche se si tiene conto del fatto che, per motivi non determinabili, una parte notevole dell'aumento si è verificata dal gennaio al febbraio 1954.

Considerando che le condizioni monetarie interne e i movimenti di credito reale nei quattro paesi considerati non mostrano contrasti o differenze sostanziali (ai nostri fini) nell'intero periodo in questione, le osservazioni ora fatte circa l'andamento dei premi sembrano indicare che i fattori che tendono ad imprimere uniformità alla serie, hanno prevalso sugli altri nel determinare la direzione delle variazioni. Gli altri fattori debbono aver influenzato la grandezza delle variazioni e così pure certi movimenti intermedi. È probabile che in condizioni monetarie interne meno decisamente inflazionarie, si sarebbero riscontrate coincidenze meno significative nei massimi e minimi intermedi.

Pur rendendoci conto di incorrere in una semplificazione della realtà, possiamo caratterizzare le varie fasi dell'andamento dei premi nel modo seguente. a) La prima fase che va dall'inizio del periodo al febbraio 1954 è decisamente influenzata dalle condizioni monetarie interne. b) La seconda fase, dal febbraio al maggio 1954, con premi in diminuzione appare risentire dell'aumento delle quantità di valuta offerte, mentre la persistenza delle condizioni inflazionarie ha presumibilmente impedito una diminuzione maggiore. c) La terza fase, dal maggio al novembre 1954, è caratterizzata da una rapida ascesa dei premi, con un aumento del 100 per cento e più (200 per cento circa nel caso del « dollaro » italiano). Essa appare associata con la drastica riduzione delle quantità offerte e con la continua espansione monetaria. Le variazioni nelle quantità offerte sono strettamente associate con le vicende del mercato del caffè. d) La diminuzione dei premi verificatasi durante il novembre 1954 - gennaio 1955 è probabilmente associata con il primo effetto delle restrizioni di credito al settore privato dell'economia in conseguenza delle misure introdotte nel settembre-ottobre 1954. Questa fase, però, può considerarsi come una semplice interruzione della fase di ascesa iniziata nel maggio 1954, e che continua dopo il gennaio 1955, specialmente a causa delle ulteriori riduzioni nelle quantità offerte e probabilmente del fatto che, a quel livello, l'elasticità della domanda di valuta deve essere molto bassa.

Scendendo a considerazioni meno generali, si può osservare che molte delle fluttuazioni intermedie sono difficilmente spiegabili sulla base degli elementi a disposizione. Si nota, infatti, che in

molti casi, variazioni marcate nelle quantità offerte, da un mese ad un altro, sono accompagnate da relativamente lievi variazioni nei premi medi e che in altri casi, invece, a variazioni relativamente lievi nelle quantità offerte, corrispondono variazioni notevoli nei premi. Queste fluttuazioni erratiche di più breve periodo, solo in parte imputabili all'uso di medie, vanno attribuite ad un complesso di cause concomitanti, tra cui principalmente: le condizioni monetarie interne; la tendenza delle monete minori a muoversi in « simpatia » con il dollaro USA; acquisti speculativi dovuti a timori di riduzioni, o di ulteriori riduzioni nelle quantità offerte; oppure dilazioni di acquisti per i motivi opposti, ecc. (4).

Per chiudere questa discussione, notiamo che i premi medi possono anche essere stati influenzati dalle redistribuzioni delle quantità offerte tra le categorie di importazioni, che non sono uniformi per le varie monete. Ricordiamo che per il dollaro USA le percentuali attribuite alle varie categorie prese nell'ordine dalla 1ª alla 5ª, nel febbraio 1954 erano: 30; 37; 30; 2; 1. Nell'aprile 1954 dopo la riclassificazione delle merci effettuate nel marzo 1954, esse erano: 37; 35; 25; 2; 1. Nel marzo 1955, in seguito alla drastica riduzione nelle quantità offerte, esse erano: 45; 32; 20; 2; 1; rispettivamente. Per brevità non riportiamo le variazioni introdotte nel caso delle altre monete.

4. - Il terzo aspetto dell'esperienza brasiliana è rappresentato dall'ampiezza del campo di variazione dei premi. Commenteremo brevemente la ampiezza delle variazioni: a) tra premi in una categoria; b) tra premi per le cinque categorie per una sola moneta; c) tra i premi medi nelle varie città, attraverso il tempo.

a) L'esistenza di premi diversi per una moneta, per una sola categoria, in una sola asta, in una città, dipende, come s'è detto dal fatto che vi sono certificati di diverso taglio, che essi sono offerti in momenti differenti e che non sono trasferibili. Sulla base di considerazioni generali si potrebbe arguire che oscillazioni del 5-10 per cento appartengono all'ordine normale delle possibilità specialmente dopo che gli operatori hanno acquistato una certa esperienza. Il fatto è, invece, che specialmente nel caso della terza categoria si sono

(4) Poca importanza va attribuita alle notevoli variazioni mensili nelle quantità durante il periodo febbraio-marzo-aprile 1955 perchè esse in gran parte sono dovute al fatto che le aste sono settimanali (5 settimane utili in marzo 1955 per molte monete) e che durante entrambi i mesi di febbraio e aprile una settimana è stata inutilizzata in corrispondenza del carnevale e della Pasqua.

avute oscillazioni molto maggiori che in casi estremi hanno raggiunto anche il 40% (5). Se questo sia dovuto alla circostanza che in quella categoria vi sono al tempo stesso merci usualmente importate per valori superiori ai 5-10 mila dollari e merci che ciascun singolo importatore acquista per valori inferiori ai 1000 dollari; oppure sia dovuto ad altra causa o combinazioni di cause è difficile dire. Il fatto importante che l'esperienza dimostra è il peso della decisione amministrativa (che in Brasile spetta al presidente della Borsa) che consiste nel dividere le quantità assegnate a ciascuna categoria in certificati di vario taglio.

b) L'esperienza di premi diversi per importazioni di merci classificate nelle varie categorie, a differenza di quella di cui sopra, è intenzionale. Ciononostante il campo di variazione può talvolta diventare molto più ampio di quello voluto. Usando come esempio il dollaro U. S. A. e la borsa di Rio de Janeiro, osserviamo ad esempio che la relazione tra i premi pagati per importazioni della prima e quinta categoria è stata di frequente di 1 a 4, con larga approssimazione. Talvolta ha però raggiunto anche il livello di 1 a 5 come nell'asta del 10 maggio 1955 quando il minimo è stato di 66,80 cruzeiro (1ª Cat.) e il massimo di 337,00 cruzeiro (5ª Cat.). Lo scarto per altre monete è spesso molto minore.

c) L'esistenza di premi differenti tra le varie città dipende dalla mancanza di comunicazione, in senso economico, tra le varie borse. Sebbene nulla escluda che l'esperienza dimostri il contrario, supporremo che le vicende di una moneta siano sufficientemente rappresentative di quello che accade per le varie monete. In quanto segue discuteremo, quindi, le vicende del dollaro U. S. A. Purtroppo, per mancanza di dati migliori, siamo costretti ad usare medie mensili le quali, com'è intuitivo, riducono il campo di variazione per due vie. Come medie tra i premi per le varie categorie in una sola asta, tendono non soltanto ad attenuare l'ampiezza delle variazioni in una o due categorie, ma anche a ridurre la grandezza delle differenze percentuali tra i premi per una delle categorie basse (ad es.: la prima) nelle diverse borse, in quanto essa viene oscurata dalle maggiori differenze assolute tra i premi per le categorie più alte. Inoltre, le medie di queste medie, nel tempo, riducono ancora le ampiezze estreme che potrebbero esistere in ciascuna asta.

(5) Ad es.: nell'asta del 25 aprile 1955 (Rio de Janeiro) i certificati di 3ª categoria in « dollari » italiani sono stati acquistati a premi varianti da 61 a 82 cruzeiro. Per il « dollaro » tedesco a S. Paulo il 25 aprile 1955, il campo di variazione per la terza categoria è stato da 156 a 213,30.

TABELLA 3

VARIABILITÀ RELATIVA DEI PREMI ALLE ASTE

	In Rio, San Paulo, Recife e Porto Alegre			In Rio, Salvador e Vitoria		
	I	II	III	I	II	III
1953-Novembre .	23,95	44,76	40,07	30,85	93,25	64,47
Dicembre .	19,15	24,06	15,53	44,26	63,10	48,49
1954-Gennaio . .	18,00	19,90	17,92	48,86	35,99	29,72
Febbraio . . .	9,78	11,93	6,81	52,07	26,26	47,50
Marzo	22,15	19,46	13,22	64,44	66,25	79,44
Aprile	14,55	21,02	9,35	13,81	31,64	42,77
Maggio	16,64	15,98	8,35	21,95	25,17	41,00
Giugno	4,55	20,91	6,01	44,41	22,21	25,52
Luglio	4,88	15,20	3,83	18,24	23,14	17,93
Agosto	5,95	10,39	6,83	44,89	45,00	38,88
Settembre . .	16,95	9,96	7,29	14,21	25,22	43,16
Ottobre . . .	12,22	13,51	7,71	20,68	23,81	39,42
Novembre . .	5,97	7,74	8,03	8,57	33,00	34,27
Dicembre . . .	6,85	11,72	3,12	34,62	31,96	23,77
1955-Gennaio . .	6,68	5,64	3,63	14,05	32,38	26,26
Febbraio . . .	15,11	9,94	10,38	15,61	16,68	61,51

Allo scopo di accertare se vi è stata una tendenza al restringimento delle differenze tra le quotazioni nelle diverse borse, abbiamo escluso la quarta e quinta categoria (che, per il fatto di ricevere quantità di valuta estremamente basse, sono soggette a violente fluttuazioni) ed abbiamo basato i calcoli sulle quotazioni di certificati nelle quattro città alle quali sono assegnate le più alte quantità di valuta: Rio de Janeiro, San Paulo, Recife e Porto Alegre. Per ciascun mese dal novembre 1953 al febbraio 1955 abbiamo calcolato la differenza massima tra i premi medi nelle quattro città e l'abbiamo rapportata alla semisomma del massimo e minimo. I risultati sono riportati nella prima parte della seguente Tabella 3. Abbiamo, poi, effettuato gli stessi calcoli per le città di Rio de Janeiro (con assegnazioni molto alte) e Salvador e Vitoria (entrambe con assegnazioni molto basse). La ragione per cui abbiamo calcolato questa seconda serie è che le quotazioni a Vitoria per motivi non facilmente accertabili, sono risultate frequentemente più basse di quelle di tutte le altre città.

I dati sembrano mostrare (con tutte le riserve fatte innanzi circa l'uso delle medie) che vi è stato un periodo di assestamento durato più o meno fino al gennaio 1954. Dopo questo periodo soltanto i dati della terza colonna sembrano indicare una tendenza alla riduzione della ampiezza tra le quattro principali città considerate. Questo però è tutt'altro che sufficiente per concludere che una tale tendenza è rimasta in atto, specialmente quando si osservi che le ultime tre colonne sono quelle più rappresentative dell'intero sistema, dato che Rio de Janeiro ha spesso registrato le quota-

zioni più alte e Vitoria frequentemente le quotazioni più basse. L'unica conclusione possibile è, quindi, che l'ampiezza relativa non ha mostrato nè tendenze all'aumento nè tendenze alla diminuzione.

U. S.