

BORSA

QUINDICINALE DEI MERCATI FINANZIARI

Milano, 16 settembre

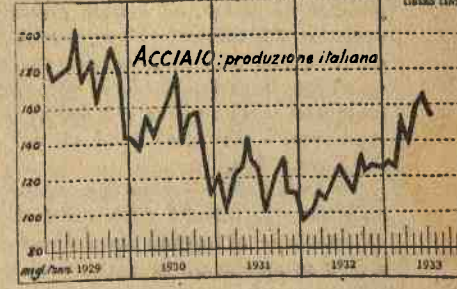
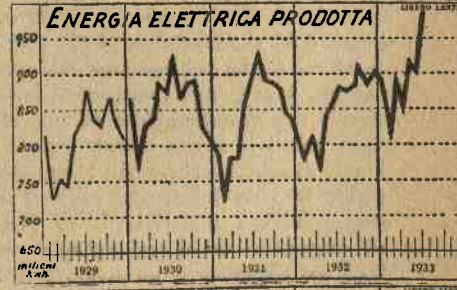
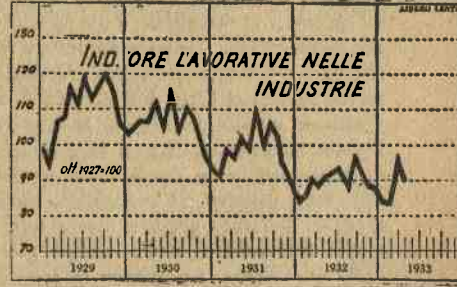
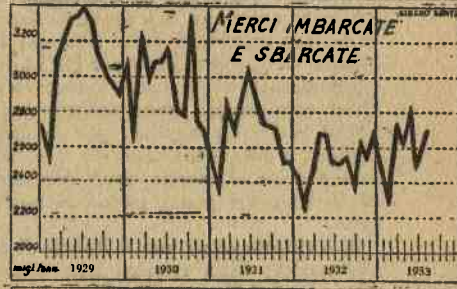
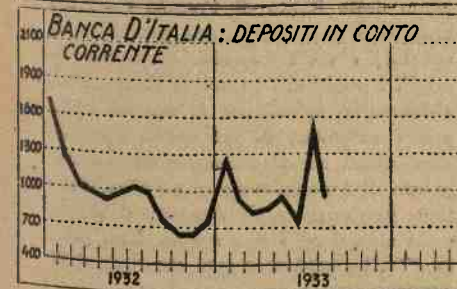
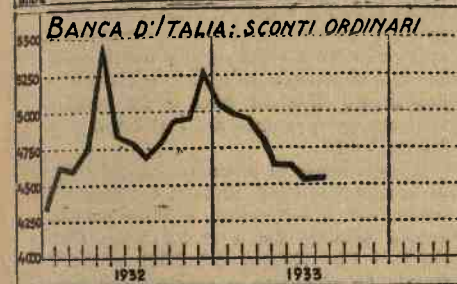
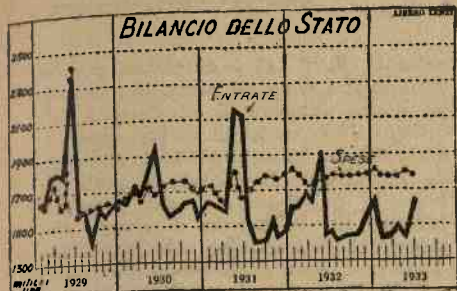
L'economia manovrata è — al giorno d'oggi (domani vedremo) — come le famose ciliegie: che una tira l'altra, e non si sa dove si vada a finire. Roosevelt — ora che sono passati i primi istanti di curiosità (la gente va spesso in cerca del pittoresco scontro automobilistico o della fortunata combinazione di vedere un uomo che annega), sopito il clamore dei primi entusiasmi, calmati i profeti irrequieti di previsioni, diminuite di tono le enfasi religiose, — si trova a dover condurre a termine l'esperimento. Momento difficile, quando la gente ha fretta; quando è alle porte un Congresso infarcito di malumori, che s'era lasciato strappare — in una tempestosa vigilia di vacanze — la prodigale formula dei pieni poteri, e dove si sovrappongono formidabili interessi. Momento difficile, perchè premono questioni politiche internazionali — cordone ombelicale che neppure le rincrudite autarchie riescono a tagliare —; e si riaffaccia il problema dei debiti europei proprio quando i cubani si divertono nelle solite rivoluzioni; e il tema della stabilità monetaria si fa più petulante, se l'Inghilterra lo vuole far pesare sulla imminente Conferenza del disarmo. Momento difficile, ancora, perchè si avvicina il quinto inverno di crisi, e permangono undici milioni di disoccupati; e gli appelli al risparmio popolare non sono possibili che a dollaro stabilizzato. Momento difficile, infine, perchè il problema bancario torna in una fase acuta; e può essere la buccia di banana delle scivolote monetarie.

Ancora una volta, gli occhi del mondo sono ansiosamente fissati sulla repubblica stellata, in questo autunno temporalesco. L'Europa ha sistemato la sua posizione monetaria, chiarificandola: ha detto ben chiaro la sua irriducibile avversione per le soluzioni miracoliste, e questo deciso atteggiamento — dove non ha fatto scuola l'esperimento americano — induce la stessa Gran Bretagna a persistere nella «benevola neutralità» verso il Blocco aureo, al quale Londra è legata da interessi politici non trascurabili. E c'è dell'ottimismo, in questo pertinace ritentare il puzzle del disarmo; c'è dell'ottimismo sul vecchio problema dei debiti di guerra, risolto ormai dall'opinione pubblica del mondo, anche se non formalmente dalle diplomazie. Ma si aspetta che Roosevelt giri l'angolo della strada: un angolo difficile e — come tutte le svolte — pieno di incognite.

Gli uomini d'affari — così come i governi dei Paesi — hanno bisogno di fare dei calcoli a lunga scadenza. I risparmiatori hanno bisogno del minor numero possibile di esperimenti. I disoccupati hanno sete di lavoro; il danaro ha urgenza di investimenti; e l'imprenditore sembra accarezzare ancora sogni di coraggiose imprese. Siamo tutti «sul piede sinistro», pronti per partire. Ma le false partenze rendono nervosi; e compromettono la corsa, come diceva quel mio amico a San Siro.

SOMMARIO DELLE PAGINE INTERNE

Mercato monetario (m.m.), p. 2 — Il saggio d'interesse, oggi e domani (HARTLEY WITHERS), p. 3 — Riserve auree e portafoglio divise delle banche centrali (GIULIANO RALDI), p. 4 — Tramonto del «gold exchange standard»? (ATTILIO OBLATH), pp. 5-6 — L'industria tessile italiana (truth), p. 7 — Mercato valori (MARIO SEGRE), pp. 8-9 — Esami di bilanci (m. s.), p. 10 — Pragmatismo nella politica monetaria inglese (CARLO PAGNI) pp. 11-12 — Lettera dagli Stati Uniti (ALFA) pp. 13-14 — Le merci e i prezzi (c. van.), p. 15 — Il bilancio francese (J. RIAS), p. 16.



“BORSA,, esce il 1 e il 15 di ogni mese
 Abbonamento anno L. 40 (estero L. 65)
 Un fascicolo . . . L. 2 (estero L. 3.-)
CASA EDITRICE ARACNE
 MILANO - Via Kramer, 32 - Tel. 91-543

1933 (XI)
 16 settembre n. 14
 c. c. postale

Mercato

Dopo una fase di debolezza, la sterlina è ferma - Si attende l'ulteriore comportamento del dol-

Mentre si accentua la fermezza delle monete a base aurea (abbiamo quotazioni particolarmente sostenute per fiorino e franco svizzero, grazie anche ai reali sforzi che vanno compiendo questi due Paesi per il riassetamento dei loro bilanci pubblici) la relativa stabilità delle divise anglosassoni attraverso un periodo di nervoso alternarsi di lievi cadute e di controllati rialzi: curve che in linguaggio statistico si chiamano a «dente di sega». Il dollaro approfitta della richiesta stagionale di quella moneta per gli approvvigionamenti di materia prima che i Paesi continentali fanno solitamente in questi mesi. La sterlina, per la stessa ragione, è offerta sul mercato. A Milano, essa è scesa al disotto delle quotazioni di 60 lire, nei primi giorni di settembre.

Si è chiesto come mai il Fondo di stabilizzazione della sterlina non intervenisse. Probabilmente l'Inghilterra cerca di «guadagnare tempo», in un atteggiamento di attesa guardando verso gli Stati Uniti. Il viaggio di Montagu Norman è stato una delle linee di questa politica. L'Inghilterra è in una situazione monetaria il cui avvenire dipende in gran parte dall'atteggiamento americano: infatti essa segue con crescente inquietudine il dollaro, e sembra che consciamente lasci flettere la sterlina, in modo da mantenere un livello di svalutazione analogo. Frattanto, l'industria britannica preme, preoccupata dalla possibile concorrenza con i vari «dumpings monetari» e i domini — legato economicamente agli Stati Uniti è il Canada — accentuano questa pressione. Il Governo inglese ha pensato di non fare sperperi di interventi, e ha lasciato per qualche settimana inattivo l'Equalization Fund; il quale pertanto sembra essere nuovamente intervenuto negli ultimi giorni della quindicina, riportando la sterlina, dai minimi di 80,55 frs. (a Parigi) raggiunti il 17 ct., (svalutaz. 35 %) a 82.10 il 12 ct. Anche nel mercato dell'oro a Londra, i principali acquirenti hanno cessato per qualche giorno la loro attività: infatti la Banca d'Inghilterra e il Fondo di egualizzazione non hanno comperato in vista dei recenti aumenti del prezzo dell'oro in sterline. L'oro offerto sul mercato — cui si aggiungono recenti invii dal Giappone — ha potuto così diminuire di prezzo, ed è stato assorbito soltanto dai compratori continentali, i quali devono procurarsi sterline per acquistarlo. Il prezzo dell'oro, che aveva raggiunto i 131 scellini e 3 denari il 2 settembre, è così sceso a 127 sh. e 7 d. il 13 settembre.

Gli Stati Uniti — dopo il tentativo di aumentare la velocità della circolazione monetaria — si trovano ora a dover decidere se aumentare la quantità di moneta, per ottenere lo stesso effetto. Finora, pertanto, nessun fatto giustifica previsioni in qualsiasi senso sulla politica monetaria americana, ragion per cui tutti si affannano a farne. Il bilancio

Saggi monetari		genn. 1933	31 mar. 1933	30 apr. 1933	31 mag. 1933	30 giug. 1933	31 luglio 1933	30 agos. 1933	14 sett. 1933
Milano	ufficiale	4	4	4	4	4	4	4	3,50
	privato 4 mesi	4-4.75	3.75-4.75	3.75-4.75	3.50-4.75	3.50-4.75	4.00-4.75	4.00-4.75	3.50-4.50
	finanz. a 4 mesi	5.50-7.50	5.25-7.50	5.00-7.25	4.50-7.25	4.50-7.25	4.75-7.25	4.75-7.25	4.50-7.00
	rendim. Consolidato	5.82	6.00	5.96	5.87	5.78	5.70	5.69	5.61
Londra	ufficiale	2	2	2	2	2	2	2	2
	sconto privato 4 mesi	$\frac{7}{8}, \frac{15}{16}$	$\frac{1}{2}, \frac{9}{16}$	$\frac{7}{16}, \frac{1}{2}$	$\frac{7}{16}$	$\frac{1}{2}, \frac{9}{16}$	$\frac{7}{16}$	$\frac{7}{16}, \frac{1}{2}$	$\frac{7}{16}$
	prestiti giornalieri	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{4}, 1$	$\frac{1}{2}, 1$	$\frac{1}{4}, 1$	$\frac{1}{4}, 1$	$\frac{1}{2}, 1$
New York	ufficiale	2.50	3.50	3	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$
	sconto priv. 4-6 mesi	$1\frac{1}{4}, 1\frac{1}{2}$	2-2 $\frac{1}{8}$	$\frac{5}{8}$	$\frac{5}{8}$	$\frac{5}{8}, 1$	$1\frac{1}{2}, \frac{5}{8}$	$\frac{3}{4}, 1$	$1\frac{1}{4}, \frac{3}{4}$
	call money	1	3	1	1	1	1	1	$\frac{3}{4}$
Parigi	ufficiale	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	sconto privato (breve)	$1\frac{1}{4}, 1\frac{1}{2}$	$1\frac{1}{8}, 2\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{8}, 2\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{4}, 2\frac{1}{8}$	$1\frac{1}{2}, 2$	$1\frac{1}{8}, 2$	$1\frac{1}{4}, 1\frac{1}{8}$	$1\frac{1}{8}, 1\frac{1}{4}$
	prestiti giornalieri	$1\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{4}$	1	1	$1\frac{1}{8}$	$1\frac{1}{8}$
Berlino	ufficiale	4	4	4	4	4	4	4	4
	sconto privato (breve)	$3\frac{1}{8}$	$3\frac{1}{8}$	$3\frac{1}{8}$	$3\frac{1}{8}$	$3\frac{1}{8}$	$3\frac{1}{8}$	$3\frac{1}{8}$	$3\frac{1}{8}$
	prestiti giornalieri	$4\frac{1}{4}, 5\frac{1}{4}$	5-6	$4\frac{1}{8}, 5\frac{1}{4}$	$4\frac{1}{4}, 5\frac{1}{2}$	$4\frac{1}{8}, 5\frac{1}{2}$	$4\frac{1}{2}, 5\frac{1}{8}$	$4\frac{1}{2}, 6$	$4\frac{1}{2}, 6$

monetario

lato - Ancora riduzioni dei saggi monetari - Prossimi appelli dei governi al risparmio privato

Situazione degli Istituti di Emissione

BANCA D'ITALIA (in milioni di lire)

	31 dic. 1932	20 apr. 1933	10 ag. 1933	20 ag. 1933	31 ag. 1933
ATTIVO:					
Riserva aurea	5.889	6.424	7.013	7.018	7.032
Valute equiparate	1.304	708	396	336	318
Portafoglio	5.249	4.807	4.578	4.563	4.588
Anticipazioni	1.291	579	385	382	514
PASSIVO:					
Circolazione	13.872	12.869	13.250	13.121	13.256
Debiti a vista	541	350	342	332	326
Depositi in c. c.	776	986	1.266	1.353	983
% copertura aurea	42.7	50.1	53.0	53.3	53.0

BANCA DI FRANCIA (milioni di frs.)

	fine dic. 1932	21 apr. 1933	18 ag. 1933	25 agosto 1933	1° sett. 1933
ATTIVO:					
Oro in cassa	83.016.5	80.834.6	82.092.5	82.226.7	82.277.0
All'estero: depositi	2.988.3	2.426.0	1.293.9	1.290.6	1.290.6
effetti	1.545.2	1.465.0	1.374.4	1.361.2	1.348.1
Effetti scontati	3.437.7	3.188.8	2.803.5	3.207.4	2.804.4
Anticipaz. allo Stato	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0
altre	2.515.5	2.675.5	2.722.5	2.687.7	2.763.3
Cassa d'ammort.	6.802.4	6.607.8	6.436.5	6.416.9	6.416.9
Attività diverse	5.906.4	5.824.5	5.352.9	5.342.7	5.552.3
PASSIVO:					
Biglietti in circolaz.	85.027.5	83.780.2	81.530.3	81.142.5	82.865.2
Depositi dello Stato	2.310.7	2.384.9	2.981.3	2.775.4	3.190.2
privati	19.813.6	17.681.1	18.387.7	19.454.4	17.069.4
Passività altre	2.800.1	2.965.9	2.377.0	2.360.9	2.358.8

BANCA D'INGHILTERRA (migliaia di Lst.)

	fine dic. 1932	19 apr. 1933	23 ag. 1933	30 agosto 1933	6 sett. 1933
Divise e verghe	119.788	184.835	191.498	191.666	191.659
Circolazione	371.193	376.123	374.556	374.003	375.226
Depositi: pubblici	8.865	9.912	32.243	41.243	21.454
bancari	102.409	103.976	90.543	79.425	97.423
altri	33.780	36.014	42.401	42.930	44.978
Titoli di Stato	102.372	75.201	84.906	83.996	83.536
Sconti e antic.	18.509	11.830	10.060	9.973	9.895
Altri titoli	17.738	11.832	11.481	11.698	12.423
Riserve presso il Banking Dep.	24.401	68.712	76.942	77.863	76.433
«proporzionale»	23.8	35.1	46.5	47.2	46.6

REICHSBANK (milioni di Reichsmark)

	fine dic. 1932	15 apr. 1933	14 ag. 1933	23 agosto 1933	31 ag. 1933
ATTIVO:					
Oro	806.2	421.3	270.46	286.76	307.32
» all'estero	43.6	18.5	58.5	63.6	93.7
Valute estere	113.8	108.3	74.3	74.2	74.3
Cambiali e chèques	2.906.1	3.028.3	3.021.7	2.934.5	3.163.7
Argento e altre monete	177.1	205.6	267.8	316.9	196.6
Banconote altre banche	3.1	9.8	11.1	15.4	3.5
Anticipazioni	176.1	72.1	75.5	64.9	163.0
Investimenti	397.5	318.5	320.3	319.7	320.2
Altre attività	633.6	399.3	497.4	503.7	548.6
PASSIVO:					
Capitale e riserva	567.4	623.1	623.1	623.1	623.1
Circolazione	3.560.4	3.422.5	3.327.9	3.251.4	3.521.2
Obbligaz. giornaliere	539.8	359.9	352.9	420.3	415.5
Altre passività	745.9	157.7	234.7	221.4	217.7
copert. della circolaz.	25.3%	10%	10.4%	11.1%	10.8%

FEDERAL RESERVE BANKS U.S.A. (milioni di doll.)

	fine dic. 1932	19 apr. 1933	25 ag. 1933	1° sett. 1933	8 sett. 1933
ATTIVO:					
Riserva aurea	3.148.5	3.365.6	3.589.5	3.588.0	3.588.4
Altre riserve	173.3	215.6	243.6	239.9	221.1
Totale portafoglio	287.4	414.3	150.1	153.2	144.8
Cambiali acquistate in o. m.	33.3	208.4	7.3	6.9	6.9
Totale titoli di Stato	1.850.7	1.837.1	2.094.0	2.128.7	2.168.3
Totale attività produtt.	2.157.0	2.465.4	2.253.3	2.290.7	2.320.1
Totale attività	6.105.4	6.637.4	6.571.9	6.595.4	6.640.9
PASSIVO:					
Biglietti in circolazione	2.735.5	3.477.4	2.984.9	2.974.2	3.010.9
Depositi Banche	2.431.7	2.158.6	2.431.9	2.426.6	2.439.4
Depositi del Governo	42.2	25.5	49.2	67.9	55.7
Totale depositi	2.563.2	2.347.5	2.856.3	2.897.0	2.873.0
Capit. e soprapp.	410.7	428.3	424.8	424.7	424.6
Totale passività	6.105.1	6.637.4	6.571.9	6.595.4	6.640.3
% riserve	62.7%	61.5%	67.9%	67.5%	67.0%

della F. R. B. al 7 settembre, per la prima volta dopo sei settimane, mostra un timido aumento di circolazione (37 milioni di dollari), ma questo aumento è giustificato dal corrispondente aumento di 38 milioni di dollari di titoli di Stato in portafoglio: il che potrebbe indicare che le Banche di riserva comincerebbero a scontare obbligazioni federali per fornire risorse al Tesoro.

Nelle Borse valori americane, riprende il movimento di debolezza. I prestiti ai brokers, stazionari in luglio (916 milioni) e in agosto (917 milioni) scendono a 851 milioni nella prima settimana di settembre (392 milioni un anno fa). Le quotazioni complessive dei titoli, al valore di Borsa, davano al 1° agosto la cifra di 32.762 milioni di dollari e al 1° settembre 36.670 milioni, ma sembra ormai totalmente scontato ogni fattore rialzista visibile, in attesa della conclusione del conflitto tra banchieri e Governo federale e quindi delle linee della politica monetaria futura. Frattanto i saggi monetari raggiungono livelli assai bassi, e si attende un'ulteriore riduzione del saggio ufficiale (che il 25 maggio 1933 era stato portato dal 3 al 2.1/2 % a Nuova York).

Il movimento di attenuazione dei saggi di sconto prosegue in tutti i Paesi (in Italia, dal 4 settembre, è stato portato quello ufficiale dal 4 al 3.1/2 %; Hel-singfors l'ha ridotto dal 5.1/2 al 5; il Belgio ha attenuato il saggio delle anticipazioni, ecc.). Prosegue il movimento di lenta flessione delle valute scandinave, e nessuna variazione apprezzabile si riscontra nelle altre valute.

Nella situazione delle Banche centrali, è da menzionare l'ininterrotto aumento di riserve auree della Banca d'Italia, la cui copertura aurea è del 53 %; della Banca di Francia (50 milioni di frs. nell'ultima settimana di agosto), della Reichsbank (che porta a 307 milioni la sua riserva aurea, cifra massima raggiunta dal giugno in poi), della Banca Belga, e di quella d'Olanda. La F. R. B. vede aumentare — in ragione dell'eccesso di liquidità delle Banche — i depositi bancari presso di essa (13 milioni di doll. nella I settimana di settembre), mentre diminuiscono i depositi del Governo (—12 milioni). Una diminuzione di depositi — che in parte è stagionale — si nota anche nella situazione della Banca di Francia (—2.400 milioni di frs. nell'ultima settimana di agosto); e tra i depositi, diminuiscono quelli « pubblici » presso la Banca d'Inghilterra di 20 milioni di sterline nella prima settimana di settembre, diminuzione che è pertanto compensata dall'aumento di depositi bancari ed altri. Analoga diminuzione di depositi si rileva nella situazione a fine agosto della Banca d'Italia, evidentemente per ragioni di carattere stagionale.

(Ulteriori notizie sul dollaro e sulla sterlina si vedano negli articoli sugli Stati Uniti e sull'Inghilterra, in questo stesso numero di «Borsa»).

Il saggio d'interesse, oggi e domani

nel pensiero di Hartley Withers

(Copyright by "Borsa")

La questione del futuro corso del saggio d'interesse riscuote attualmente l'attenzione di tutto il pubblico dei risparmiatori, speculatori, industriali, commercianti e contribuenti: e, si può dire, non fu mai così difficile, come oggi, predirlo con una certa sicurezza. In ogni tempo, tali previsioni condussero coloro che operarono basandosi su di esse, a perdite e disinganni. Così, anni fa, alla fine del diciannovesimo secolo, nei giorni in cui le monete si muovevano più o meno in armonia alle leggi che ne potrebbero predire le variazioni, ricordo d'aver sentito asserire da un noto commerciante del mercato dei British Consols, che quando si vuol prevedere il probabile andamento del mercato monetario, la cosa più saggia da farsi è di raccogliere il più vasto numero possibile d'opinioni di esperti, ed agire poi nella direzione nettamente opposta a quella indicata dalle loro conclusioni. Oggi, come osservò un banchiere di grande esperienza, quand'io tentai di farlo parlare sull'argomento, non è il caso di cercare di prevedere il futuro andamento della moneta, poichè non v'è più un vero e proprio mercato monetario, ma solo una situazione politica, e poichè le influenze che realmente contano sono quelle di carattere politico. E questo è vero senz'altro; ma, forse, invece di oscurare la posizione, la rende un poco più accessibile alle nostre congetture.

Una cosa che, sia le antiche esperienze, sia gli avvenimenti recenti confermano, è che ai bassi prezzi delle merci corrisponde il denaro a buon mercato. Il più lontano esempio di questa correlazione ci fu dato verso il '90 del secolo scorso, quando un periodo di depressione commerciale e una contrazione dei prezzi furono accompagnati da un lungo periodo di denaro a buon mercato, più a buon mercato di quanto non si sia visto fino ai due anni fa, e da una caduta del saggio d'interesse che portò il rendimento dei titoli industriali, a Londra, fino al 2.1/2 %, e, in alcuni casi, al disotto.

Il periodo presente di merci a buon mercato non ha finora abbassato il saggio d'interesse sui prestiti a lunga scadenza, quantunque il prezzo dei crediti a breve nel mercato di Londra abbia battuto tutti i record del '90. Per i lunghi termini, il credito inglese è quotato ora a circa il 3.1/2 %; tuttavia, a causa della più elevata imposta, il ricavo dei detentori non è in sostanza maggiore che nel precedente periodo di moneta a basso prezzo.

Se questa regola, che ai prezzi bassi corrisponde un lieve saggio d'interesse, si applica per il prossimo futuro, le previsioni sarebbero in favore di un rialzo di entrambi; come il Presidente Roosevelt sembra deciso ad alzare i prezzi in America, e v'è già riuscito in buona parte, anche il Governo inglese ha spesso insistito sulla necessità di un più alto livello nei prezzi delle merci, quantunque non si mostri disposto a prendere serie misure per determinarlo. Se gli sforzi del Presidente fossero assecondati dall'Inghilterra, dall'Impero Britannico e dal resto del gruppo di paesi che hanno abbandonato il « gold standard » e completati da una svalutazione generale delle monete che riconoscesse e stabilizzasse la svalutazione esistente di fatto, nei prezzi mondiali si verificherebbe una notevole ascesa.

D'altra parte si è fatto tanto negli ultimi tre anni per ridurre il costo di produzione, che non dovrebbe essere difficile ridare la liquidità ai debitori e un margine di guadagno ai produttori, senza violenti aumenti nei prezzi all'ingrosso, e, ancor meno, in quelli al minuto. Se è così, la pressione dei prezzi delle merci sui saggi monetari non dovrebbe essere forte, quantunque è pro-

babile che modifichi i prezzi eccessivamente bassi dei prestiti a breve nei principali centri finanziari. Comunque è possibile che vi sia un rialzo nei saggi a breve esageratamente bassi senza alcun aumento serio nei saggi a lunga scadenza, dato che la differenza fra i prestiti a lungo e a breve termine è ora abitualmente ampia.

Se, poi, vi sono ragioni per aspettarsi che la ripresa dei prezzi delle merci non sarà necessariamente accompagnata da un grande aumento nel saggio d'interesse a lungo termine, vi sono pure delle influenze che tenderanno a tener basso quest'ultimo, e fors'anche a mandarlo più in basso ancora. In primo luogo è il fatto che tutti i Governi sono ora più che mai interessati a tener basso il saggio d'interesse, sia perchè vogliono contrarre prestiti, sia perchè devono affrontare grosse scadenze, o perchè, allo scopo di ravvivare il flusso delle loro entrate, vogliono stimolare l'industria e gli scambi. In questi ultimi anni i Governi e le banche centrali hanno imparato molto in fatto di manipolazioni monetarie; ed anche se sarà ristabilito il gold standard, v'è certo da aspettarsi che la sua efficacia sarà salvaguardata in tal modo che non si potranno verificare pressioni di qualsiasi genere che turberebbero il mercato per i titoli.

In secondo luogo vi è il triste ma insistente fatto che la mancanza di fiducia, che ha fatto tanto per tener basso il denaro, continuerà molto probabilmente a regnare. Quando i titoli governativi, cominciarono per primi ad alzarsi a Londra, gli speculatori lo chiamarono il « boom degli imprenditori », e ciò a significare che era basato sulla fine della fiducia politica finanziaria e commerciale. Si può nutrire la speranza della resurrezione di questa rimpiantata defunta? Due decise dichiarazioni apparse sul Times del 31 agosto, dicono che probabilmente starà seppellita per qualche tempo. Il dr. Benes, Ministro degli Esteri Cecoslovacco, ha espresso, sul « Bollettino dell'Agenzia Economica e Finanziaria » la convinzione che siamo « ancora al principio di un lungo periodo di disordine commerciale e politico ». Il signor Downie Stewart, ultimamente Ministro delle Finanze della Nuova Zelanda, profetizzò che, « se le forze economiche e politiche, sociali e biologiche che operano ora nel Pacifico continuassero a manifestarsi senza essere controllate, il risultato non potrebbe essere che catastrofico ». Il nazionalismo economico con tutti i suoi effetti deprimenti sul commercio internazionale, non mostra alcun segno di indebolimento; e la generale insolvenza dei paesi che si sono indebitati troppo liberamente nel passato, sembra indebolire ulteriormente la fiducia degli investitori. In altre parole, quantunque i capitali possano essere richiesti in molti paesi, pochi saranno abbastanza stabili, politicamente e finanziariamente, da poter soddisfare la suscettibilità degli investitori: e la mancanza di sbocchi per il capitale finirà col farlo accumulare più in fretta di quanto possa essere impiegato, mantenendo basso, così, il suo prezzo.

Hartley Withers



LA CATTIVA DIGESTIONE

porta sempre conseguenze dannose: debolezza, mal di testa, crisi nervose, anemie, ecc. La **PEPTOPROTEASI** dell'ISTITUTO SIEROTERAPICO MILANESE facilita la digestione e rende la funzione dello stomaco normale. In tutte le Farmacie L. 9.—

“ LA FARMACEUTICA ” — MILANO

Riserve auree e portafoglio divise delle banche centrali durante il quarto anno di crisi

Il consolidamento delle riserve auree ed il conseguente miglioramento della posizione tecnica delle singole monete dei paesi aderenti al cosiddetto blocco aureo non possono essere sfuggiti a chi abbia attentamente seguito negli ultimi mesi le situazioni periodiche, pubblicate dalle banche di emissione di questi paesi. Raffrontiamo infatti le cifre della riserva in oro e della circolazione cartacea e calcoliamo il rapporto percentuale di copertura, per le banche di emissione dei sei paesi europei, i quali attualmente formano il gruppo a sistema monetario aureo. (Le cifre si riferiscono a tre epoche differenti, all'inizio di luglio dello scorso anno, allo stesso periodo dell'anno ora in corso, quando si venne all'accordo tra i paesi, a moneta aurea, ed al principio di agosto di quest'anno).

Rapporto della riserva aurea alla circolazione

	Lugl. 1932	Lugl. 1933	Ag. 1933
Banca di Francia	98.8	96.9	99.1
Banca Nazionale Belga	69.4	73.6	74.2
Banca d'Italia	42.8	51.9	52.5
Banca Nazionale Svizzera	108.2	126.7	130.1
Banca d'Olanda	101.0	78.7	85.5
Banca di Polonia	46.2	46.3	47.1
Assieme	91.9	87.9	89.9

Si sono trascurate nel rapporto le riserve in divise, poichè queste non dovrebbero venir considerate in un sistema metallico puro.

Per le banche di emissione prese in esame l'ammontare delle riserve in divise estere è andato infatti riducendosi notevolmente negli ultimi tempi:

Portafoglio diviso

(in milioni di lire)	Luglio 1932	Agosto 1933	Variazione in %
Banca di Francia	3.371.0	1.596.2	-52.7
Banca d'Italia	1.398.4	343.0	-75.5
Banca Naz. Svizzera	261.0	18.7	-92.9
Banca d'Olanda	523.7	163.3	-68.9
Banca di Polonia	312.3	172.8	-44.7
Assieme (*)	5.866.4	2.294.0	-60.9

(*) Omettiamo i dati della Banca Nazionale Belga, poichè nelle sue situazioni periodiche i « valori oro sull'estero » vengono compresi in una posta unica assieme al portafoglio effetti sul Belgio e non possono quindi essere esattamente separati dalla somma complessiva.

Questa riduzione va ascritta in parte, è vero, al violento ribasso nel corso del dollaro, analogamente a quanto avvenne per la sterlina, il cui deprezzamento arrecò delle perdite non indifferenti alle banche di emissione europee (più elevate che nel caso del dollaro, poichè nel frattempo le disponibilità in divise furono sottoposte a maggiore vigilanza e buona parte di quelle in dollari poterono essere liquidate prima del tracollo). Ma la riduzione è dovuta anche alla costante politica seguita negli ultimi tempi, dopo le esperienze della sterlina e del dollaro, che costituivano una volta parte preponderante del loro portafoglio in divise, di evitare l'alea di ulteriori perdite di cambio.

Che la diminuzione delle divise in portafoglio sia ben superiore a quanto sarebbe dovuto al solo deprezzamento di alcune d'esse, lo si rileva facilmente constatando come questo non avrebbe prodotto che una perdita massima del 30 per cento, anche ammettendo che, una volta deprezzata la sterlina, le banche di emissione europee si fossero caricate di dollari, a preferenza di altre divise. Le percentuali di diminuzione elaborate nella tabella che precede, indicano che il valore delle divise estere possedute si è ridotto del 60.9 per cento nel periodo di poco più di un anno.

E poi le variazioni tra una situazione e l'altra spesso hanno svelato un manifesto passaggio dalla riserva in divise a quella in metallo.

E' infatti desiderabile che il sistema della copertura parziale della circolazione mediante divise, possano pure queste essere in un deter-

minato momento equivalenti al loro contenuto di oro, venga ridotto al minimo e che, almeno fino a quando tutte le principali monete non siano rinsaldate definitivamente alla base aurea, la copertura sia data essenzialmente da metallo, per l'esperienza fatta dei pericoli che presenta il sistema misto di copertura. Per esso il medesimo quantitativo di oro viene a coprire due o più volte una data percentuale di circolazione in più paesi, oltre a quello dal quale il metallo è originariamente posseduto.

Per il momento, i paesi del gruppo aureo devono limitarsi a tener in portafoglio, in più del quantitativo di divise richiesto per i bisogni del commercio con l'estero, dei saldi minimi, e sempre nelle poche divise che si possono considerare tuttora auree. Un aumento di questo possesso dovrebbe avvenire solamente allorché si trattasse di sostenere, nell'ambito di questo gruppo di paesi a base aurea, l'una o l'altra delle rispettive monete. Ma questa eventualità pare si possa scartare, per ora almeno, perchè il fatto stesso di una promessa di collaborazione tra le banche di emissione di questi sei paesi ha giovato a rafforzare la situazione delle loro monete.

Inoltre per ricavare un criterio soddisfacente sulla solidità della banca di emissione e, attraverso a questa, su quella della moneta, va raffrontato il totale delle riserve con quello degli impegni a vista ed a brevissima scadenza, costituito oltre che dalla carta moneta in circolazione anche dai depositi. Più esattamente ancora si deve guardare all'esposizione del paese verso l'estero e prendere in considerazione non solo i depositi presso la banca di emissione, ma anche gli impegni a breve scadenza degli altri istituti di credito e delle casse di risparmio. Qui però calcoliamo solamente il rapporto tra riserva aurea e circolazione cartacea, poichè questa percentuale meglio serve ai nostri scopi e ci indica in quale misura ci si avvicini alla condizione ottima in cui dovrebbe trovarsi un sistema aureo puro, quella nella quale la circolazione di biglietti fosse completamente garantita da metallo, e questo non si trovasse in circolazione, ma fosse depositato presso la banca centrale, soltanto per ragioni di convenienza pratica, la carta moneta prestandosi meglio per la funzione materiale di circolante.

Senza che si possa arrivare per tutti i paesi del blocco aureo ad una copertura metallica integrale, è pur notevole constatare che i rapporti di copertura sono molto elevati, sempre ampiamente al disopra del minimo richiesto dalle singole leggi monetarie. Essi hanno poi tendenza a migliorare ancora, per tutte le banche esaminate, per doppio ordine di cause, aumento della riserva aurea e contemporanea diminuzione del quantitativo di moneta posto in circolazione.

Per l'aumento della riserva metallica si possono individuare tre cause. Anzitutto quella, già veduta, della trasformazione graduale delle riserve in divise, dopo che furono depennate le perdite subite per il deprezzamento della sterlina e del dollaro. Non è facile constatare in quale misura sia avvenuto questo passaggio, poichè nella diminuzione delle divise va tenuto conto sia del deprezzamento del corso di talune d'esse, sia anche del fatto che in parte esse furono utilizzate per bisogni correnti finanziari e commerciali.

In secondo luogo, s'è avuto per questi paesi a base aurea un movimento di importazione di oro dall'estero, accresciutosi particolarmente in queste ultime settimane, dopo la costituzione del blocco.

Dal confronto della riserva aurea si rileva che

solamente la Banca d'Italia e quella Nazionale Belga sono riuscite ad aumentare costantemente la loro riserva in metallo, mentre per tutte le altre essa s'era notevolmente assottigliata nel periodo dal luglio del trentadue a quello del trentatré, peggiorando la percentuale di copertura tra oro e circolazione, benchè anche per queste banche la circolazione si fosse contratta durante tale periodo. Ma dall'epoca della comune dichiarazione di solidarietà tra i paesi a moneta aurea, la cosa è mutata d'aspetto e l'incremento della riserva metallica è ora caratteristica comune a tutte le banche appartenenti al blocco oro.

Una parte di questo metallo importato proviene da New York, ov'esso si trovava accantonato per conto delle diverse banche di emissione europee, prima ancora che fosse stata decretata la proibizione di esportare oro dagli Stati Uniti. Ma questo metallo importato dall'America non era già di proprietà delle banche del gruppo aureo, poichè in tale caso la cifra della riserva non sarebbe aumentata, essendo in precedenza in essa compreso l'oro depositato all'estero. Quest'oro importato — e che non può essere stato accantonato a suo tempo in America che da parte di qualche banca di emissione estera, poichè l'esportazione di oro per conto di banche o di privati americani non è più permessa — proverrebbe dalle vendite fatte dalla Banca d'Inghilterra. E' questo un segno dello spostamento di capitali dall'Inghilterra verso il Continente, in nesso con l'accresciuta fiducia nelle valute auree. Se si apprezzano nella giusta misura questi primi tangibili effetti della formazione del gruppo aureo, si deve ammettere che a Londra non tutto il tempo venne sciupato invano, almeno dai rappresentanti dei paesi a base aurea.

Siccome però queste esportazioni d'oro dall'America ebbero in maggior parte per destinazione Parigi ed intanto le riserve auree delle altre banche di emissione sono aumentate di più di quanto non fosse dato dall'entrata di oro dall'estero, viene da ricercare un'altra causa per il loro aumento.

Si giunge a concludere che è scemato il tesoreggiamento da parte di privati e che dell'oro precedentemente sottratto in tale maniera alle sue mansioni monetarie, un certo quantitativo è ritornato alle banche di emissione. Alla restituzione di oro propriamente tesaurizzato sotto varia forma va aggiunta, perchè essa nel nostro paese contribuisce pure a rinforzare la riserva aurea della Banca d'Italia, la vendita di oggetti di oro, anche se questi si trovano in possesso dei cittadini non allo scopo preciso di tesoreggiare, ossia nel timore di un probabile deprezzamento della moneta che sproni ad accumulare del metallo nobile per evitare le perdite di deprezzamento, ma piuttosto a scopi di ornamento, ai quali, per cause varie, ma non difficilmente individuabili qualora si pensi allo spostamento della ricchezza operato dalla guerra, si decida di rinunciare.

La diminuzione del tesoreggiamento è, assieme all'afflusso di capitali dall'estero, un segno manifesto della fiducia nelle monete auree.

Nel primo semestre dell'anno in corso questo fenomeno del tesoreggiamento ebbe tendenza ad estendersi, sia per precauzione contro la svalutazione di questa o quella moneta ancora a base aurea, sia per il maggior favore incontrato in quel periodo di tempo dalla sterlina, ciò che valse a richiamare dei capitali a Londra. Un indizio notevole del progredire del tesoreggiamento nei primi mesi di quest'anno venne dato dalla discordanza tra il forte aumento

Giuliano Baldi
(Continua alla pag. 16)

Tramonto del "Gold exchange standard,,"?

Tra le numerose vittime della crisi mondiale si trova anche, nel campo internazionale, il *gold exchange standard*. Questo sistema monetario, negli ultimi tempi, è caduto in disgrazia. Ed è forse probabile che esso scomparirà dalle scene della pratica monetaria.

Il sistema a cambio aureo (che, come è noto, si differenzia dal regime a base aurea diretta per il fatto che a copertura dei debiti a vista delle banche di emissione, non interviene unicamente l'oro ma ci sono anche le divise estere basate, queste, sull'oro) non è un'invenzione del dopo-guerra. Alcuni Stati specialmente fuori d'Europa lo praticavano anche prima. Senonchè il grande sviluppo lo si è avuto dopo il 1922, quando la Conferenza di Genova consigliò con un certo fervore agli Stati che avevano abbandonato la parità aurea in seguito al Conflitto, l'adozione del *gold exchange standard*, per arrivare ad un effettivo risparmio dell'oro. Si temeva, infatti, che una restaurazione generale del sistema monetario aureo propriamente detto avrebbe potuto richiedere troppo oro, il che, data la cattiva distribuzione del metallo, avrebbe potuto provocare una vera e propria lotta per le riserve auree. Si pensò, così, di creare due « centri dell'oro »: Londra e New York dove le banche d'emissione avrebbero potuto conservare un certo quantitativo di divise in deposito presso le banche centrali o ordinarie. Oltre alla desiderata economia di oro, questo sistema avrebbe avuto il vantaggio di rendere fruttifera una parte delle riserve di una banca d'emissione.

Molti paesi aderirono a tale progetto, e tradussero in pratica tali suggerimenti, assicurando la convertibilità della loro circolazione monetaria sia esclusivamente con delle divise estere, sia con oro e con divise.

Ma ben presto ci si accorse che i vantaggi di un tale sistema non erano minori degli inconvenienti. La conseguenza naturale di una tale pratica fu l'apparizione sul mercato monetario internazionale di un'ingente quantità di capitale fluttuante che prima della guerra era quasi del tutto sconosciuta. Questi capitali liquidi, a breve scadenza si ingrossavano man mano non solo per lo sviluppo normale dell'attività economica e commerciale dei singoli paesi, ma altresì per l'accumularsi degli interessi che fruttavano le riserve lasciate in deposito.

Se poi si pensa come questa massa fluttuante di capitali poteva essere ed era facilmente spostata da un paese in un altro, non si avrà difficoltà a com-

prendere come il sistema a cambio aureo abbia largamente contribuito all'instabilità monetaria del dopo-guerra.

Inoltre, la sana applicazione di questo sistema richiedeva l'eguaglianza delle divise con l'oro, cioè la possibilità di convertire ad ogni momento le divise in metallo. Ma allora l'economia dell'oro sarebbe stata fittizia. Essa sarebbe stata, cioè, realizzata solamente dal paese che aveva adottato il sistema a cambio aureo, mentre i paesi le cui divise servivano a copertura dei biglietti di altre banche d'emissione avrebbero dovuto conservare una riserva aurea più importante in modo da far fronte ad eventuali domande di conversione.

In pratica l'economia di oro fu realizzata, ma l'eguaglianza fra divise e oro non fu mantenuta. Le banche dei paesi che adottavano il *gold exchange standard*, utilizzando come riserve i crediti accordati loro da banche straniere, facevano servire simultaneamente in due mercati uno stesso quantitativo d'oro. Il che significava pura e semplice inflazione anche se velata dalle apparenze. Le divise non avevano sempre la possibilità di esser convertite in oro.

In pratica l'economia di oro fu reama danneggiò, in certi casi, la politica del credito normale delle banche di emissione, sottraendo al loro controllo le banche ordinarie, poichè queste potevano procurarsi con tale sistema larghe disponibilità anche se la Banca Centrale attuava una politica di deflazione. Il funzionamento normale del sistema a base aurea diretta era egualmente scosso dal *gold exchange standard* che disturbava il manifestarsi automatico delle conseguenze che i movimenti dell'oro avevano sull'attività economica e sui prezzi dei differenti paesi.

Ma l'inconveniente più grave del sistema a cambio aureo risultò essere la dipendenza della convertibilità di una

guito alla svalutazione della moneta del paese in cui si trovavano i suoi capitali. I timori non erano certo infondati.

Il movimento internazionale dei capitali a breve scadenza che si manifestarono con tanta ampiezza e con tanta frequenza negli anni precedenti la crisi e dal 1930 in poi stanno a dimostrare gli inconvenienti dell'accennato sistema monetario. Ma è stato soprattutto l'abbandono della base aurea da parte della lira sterlina e di tutto il « Gruppo sterlina » che dette il colpo di grazia e gettò il discredito completo sul *gold exchange standard*.

La caduta del dollaro non fece che confermare tale discredito, e accelerò il movimento che si era già manifestato da qualche tempo tra molti paesi che erano legati a tale sistema e fra quelli che applicavano il regime aureo diretto, tendenza di disfarsi al più presto e il più possibile delle divise estere e di convertirle in oro.

La Delegazione dell'Oro, nel suo Rapporto definitivo del giugno 1932 aveva, nel calcolo della futura richiesta di oro per scopi monetari, tenuto conto di questa tendenza alla conversione in oro delle divise detenute dalle banche centrali. Essa aveva calcolato che le divise in circolazione nel 1930 ammontavano a circa tre miliardi di dollari, comprese, però, anche le divise che le banche non tenevano in riserva ma che servivano semplicemente a sopperire eventuali necessità di cassa.

Per quanto non disponiamo di cifre più recenti, pare certo che, nel frattempo, tale ammontare si sia enormemente ridotto, tali e tante furono le conversioni di divise in oro effettuate dalle banche di moltissimi paesi. Le cifre seguenti che si riferiscono alle riserve di alcune banche d'emissione daranno una idea sufficiente di questo movimento di conversione.

(Milioni di unità monetarie nazionali)

	Fine 1930		Fine 1931		Fine 1932		Fine 1° sem. 1933	
	Oro	Divise	Oro	Divise	Oro	Divise	Oro	Divise
Belgio	6.862	4.852	12.749	00	12.930	00	13.390	00
Bulgaria	1.455	793	1.511	257	1.519	123	1.520	98
Cecoslovacchia	1.545	2.447	1.659	1.060	1.708	1.029	1.709	947
Francia	53.578	26.204	68.863	21.500	83.017	4.434	81.243	3.990
Italia	5.297	4.327	5.676	2.170	5.859	1.305	6.767	321
Olanda	426	247	887	86	1.033	73	763	73
Rumenia	9.275	1.822	9.675	323	9.526	559	10.381	
Svizzera	713	438	2.347	103	2.471	87	1.872	4

moneta dalla stabilità di un'altra moneta, mentre, a sua volta, la vulnerabilità della moneta che serviva da riserva alle Banche di altri paesi era aumentata perchè importanti capitali avrebbero potuto esser ritirati da un momento all'altro.

L'esperienza non ha tardato a dimostrare come e quanto reale fosse il rischio di un deprezzamento della sua moneta per una banca creditrice in se-

E' soprattutto la politica seguita, in questi ultimi anni, dalla Banca d'Italia che ci offre l'esempio più chiaro e più tangibile della tendenza che hanno adottato i paesi del *gold exchange standard* per trasformare il loro sistema monetario in *gold standard* puro e semplice. Perchè sin dall'inizio i dirigenti della nostra politica monetaria ebbero di mira la riduzione graduale delle riserve equiparate,

Le seguenti percentuali dell'oro in cassa e delle divise, rispetto alla riserva totale, indicheranno chiaramente tale politica:

	Oro	Ris. equiparata	Ris. totale
31-12-1927	37.56	62.44	100
31-12-1930	55.04	44.96	100
31-12-1931	72.17	27.83	100
31-12-1932	81.74	18.26	100
30-6-1933	95.47	4.53	100

I danni derivati dalla svalutazione della sterlina e successivamente del dollaro non furono certamente insensibili per le banche che avevano una certa quantità di divise inglesi ed americane nelle loro riserve. Da noi fortunatamente, la preveggenza del Governo e della Banca d'Italia, permise che tutte le precauzioni fossero prese sin da molto tempo. Non è dal 1931 che la riserva equiparata della Banca d'Italia segna forti riduzioni. Perciò, quando nel settembre 1931 la sterlina cadde, il quantitativo di divise inglesi nei forzieri della banca era irrilevante. Le perdite derivate dalla svalutazione di tale moneta, come ci dice il rapporto del nostro Istituto, poterono esser facilmente compensate da precedenti guadagni effettuati sul corso del cambio e il resto ammortato in breve tempo.

Lo stesso sarà certamente avvenuto con il dollaro.

Quanto all'avvenire di questo sistema monetario, le previsioni sono quanto mai incerte, ma poco favorevoli a una nuova applicazione. La Delegazione dell'Oro nel suo rapporto finale dichiarava, pertanto, che « il *gold exchange standard* è un sistema che ha la sua utilità per molti paesi per i quali esso resta il sistema monetario più efficace e più economico che ci sia ».

« E' evidente che i recenti avvenimenti, soprattutto il deprezzamento della lira sterlina, che un gran numero di aderenti al *gold exchange standard* avevano preso come base monetaria, hanno causato delle forti perdite a molti paesi. I paesi che lo potranno, faranno tutti i loro sforzi per evitare altre perdite ed è probabile che il *gold exchange standard* avrà, in avvenire, un campo d'applicazione molto più ristretto che durante gli anni anteriori al 1931. Nondimeno esso resta il metodo che permette ai paesi incapaci di sopportare le gravi spese del sistema aureo propriamente

detto di sentire i benefici vantaggi di una stabilità dei cambi che un sistema di tal genere offrirà di nuovo se sarà ristabilito. I paesi che di propria iniziativa (o perchè le circostanze li avranno obbligati) conserveranno o adatteranno di nuovo il *gold exchange standard* per regolamentare il potere d'acquisto della loro moneta, si sforzeranno inevitabilmente di organizzare questo sistema in modo da ridurre al minimo il rischio di nuove perdite ».

« Due modalità di applicazione sono state intravviste. La prima è che questi paesi scelgano accuratamente fra i principali centri finanziari quelli che offrono le maggiori probabilità di stabilità futura. L'altra è che ci si sforzi di ripartire i rischi delle perdite utilizzando un'istituzione internazionale come la Banca per i Regolamenti Internazionali che servirebbe d'intermediario per l'applicazione del sistema. In quest'ultima ipotesi i paesi che applicano il *gold exchange standard* depositerebbero i loro crediti delle loro riserve alla Banca per i Regolamenti Internazionali che a sua volta dividerebbe questi depositi fra le banche centrali che si sarebbero affiliate ».

Questi concetti furono svolti oltre un anno fa, quando cioè l'altro centro dell'oro era ancora intatto. Oggi le previsioni sull'avvenire del sistema a cambio aureo sembrano dover esser molto meno ottimistiche, giacchè la scelta dei mercati finanziari di base non si è certo semplificata. Quanto a far intervenire la Banca di Basilea, è una questione anch'essa molto problematica; e ipotetica sembra la possibilità da parte della Banca dei Regolamenti Internazionali di scartare tutti gli inconvenienti e evitare completamente i danni di questo sistema.

Non bisogna dimenticare che tale sistema monetario era stato proposto, all'inizio, piuttosto come un metodo provvisorio, di transizione, per permettere un ritorno graduale e quasi generale al sistema aureo diretto. I vantaggi che esso ha dato all'umanità sono stati troppo largamente compensati dagli inconvenienti, perchè gli stati vogliono ritornarci, proprio quando il mondo ha bisogno di un assetto completo e di una base monetaria definitiva e sicura.

D'altra parte le modifiche e i ritocchi che alcuni propongono per la reintroduzione del *gold exchange standard* sono tali e tanti che sarebbe più semplice, e soprattutto più conforme alle esigenze, apportare al sistema aureo diretto le modificazioni che potrebbro esser consigliate e giudicate opportune per una sua più larga applicazione.

Resterà la questione dell'economia dell'oro. Se c'è veramente necessità di risparmiare dell'oro — il che non è del tutto sicuro, e soprattutto prossimo — questo lo si potrà ottenere con altri mezzi, più efficaci forse che non una nuova pratica del *gold exchange standard*.

Attilio Oblath

L'indebitamento della Germania

I debiti della Germania verso l'estero, secondo le ultime statistiche pubblicate sul *Wirtschaft und Statistik*, si sono nuovamente contratti: dal settembre 1932 al febbraio di quest'anno, hanno subito una riduzione di 561 milioni di Rm.

I crediti a breve hanno segnato in quest'ultimo periodo uno scarto non indifferente, scendendo da 9.300 milioni di Rm. nel settembre 1932 a 8.700 milioni (nel luglio 1931 ammontavano a 13.100 milioni di Rm.). Questa diminuzione si attribuisce alla contrazione del commercio estero della Germania. In lieve aumento, in confronto al settembre scorso, sono invece i crediti a lungo termine, che salgono da 10.200 a 10.300 milioni di Rm., mentre toccavano i 10.500 nel febbraio 1932 e i 10.700 nel novembre 1931.

Osservando l'andamento dei debiti germanici verso i vari paesi, si rileva una diminuzione di 283 milioni di Rm. verso gli Stati Uniti e di 107 milioni verso la Gran Bretagna. La diminuzione dei debiti verso l'Olanda è stata di Rm. 93 milioni, verso la Svizzera di 31 milioni e verso la Francia di 21.

Per il prossimo esercizio, fino al febbraio 1934, si calcola che il servizio del debito estero della Germania ammonterà a Rm. 1.299 milioni, e cioè Rm. 1.004 milioni per interessi e Rm. 295 milioni per ammortamenti. Se si tiene calcolo dei pagamenti degli interessi sui vari investimenti stranieri in Germania e delle rimesse dai possedimenti tedeschi all'estero il probabile ammontare dell'interesse netto sarà per il prossimo esercizio, di Rm. 900 milioni circa.

AGENZIA FINANZIARIA ITALIANA

ROMA - Via Giorgio Baglivi n. 3 - telef. 863-498

pubblica le informazioni sulla vita amministrativa delle società anonime, rilevate direttamente con una propria organizzazione: bilanci, deliberare di Consigli di amministrazione, relazioni di Assemblee, ecc.

VENTILATORI

ELICOIDALI

CENTRIFUGHI

MARELLI

ERCOLE MARELLI & C. - S. A.

PER CHI FA
VITA
SEDENTARIA



RIM

FACILITA
LE FUNZIONI
DELL'INTESTINO
SENZA IRRITARLO

L'industria tessile deve affrontare un severo processo di selezione

Migliaia di fusi e di telai esuberanti

Il « comparto » tessile nei titoli azionari rappresenta uno di quelli su cui spesso si sofferma l'attenzione sia degli speculatori professionali sia del pubblico, in borsa. Ma il numero di titoli trattati nelle borse italiane non risponde certo all'importanza che le industrie tessili hanno nell'ossatura industriale del nostro Paese. Infatti, nonostante l'industria tessile sia una di quelle che rimangono più tradizionalmente « familiari » (particolarmente nei rami laniero e serico), ben 3,8 miliardi di lire sono investiti nelle società anonime tessili italiane, su un totale di investimenti di 49,6 miliardi di lire in tutte le industrie italiane (fine dicembre 1932). Ma questo ramo d'industria ha un'importanza ben maggiore di questa quota di 1/13 che appare dalle statistiche degli investimenti nelle anonime. Infatti le industrie tessili, a stare al censimento 1927, rappresentano 10.408 imprese con 642.887 addetti; e ad esse sono da sommare le industrie dell'abbigliamento, con 191.274 imprese e 491.973 addetti. Il 16 per cento degli addetti alle industrie italiane appartengono ai tessili, e il 12,3 per cento al ramo abbigliamento: oltre un quarto di tutta la maestranza industriale del nostro Paese è dunque salariata da questo ramo di attività.

Non basta. Le industrie tessili italiane avevano, nel 1927, un macchinario che era stimato cinque miliardi di lire (oggi, se sono diminuiti di un 30 per cento i prezzi del macchinario, si sono però introdotti miglioramenti e si sono acquistati impianti nuovi); e, lavorando 4-5 miliardi di lire di materia prima all'anno, producevano per 12-15 miliardi di lire di prodotti finiti. Probabilmente occorre oggi ridurre queste cifre pressapoco alla metà, data la caduta dei prezzi dal 1927 al 1933. Resta, non pertanto, un importo di prodotti finiti di 6-8 miliardi di lire, di cui due terzi consumati in Italia: quando si pensa che il reddito degli italiani viene calcolato sui 60 miliardi annui, si può osservare che almeno un decimo di tale reddito è consumato in prodotti tessili. (Gli studi sui bilanci familiari, nei vari Paesi, danno infatti una percentuale di un 10-20 per cento di spesa nel capitolo vestiario per la famiglia tipica).

L'industria tessile italiana può dunque essere caratterizzata da un predominio dell'impresa familiare e da un forte impiego di mano d'opera (nonostante i progressi della meccanizzazione).

Si aggiunge che l'industria tessile e del vestiario, che dà pane a oltre un milione di addetti, cioè distribuisce salarii che possono stimarsi di almeno 3 miliardi di lire annue, ha intimamente legato il proprio avvenire sia ai progressi della meccanizzazione — che possono fortemente ridurre il numero di braccia necessario ed eliminare le piccole imprese — sia alle condizioni economiche generali dei consumatori, in quanto rappresenta un consumo facilmente comprimibile, ed, entro certi limiti, assai elastico.

Se poi si scende ad esaminare il mercato di queste industrie, si rileva che — per un processo rapidamente svoltosi in questi ultimi decenni — va accentuandosi in tutti i Paesi un fenomeno di protezione doganale fortissimo, il quale consente ai paesi prima importatori di manufatti tessili, di diventare essi stessi produttori, e talvolta esportatori. Le cause di tale protezione, che supera in intensità i limiti (già durissimi) della protezione conferita ad altre industrie, devono ricercarsi nella relativa facilità dell'industria tessile, nella possibilità di crearla investendo capitali esigui e consentendo a larghi strati di popolazione un'attività semi-familiare, che spesso può accoppiarsi con quella

agricola, o esserne complementare (necessità alla quale i governi dei piccoli Paesi, che non hanno tradizioni industriali, sono particolarmente sensibili, anche per ragioni politiche).

D'altro lato abbiamo un evidente processo di rotazione delle industrie, e di migrazione di quelle tradizionali verso Paesi industrialmente nuovi, o nei quali la mano d'opera (che rappresenta una forte percentuale del costo nel manufatto tessile) è a buon mercato, e dove spesso affluiscono capitali liquidi per investimenti particolarmente redditizi.

L'industria tessile di tutto il mondo si trova quindi di fronte a due fenomeni: uno che diremo fisiologico e uno patologico. Il primo è un fenomeno a carattere « secolare », e cioè la migrazione delle industrie tradizionali dai Paesi di vecchia industria a quelli tradizionalmente agricoli; il secondo è un fenomeno ciclico, per cui la crisi contingente riduce al minimo gli acquisti di vestiario. Ciò rende particolarmente difficile la situazione delle industrie tessili di tutti i Paesi essenzialmente esportatori, rende più accanita la concorrenza sui mercati interni impoveriti, favorisce l'accumularsi di scorte ingenti prodotte senza la preoccupazione delle nuove limitazioni, e quindi una lotta di prezzi a coltello.

L'industria tessile italiana era giunta, prima della crisi, ad esportare sei miliardi e mezzo di lire di prodotti, il che rappresentava il 42,4 per cento dell'esportazione totale italiana. E poiché l'importazione consisteva quasi interamente in materia prima, e veniva pagata 5 miliardi di lire nel 1929 (cioè il 23,3 per cento in valore del totale delle importazioni italiane), l'industria tessile aveva una bilancia commerciale nettamente attiva per il Paese. Le condizioni sono un po' mutate nel 1932: dopo tre anni di crisi, le importazioni di materie tessili e loro prodotti si riducono a 1,7 miliardi di lire (20,2 per cento) e le esportazioni a 2,3 miliardi di lire (33,5 per cento). Il rapporto tra importazioni ed esportazioni era da 100 a 130 nel 1929; diventa di 100 a 135 nel 1932. Ma l'attività complessiva è assai più ridotta, e va seguendo un ritmo che — misurato coll'occupazione operaia del 1929 = 100, ci dà questi indici (indici Lenti per la rivista « Textilia »):

	massimo	minimo
1930	99.54 (febb.)	78.99 (giugno)
1931	85.53 (genn.)	64.41 (giugno)
1932	69.85 (febb.)	54.36 (giugno)
1933	67.01 (aprile)	57.93 (giugno)

In modo analogo segue l'andamento degli « indici Textilia » per la produzione; indici ricavati dall'attività del macchinario tessile, e aventi per base il 1929 = 100:

	massimo	minimo	media
1930	100.68 (febb.)	73.97 (giugno)	90.58
1931	87.90 (ebb.)	66.58 (giugno)	81.40
1932	75.57 (febb.)	58.04 (giugno)	67.47
1933	76.55 (aprile)	67.64 (giugno)	

In complesso si può dire che l'attività dell'industria tessile italiana è pari ai due terzi del 1929, e sembra essersi stabilizzata su tale livello. Ciò vuol dire che un terzo delle imprese è — almeno per alcuni anni — diventato esuberante. E, dato che non si prevede prosima una ripresa del commercio internazionale, sia perchè i dazii non verranno ridotti tanto presto negli altri Paesi, sia perchè per alcuni mercati sono persi definitivamente dopo l'introduzione d'un'industria locale, l'industria tessile italiana deve convincersi che ad essa resterà — per un tempo che per ora non è definito, ma certo per qualche decennio — il mercato interno, mercato non suscettibile di vasti

aumenti di consumo. Si aggiunga che — data l'impossibilità di produrre su vastissima scala articoli in serie — i costi unitari non potranno essere ulteriormente ridotti, forse anzi resteranno un po' più alti. E che, per quel che riguarda l'articolo soggetto alla moda, dove la produzione trova i suoi limiti in un dinamismo di gusti che sembra essere cresciuto di tono durante la crisi, e dove predomina la piccola e la media fabbrica, il consumatore si trova costretto a diminuire i propri acquisti dal costo elevato del prodotto. (Tale costo elevato si giustifica con il logorio economico altissimo delle macchine e degli impianti: dalla necessità insomma di porre fuori uso macchine ancor valide, ma rese vecchie dalla moda o dalla tecnica).

Tutto questo mutamento della « plastica » panoramica tessile italiana non è spesso avvertito; e i colloqui che abbiamo avuto con industriali tessili italiani ci riconfermano che si aspetta la « ripresa » mantenendo inalterate generalmente le capacità produttive del 1929. Uno sguardo obiettivo dovrebbe invece indurre gli industriali italiani a ritenere ormai definitiva la necessità di ridurre ai nuovi limiti la propria capacità produttiva, sacrificando quel che c'è di troppo, senza fare affidamenti sulle possibilità di una « ripresa » che non ha nulla a che vedere con i mutamenti fisiologici della struttura tessile italiana.

Saggiamente ammoniva, qualche mese fa, l'Olcese: « E' inutile: noi non potremo mai più ritornare alle produzioni degli anni 1924-26; i milioni di fusi ed i trentamila telai installati dopo la guerra sono esuberanti e bisogna non dimenticare che anteguerra avevamo fermi, da tempo, 600 mila fusi e 40 mila telai ».

L'industria tessile sta subendo da alcuni anni una scarsamente avvertita redistribuzione geografica nel mondo. Inutile, in questa sede, indagarne le cause intime; inutile fermarci, come l'Inghilterra, alle ponderose inchieste per giustificare il movimento di migrazione delle industrie tradizionali verso Paesi già importatori. Bisogna convincerci che alla crisi ciclica, per l'industria tessile, si sovrappone una crisi fisiologica; e bisogna coraggiosamente tagliare, laddove si impone di farlo.

Ci riserviamo di esaminare, in un secondo tempo, la posizione delle varie industrie tessili italiane, dato che l'esame minuto di ciascuna di esse può portare a conclusioni differenti in qualche caso singolo. Avvertiamo però fin da adesso che — per esempio — l'industria cotoniera produce per oltre un terzo del valore del totale dei manufatti dell'industria tessile italiana, e occupa oltre un terzo dei lavoratori tessili del nostro Paese; ha una struttura completamente differente da quella dell'industria laniera e della serica. Sicchè sarà utile prendere in esame tali rami d'industria uno per uno.

truth



Mercato

Milano, 14 settembre

Sarebbe troppo lungo esporre in queste note le ragioni per le quali New York non è più così ottimista come tempo addietro, e perciò ci limitiamo a constatare che l'attività in quel mercato si è assai ridotta. Londra risente le conseguenze di ciò che avviene oltre Oceano, più d'ogni altro mercato europeo, anche per il fatto della moneta oscillante, e perciò, tanto i prezzi che gli scambi, subiscono la tendenza americana, quale fattore quasi preponderante.

Parigi attende il progetto del bilancio e nel frattempo il lavoro in borsa si riduce assai. Berlino, dopo un lungo periodo di depressione pare dia in questi ultimissimi giorni qualche segno di ripresa, sulla cui durata ci guardiamo bene dal fare qualsiasi previsione.

Quindicina "Allegretto"

Richiamandoci a quanto dicemmo nella precedente nostra rassegna, facciamo notare come anche in quest'ultimo periodo le nostre borse non abbiano risentito dell'influenza dell'andamento degli altri mercati che nella limitata ampiezza delle oscillazioni. Infatti gli scambi sono stati assai vivaci, per quanto da un giorno all'altro l'attività abbia subito variazioni notevolissime.

Un dato che può confermare la nostra asserzione in merito alle scarse oscillazioni dei prezzi, per quanto di valore relativo, si ottiene facendo la somma di tutti i massimi segnati dai titoli del nostro listino, e quella di tutti i prezzi minimi fatti per i medesimi titoli: si hanno le due cifre 21.549 e 20.853, che ci permettono di affermare che lo scarto tra i massimi ed i minimi nelle riunioni di questa prima metà di settembre, si è limitato al 3,3 %.

Pur tuttavia l'esame dei diversi comparti ci mostra che il Rubattino è oscillato da 146 a 191 (oscillazione pari al 30 %), le Elettro finanziarie han segnato un 15 ed un 18,75 (il 25 %), le Valdolona 72 e 85 (quasi il 20 %), le Ilva 106 e 120 (il 15 %), le Breda 40 e 49 (il 22 %), le Miani 8,25 e 10,50 (il 25 %), le Tecnomasio 33 e 42 (il 30%), le Petroli 18,50 e 23 (il 20 %), e le Cementi Spalato 45 e 53,75 (il 20 %). Il che significa che tutto il rimanente non si è quasi mosso.

I quantitativi sono sempre assai interessanti, per quanto non tutti si possano commentare, pel fatto che alcuni sono dovuti a fatti od avvenimenti a noi ignoti.

Prima di esaminare l'andamento dei singoli titoli, ci soffermiamo sul movimento dei Fondi dello Stato, che proseguono nel loro cammino ascensionale, con attivissimi scambi. (In due riunioni consecutive alla sola Borsa di Milano sono stati trattati trentadue milioni di Consolidato 5 %). La persistente discesa dei tassi, giustificerebbe da sola la consistenza e la profondità del movimento.

Si scontano i risanamenti previsti nelle società industriali

Una ripresa d'attività e di prezzi nell'Elettrofinanziaria ha portato un notevole spostamento nel titolo, che però tende a riprendere quotazioni assai vicine alle precedenti.

Il Rubattino ha passato giornate di grande attività. La cessione del pacchetto « Italia » si è concretata, dopo le lunghe trattative, nel prezzo di duecento lire. Ci assicurano che, ricordando la promessa fatta agli azionisti con le dichiarazioni lette all'assemblea (« Si sta pure studiando il modo di ristabilire il contatto diretto tra gli azionisti della N.G.I. e le Società esercenti l'industria armatoriale, nelle quali è stata trasferita l'azienda marittima della nostra Società e della Sitmar. »), le azioni « Italia » verranno anche offerte agli azionisti del Rubattino, alle stesse condizioni alle quali l'I.R.I. (pare) comprerà tutto il pacchetto. Alla prossima assemblea (che avrà luogo il 28 corrente) poco avremo, probabilmente, da apprendere.

Indici significativi del mercati valori	IV sett. dicembre 1931	IV sett. gennaio 1933	IV sett. febbraio 1933	IV sett. marzo 1933	V sett. aprile 1933
Borsa di New York					
Indici Fisher quotaz. azioni (1928=100)	27.1	29.2	25.5	27.2	36.1
Media giornaliera migliaia titoli trattati	1.680	658	988	830	3.128
Prestiti ai « brokers » (milioni di dollari)	394	378	249	371	461
Borsa di Londra					
Indici Fisher quotaz. azioni (1928=100)	67.9	66.8	65.1	64.5	64.1
Media giornaliera contratti stipulati	4.220	5.970	6.364	6.050	6.200
Borsa di Parigi					
Indici Fisher quotazioni azioni (1928=100)	38.9	38.3	35.1	35.3	36.0
Borsa di Berlino					
Indici Fisher quotazioni azioni (1928=100)	35.1	36.8	37.5	46.0	46.6
Borse italiane					
Media giornaliera titoli trattati a Milano	28.729	63.592	29.220	21.720	54.905
Id. nelle Borse del Regno (valore medio per ogni 1000 lire di titoli esistenti)	0.80	1.69	0.96	0.46	1.72

La cessione delle azioni « Italia » non è che il primo atto della effettiva messa in liquidazione del Rubattino. Le previsioni sugli atti successivi sono le più svariate, come dimostra appunto le oscillazioni del titolo. Sarebbe desiderabile una soluzione completa, e riconosciamo che non è facile trovarla, per togliere gli appigli alla speculazione.

Nei tessili, le Linificio, giorno sono, hanno fatto un lieve sbalzo, con milleduecento titoli scambiati. E' subito corsa la voce che il dividendo per l'esercizio che chiuderà il 30 corrente, sarà di quindici lire. Ci pare prematura e, per ora, possiamo limitarci a ripetere quanto responsabili dell'azienda ci hanno detto: il lavoro è senza dubbio aumentato, ma i margini sono ristrettissimi e nulla talvolta nell'esportazione.

Sempre attiva la SNIA Viscosa. Un giornale francese ha pubblicato la notizia che l'ultima manifattura italiana di rayon, che ancora non era nel cartello, vi è entrata alla fine del mese scorso. In Italia nessuno ne ha detto nulla. La Società sarebbe la Manifattura Seta Artificiale di Casale Monferrato (capitale di 15 milioni, ed altrettanti d'obbligazioni).

La notizia della proroga per cinque anni in forma volontaria, dei Consorzi siderurgici per i laminati e prodotti derivati della vergella, avvenuta il primo settembre, ha ridato vita al comparto metallurgico e, se non tutti i progressi conseguiti nell'entusiasmo dei primi giorni, sono stati mantenuti, ciò è dovuto alla considerazione che l'accordo ha, sì, una notevolissima importanza, ma per avere i cinque anni di tranquillo lavoro, annunciati con tanta enfasi dai quotidiani, occorre un carnet di ordinazioni, che, per ora, in questo ramo industriale, manca.

La Metallurgica italiana ha incominciato a riguadagnare in parte il valore del diritto di distribuzione, staccato il primo del mese. Poiché alcuni ci hanno chiesto delucidazioni su questa operazione e poichè la Società non ha fatto eccessiva pubblicità alle modalità dell'operazione stessa, crediamo opportuno riportarne

Gli indici "Borsa"

50 titoli significativi 17 obbligazioni (base dic. 1932=100)	Banche	Assicurative	Minerarie	Metallurgiche	Mecchaniche e automobilistiche	Chimiche
30 genn.-4 febr. (5 sett.)	103.77	106.18	118.83	120.28	119.06	117.72
27 febr.-4 marzo (9 sett.)	101.43	104.41	113.70	105.20	106.53	110.23
27 marzo-3 apr. (13 sett.)	98.71	104.03	111.10	107.27	104.92	107.84
29 mag.-3 giug. (22 sett.)	98.92	116.56	108.38	113.66	126.94	115.22
25 giu.-1 luglio (28 sett.)	99.07	115.53	110.73	113.52	125.38	116.18
2-7 luglio (27 sett.)	99.05	118.12	111.90	113.86	125.53	116.11
9-15 luglio (29 sett.)	98.80	115.33	109.32	113.87	122.48	112.76
17-22 luglio (28 sett.)	96.53	116.42	107.03	112.75	120.94	114.98
24-29 luglio (30 sett.)	98.49	116.39	106.61	113.14	119.39	110.84
31 lugl.-5 ag. (31 sett.)	98.53	116.54	107.36	113.48	120.68	112.22
7-12 ag. (32 sett.)	98.63	116.32	107.87	114.48	124.48	112.22
11-26 ag. (33 sett.)	99.04	118.12	109.30	114.70	128.15	111.11
28 ag.-10 sett. (34 sett.)	99.17	120.28	110.19	115.17	128.94	111.91
4-8 sett. (35 sett.)	99.12	118.87	112.27	118.46	130.44	112.69



valori

Quotazione	I sett. luglio 1933	II sett. luglio 1933	III sett. luglio 1933	IV sett. luglio 1933	I sett. agosto 1933	II sett. agosto 1933	III sett. agosto 1933	IV sett. agosto 1933	V sett. agosto 1933	I sett. settembre 1933
51.1	53.8	55.1	54.3	49.2	48.6	50.5	48.8	51.7	53.0	52.4
340	5.820	5.050	7.100	2.570	1.720	1.740	1.750	2.220	1.940	-
764	858	955	967	894	876	880	894	853	881	866
74.0	76.5	77.5	77.9	76.8	76.9	76.6	78.2	78.8	78.5	77.8
220	8.900	9.540	9.950	7.850	7.090	7.180	7.230	7.950	8.420	-
41.7	44.9	42.3	43.8	42.2	42.2	42.5	41.9	41.7	42.3	42.4
42.6	40.9	41.2	42.8	41.8	41.6	41.2	40.6	38.8	39.0	36.2
350	48.800	22.510	26.474	16.518	12.229	17.650	-	27.400	30.532	50.662
0.60	0.96	0.73	0.54	0.59	0.38	0.52	-	0.85	0.69	-

gli estremi: ad ogni gruppo di quattro azioni Metallurgica Italiana è stata assegnata una azione G.I.M. (Generale Industrie Metallurgiche) serie A, con godimento 1° gennaio 1933, più L. 2 in contanti. Ora l'operazione si può fare soltanto presso la sede della Società. I titoli definitivi G.I.M. verranno consegnati il 1° ottobre.

Così le azioni Metallurgica It. ritornano ad avere un nominale di L. 100 e il capitale della società vien ridotto a 60 milioni, quale era prima dell'aumento gratuito, avvenuto nel 1931.

Le Montecatini danno sempre luogo a copiosi scambi, ma il titolo non riesce a guadagnare notevole terreno, appunto per le abbondanti offerte che soddisfano facilmente le altrettanto abbondanti richieste del titolo. Ci risulta migliorata la situazione finanziaria della società.

Breda e Tecnomasio in ripresa, con discreti affari, in conseguenza del programma di elettrificazione delle ferrovie.

La FIAT attira sempre l'attenzione degli operatori: pochi giorni or sono, alla borsa di Milano, se ne trattarono oltre diciassettemila.

Beneficiaria degli elettrici

Gli elettrici conservano la loro posizione di testa, per l'intensità di scambi. CIELI, Edison, SESO, ed in minor misura le Adriatica, Adamezzo, Vizzola ed UEE, hanno avuto giornate di intenso lavoro. In questo periodo le Adamezzo (ora Società Generale Elettrica Cisalpina) hanno offerto le nuove azioni privilegiate in opzione agli azionisti. Per quanto l'offerta azioni costavano all'azionista L. 128,25, quando le vecchie (composte di una ordinaria ed una privilegiata) valevano sul mercato all'incirca 130 lire, pure l'emissione ha avuto poca pubblicità ed il fatto di non aver proceduto contemporaneamente al cambio delle vecchie azioni in quelle nuove, non ha certo facilitato agli azionisti la comprensione dell'operazione. Ci permettiamo ricordare agli amministratori che non tutti gli azionisti sono dotati della loro intelligenza.

Proprio in questi giorni è corsa la voce che la Edison rimborserà tra breve le obbligazioni 6% in circolazione della tranche emessa nel 1923. Dal 1930 la società aveva questo diritto,

e, secondo i nostri calcoli, dette obbligazioni dovrebbero ammontare oggi a 35 milioni, sui fosse soltanto teorica, pel fatto che le nuove 50 allora emessi. L'operazione, se non ha grande importanza per l'importo (la Edison ha oltre 600 milioni di debiti a lunga scadenza), ne ha una notevolissima sotto altri aspetti: è una prova tangibile della buona situazione finanziaria della Società, e può essere l'inizio di una serie d'operazioni che permetteranno alle nostre migliori aziende di godere del diminuito prezzo del danaro (ne è conferma, in altro campo, una imponente estrazione di obbligazioni Credito Fondiario 6%).

Gli alimentari si sono risvegliati e su questo comparto i soliti ben informati sussurrano cose che farebbero venire l'acquolina in bocca. Noi non siamo golosi e non raccogliamo queste voci.

Le Italgas hanno ripreso il loro posto nel listino tra i titoli di impiego a perfetto riposo. La costituzione del gruppo di maggioranza (nel quale vi sono ottimi nomi torinesi, milanesi e romani) deve segnare, con il collocamento avvenuto di tutto il pacchetto che aveva la Sofindit, l'inizio della nuova vita.

Le Petroli d'Italia danno il soggetto per una parte del lavoro dell'ufficio voci: pare proprio che questa azienda e la Petrolifera italiana abbiano serie speranze che giustificerebbero l'attesa di una futura probabile considerevole produzione del puzzolento e prezioso combustibile.

Il 30 corrente avrà luogo l'assemblea della Cartiera Burgo. La relazione al bilancio dell'anno scorso (chiuso con un deficit di quasi otto milioni) prometteva i provvedimenti necessari per risolvere la situazione, che si poteva riassumere in queste poche cifre: capitale 100 milioni e quasi 28 milioni di riserve ed ammortamenti, 46 milioni d'obbligazioni 6%, 100 milioni di debiti verso banche e poco meno di altri 50 milioni di debiti diversi. Le voci dell'attivo interessano meno. Durante l'anno si era parlato di tentativi di sistemazione non giunti in porto. La Società aveva ottenuto una apertura di credito di 25 milioni, per far fronte ad eventuali prelevamenti da parte di correntisti, ma ci risulta che la Burgo non ha avuto bisogno di valersi di questa possibilità accordata. Nel frattempo si è svolta un'opera di riorganizzazione, di accentramento, di riduzione di spese, anche attraverso l'eliminazione di personale ritenuto esuberante. Naturalmente tutto questo lavoro, se darà risultati nel futuro, ora significa liquidare indennità, e procedere a traslochi e modificazioni, che importano notevoli sborsi.

La situazione finanziaria costa cifre assai considerevoli per interessi, cosicché nel bilancio che verrà presentato all'assemblea vi son 13 milioni d'interessi passivi e quasi due d'indennità al personale licenziato. Malgrado ciò il bilancio chiude in pareggio. Non verrà proposta ancora la riduzione del capitale, pel fatto che la sistemazione finanziaria non è finora in vista.

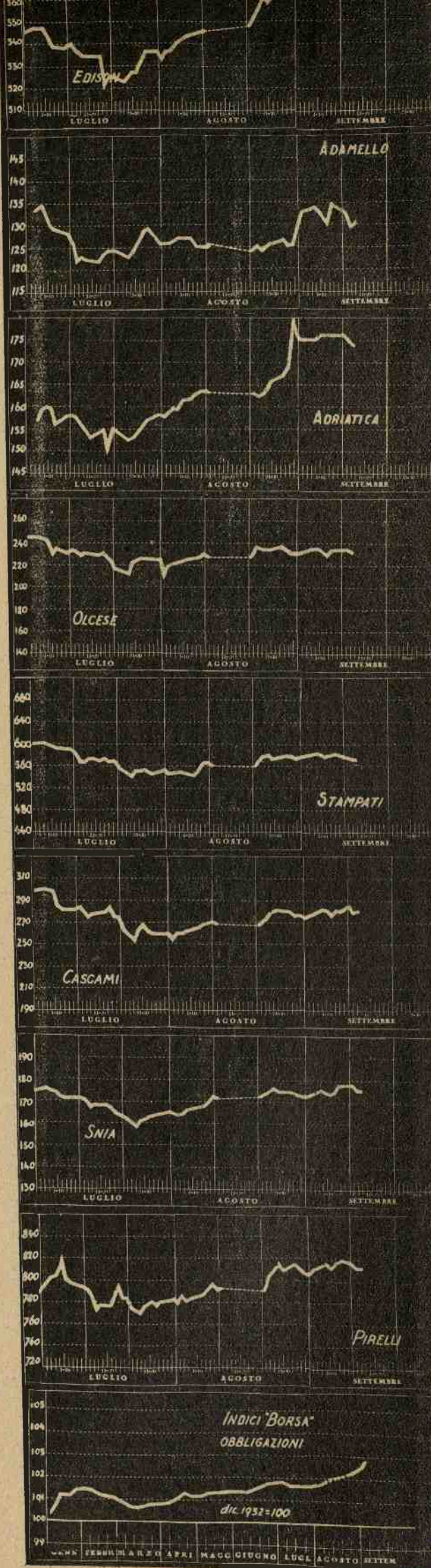
Chiediamo questa breve scorsa dei titoli più interessanti del listino con il notiziario teatrale: il 29 settembre al Teatro Manzoni si assisterà alla riduzione del capitale della Suvini Zerbini da 10.075.000 a 6.200.000 lire. Il valore nominale di queste azioni vien così ridotto da 65 a 40 lire. L'ultima quotazione in Borsa era stata di 15 lire.

M. S.

Notizie della Borsa di Milano

Richiesta di nomina a rappresentante alle grida Augusto Vicini; per l'agente di cambio sig. Paolo Veronelli.

Richiesta di ammissione alla quotazione ufficiale Obbligazione 6 per cento della Società Elettrica del Valdarno,



quotazioni dei titoli

Immobiliari	Alimentari	Navigazione	Finanziarie	Varie	Indice gen. azioni	Obbligaz. fondiarie	Obbligaz. industriali	Obbligaz. gr. Stato	Indice gen. obblig.
110.28	103.70	102.91	105.26	110.45	108.82	100.51	103.58	102.68	101.31
102.51	100.20	101.40	99.21	105.64	104.16	100.51	102.62	101.40	100.94
104.30	101.25	94.78	99.45	100.86	103.45	100.62	103.11	100.40	100.88
111.76	110.83	83.95	101.50	116.77	108.91	101.09	102.89	100.65	101.22
113.19	108.72	91.00	101.15	124.88	109.31	101.33	103.27	102.13	101.73
114.15	110.32	86.90	103.35	128.07	110.60	101.33	103.20	102.13	101.72
113.17	108.38	85.43	101.84	124.13	108.95	101.21	102.98	102.05	101.60
111.58	107.09	80.73	100.50	124.01	137.40	101.18	102.82	102.37	101.62
112.34	104.48	78.72	100.44	123.24	196.74	101.13	102.84	102.55	101.61
112.34	105.49	82.47	101.90	124.20	107.75	101.12	103.02	102.97	101.71
113.06	107.14	82.72	103.54	127.54	108.78	101.20	103.47	103.29	101.89
112.87	108.44	85.59	104.17	128.61	109.85	101.29	103.88	103.91	102.12
113.05	109.10	86.46	107.42	130.78	111.19	101.30	104.21	104.71	102.32
113.30	111.65	93.09	108.62	131.77	112.50	101.33	105.12	105.55	102.82

Esami di bilancio

«La Centrale», Società per il finanziamento imprese elettriche - Milano.

L'esame del bilancio d'una società finanziaria, senza il sussidio di tutta una serie di notizie e di delucidazioni che nessuno ha mai trovato nelle relazioni degli amministratori e dei sindaci, è ancor più scoraggiante di quello di qualsiasi altra azienda.

Appunto per questo lo studio degli ultimi bilanci della Società «La Centrale» ci è apparso facile e allettante. Poche relazioni sono chiare ed esaurienti come la serie di quelle de «La Centrale». Dal confronto dei dati forniti dal bilancio e dalle minuziose spiegazioni del Consiglio d'Amministrazione, si possono trarre le nozioni sufficienti per giudicare la situazione di questa società.

Nata nel 1925 con un milione di capitale, in pochi anni ha raggiunto uno sviluppo assai interessante e soltanto da pochi mesi, attraverso la distribuzione fatta dalla S.E.L.T., si è diffusa nei portafogli privati.

Al 31 ottobre prossimo si chiuderà l'ottavo esercizio, e, nell'attesa del nuovo bilancio, esaminiamo i precedenti.

Il capitale è attualmente di trecento milioni (le azioni sono di due categorie: 90.000 cat. A. sono nominative ed hanno diritto a 5 voti cad.; le altre 510.000 ordinarie, di cat. B, hanno, naturalmente, diritto ad un sol voto e sono preferenziali 4 % nel dividendo) e le riserve appaiono in bilancio per poco più di tre milioni, ma vi è un «fondo oscillazione valori e dividendi titoli» di dieci milioni, che crediamo sia nei «Creditori».

La Società ha in circolazione quaranta milioni di obbligazioni 6 %, rimborsabili nel 1959, e circa cento milioni di debiti (al 31 ottobre 1932). I riporti passivi si erano ridotti a poco più di un terzo, rispetto all'anno precedente, e cioè a 12 milioni.

All'attivo, la voce più importante è, naturalmente, il portafoglio titoli, del quale ci occuperemo diffusamente in seguito. I riporti attivi sono notevolmente aumentati, in seguito alle maggiori disponibilità versate da altre società del gruppo, ed al richiamo degli ultimi decimi del capitale sociale.

Gli ultimi tre dividendi sono stati di 30, 25 e di nuovo 30 lire, pari al 6-5 e 6 % sul capitale nominale di L. 500.

Nell'ottobre dello scorso anno, le azioni «La Centrale» erano quotate poco più di trecento lire.

Il portafoglio titoli, al 31 ottobre 1932, ammontava a poco più di quattrocento milioni, e la valutazione d'inventario era superiore del 10 % al valore di borsa a quella data. In altre parole, al 31 ottobre 1932, il portafoglio titoli de «La Centrale» valeva quaranta milioni meno della cifra iscritta in bilancio. Bisogna ricordare anche che le riserve erano di 13 milioni, di modo che la differenza si riduceva a 27 milioni. A detta del Consiglio, alla fine del 1932, tale cifra, in seguito al miglior andamento delle nostre borse, si riduceva praticamente a zero.

Dal dicembre 1932 ad oggi le quotazioni dei titoli elettrici sono notevolmente migliorate (l'indice «Borsa» per questo comparto segna una puls valenza del 15 %, nel medesimo periodo), per cui crediamo d'avvicinarsi al vero, affermando che, ai prezzi odierni, il portafoglio titoli della centrale presenta un margine attivo non trascurabile.

I titoli elettrici rappresentano l'80 % del portafoglio de «La Centrale» e sono tutti del gruppo (Valdarno e Romana d'Elettricità e loro creature), salvo poco più di dieci milioni di Meridionale d'Elettricità.

I titoli bancari, per fortuna, ammontavano ad un modesto 6 %, di cui cinque milioni erano l'interessenza nella Società Finanziaria Italiana (che ha ridotto pochi mesi or sono il capitale da 120 milioni a poche migliaia di lire), ed i rimanenti venti milioni sono Elettrofinanziaria.

Dal prossimo bilancio sapremo notizie dei titoli che non hanno mercato (Elettrica Italo Albanese e Financière Italo Suisse), ma insistiamo sul fatto che la grande maggioranza dei titoli posseduti da «La Centrale» è composta di Società elettriche. Queste non hanno debiti a breve scadenza, ed hanno impianti relativamente a buon mercato (il loro costo, compresa la distribuzione, è di circa L. 1 per kwora).

La riorganizzazione del gruppo, attraverso l'operazione della Società Romana di Elettricità, avvenuta l'anno scorso, e quella della S.E.L.T. di pochi mesi or sono, dovrebbe essere completa e negli anni venturi dovrebbe dare i frutti sperati.

Società Generale Industrie Metallurgiche (G.I.M.) - Milano.

Pochi giorni or sono la Metallurgica Italiana ha distribuito al propri azionisti una azione G.I.M., ogni quattro azioni Metallurgica possedute, oltre due lire, per ogni gruppo, il che vuol dire che ogni azione Metallurgica ha ricevuto L. 0,50 ed un quarto di azione G.I.M., «Serie A».

Il capitale della G.I.M., di quaranta milioni, è composto di 340.000 azioni di serie A (con diritto ad un voto, e preferenziali 5 % nel dividendo) e di 60.000 azioni di serie B (con diritto a 5 voti).

La G.I.M. nacque nel 1920 col nome di «Società per il Commercio e l'Esportazione dei metalli lavorati» ed un milioni di capitale.

Cambiò la ragione sociale nel 1929, per quanto già dal 1927 fosse principalmente una società finanziaria.

Il bilancio al 31 dicembre 1932 con un capitale, come si disse, di 40 milioni, disponeva di quasi due milioni di riserve, oltre poco più di 6 milioni di «fondo oscillazione dividendi», che è nei conti correnti passivi. Questi ammontano a ventitre milioni. I riporti passivi si sono ridotti da 22 a 8 milioni.

All'attivo, oltre 11 milioni di conti correnti attivi, e tre milioni di riporti, vi sono 62 milioni di portafoglio titoli.

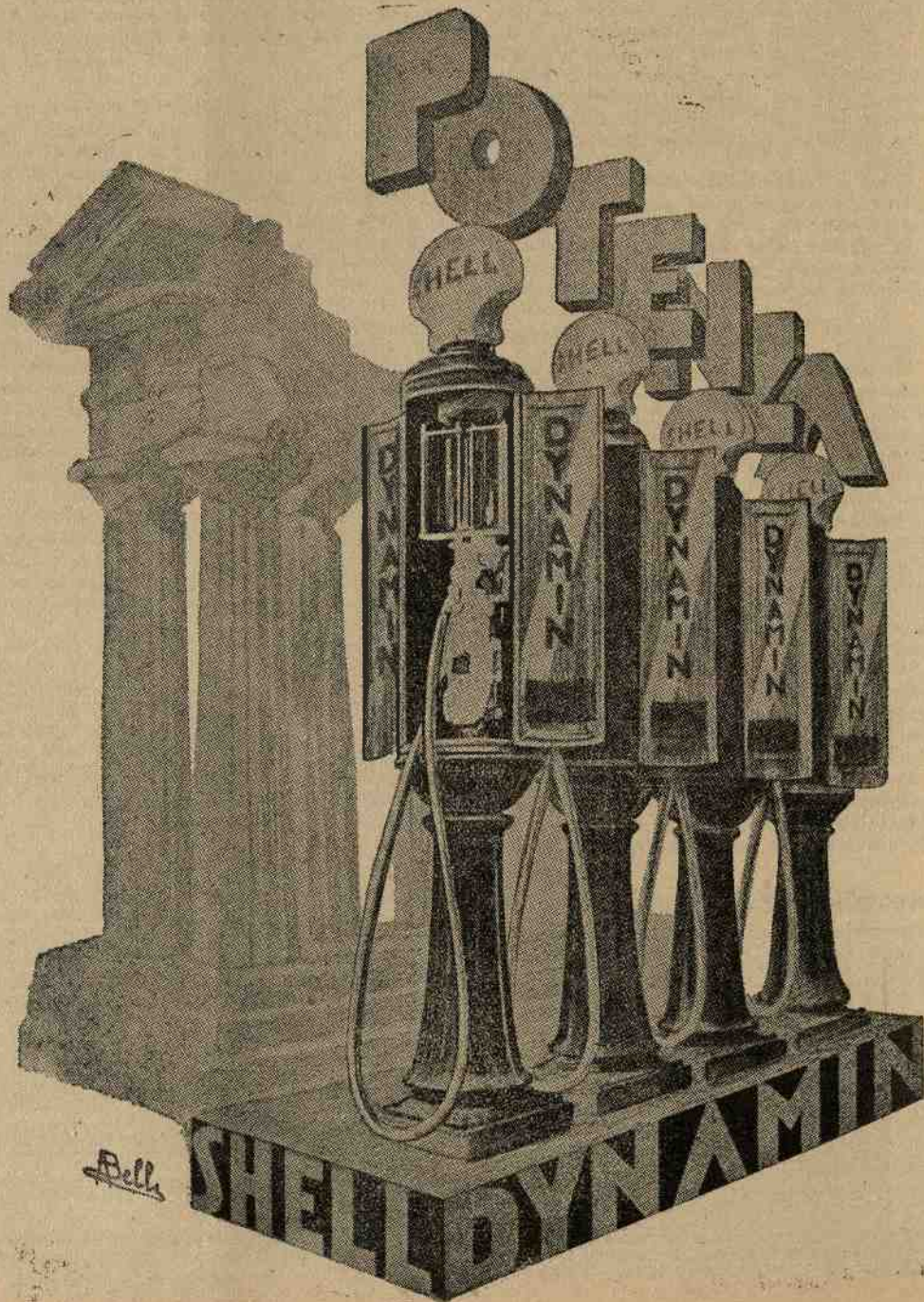
Questo è composto pel 95 % di Azioni Metallurgica Italiana e Metallurgica Bresciana. Crediamo anche che quasi tutto il capitale di quest'ultima sia nel portafoglio della G.I.M. Cosicchè i dati approssimati dovrebbero essere questi:

tre milioni in azioni «La Centrale»;
trenta milioni in azioni «Metallurgica Bresciana»;
ventinove milioni in azioni «Metallurgica Italia».

Sulla valutazione del portafoglio, il Consiglio ci ripete la solita formula «...rispetto ai corsi di mercato si può considerare del tutto tranquillante...» e perciò oggi in confronto al 31 dicembre 1932 ci dovrebbe essere un notevole margine.

Le spese generali in tre esercizi si sono ridotte a meno del 50 % ed ammontano, nell'ultimo bilancio, a poco più di 250 mila lire.

Gli ultimi dividendi sono stati del 9 %, 9 %, 8 %.



Pragmatismo inglese nella politica monetaria

Altalena di motivi tecnici e di motivi politici

Chi fosse tentato di dare interpretazione categorica al recente andamento della sterlina, potrebbe definirlo come una cronaca che non riesce a diventare storia, nonostante attori e spettatori della « commedia della sterlina » (per dirla coll'Einzig) facciano del loro meglio per drammatizzare la situazione.

Alla fine della Conferenza economica lo scorso luglio, fecero molta impressione le dichiarazioni dei rappresentanti britannici in favore di una politica monetaria « interimperial », alias abbandono dell'ancoraggio al blocco aureo per seguire un corso indipendente, in armonia cogli interessi dei Dominions. Verso gli ultimi d'agosto c'è stato il viaggio Montagu Norman agli Stati Uniti. Si è pensato che il governatore della Banca d'Inghilterra potesse ritornare alle sponde britanniche col ramoscello d'ulivo della stabilizzazione del dollaro, o almeno con qualche progetto di accordo monetario, ma non ne è venuta fuori che una innocua « tea-party » col Presidente Roosevelt: scambio di cortesie e informazioni reciproche, pare, e nulla più.

C'è stato, naturalmente, un gran soffione sul fuoco: un gran correre di voci e di pronostici, mentre la sterlina seguitava a mantenersi allo statu quo. Da ultimo, qualcosa di positivo è accaduto: durante l'ultima settimana d'agosto il cambio della sterlina è peggiorato, cadendo in poco più di una settimana dal livello di circa 85 a 80 frs. per sterlina. Una bazza per i redattori finanziari meno sobri e per gli inflazionisti: si è detto che il fondo di egualizzazione della sterlina stava per esaurirsi, che il Paese dava finalmente corpo alle sue intenzioni di indipendenza delle valute auree, che una novella storia stava insomma per cominciare.

Un esame più riposato fa riconoscere che questo giudizio è almeno prematuro. La caduta del cambio si è arrestata, non solo, ma in questi ultimi giorni ha avuto luogo un sensibile miglioramento che ha riportato la parità col franco al livello di 82 circa. E le oscillazioni appaiono piuttosto dovute a ragioni tecnico-tattiche che a motivi economico-politici di portata più vasta. Secondo tale versione, che sembra più plausibile, il peggioramento del cambio della sterlina sarebbe stato determinato da un tentativo della Banca d'Inghilterra di saggiare il livello naturale della sterlina, per ridurre la pressione che si verificherebbe sul fondo di manovra, coll'approssimarsi della consueta tensione autunnale causata da movimenti commerciali.

Sostanziale unità di vedute tra Governo e Banca?

La spinta al deprezzamento sarebbe da ricercare in una nuova ondata di pessimismo dovuta all'incerto procedere dell'esperimento americano e delle possibili sue ripercussioni internazionali, pessimismo che avrebbe condotto i detentori di dollari, non solo, ma anche i detentori di sterline e persino di valute a base aurea, a convertire le monete in oro. Di fronte alla corrente, la Banca d'Inghilterra avrebbe allentato il controllo sul cambio, allo scopo di preparare un livello di parità più comodo da mantenere durante la oramai imminente pressione stagionale accennata, e forse anche di creare l'impressione che la politica monetaria britannica si orienta effettivamente — sia pure con molta misura — nel senso delle dichiarazioni interimperiali. Ma certo le considerazioni tecniche prevalgono tuttora sulle politiche, e a queste ultime viene data qualche

soddisfazione — per ora — solo in quanto non contrastino, o non troppo, colle altre.

Trattando di politica monetaria, si è fatto un gran discorrere, e da tempo, di contrasti di direttive tra governo e tesoro da una parte, e Banca d'Inghilterra dall'altra. Si è più volte sentito ripetere che mentre le autorità politiche sono favorevoli a una politica di espansione, la Banca si mantiene rigidamente ortodossa. Recentemente è corsa la voce che Montagu Norman stesse per dimettersi da governatore della Banca in seguito a tali contrasti. A questo riguardo, va chiarito che il governo non ha poteri costituzionali sulla direzione della Banca, la quale è organismo privato; quindi le dimissioni del governatore non potrebbero venire consigliate, o richieste, che dai direttori della stessa, in grande maggioranza privati banchieri. E nulla fa ritenere, per ora, che vi sia divergenza di vedute tra il governatore e il Consiglio dei direttori. D'altro lato, se è vero che la Banca d'Inghilterra è indipendente dal governo, è risaputo che Banca e Governo finiscono sempre per mettersi d'accordo e che molto del preteso contrasto è pura messa in scena. Si dice, da chi è addentro alle segrete cose, che il Governo non sia in fondo meno ortodosso della Banca, e che al Tesoro non dispiaccia di scaricare barili sulle spalle della « vecchia signora di Threadneedle Street ».

Se vi fosse vero contrasto, al governo non mancherebbero i mezzi per iniziare una diversa politica monetaria. Ora come ora, bisogna concludere che vi è sostanziale unità di direttive tra i due poteri, o che almeno la divergenza è molto piccola. La verità è che in fatto di politica monetaria i poteri pubblici sono tuttora disposti piuttosto a lasciare che le cose vadano a modo loro, con le oscillazioni normali della politica del giorno per giorno, che a intervenire. L'unico atto di intervento, dopo la sospensione del gold standard nel settembre 1931, è stata la creazione del fondo di manovra della sterlina, notato nel bilancio dello Scacchiere e affidato in gestione alla Banca d'Inghilterra. L'esistenza del fondo, naturalmente, concilia più che non contrasti la libertà di azione della Banca, e costituisce piuttosto un fiancheggiamento offerto dal governo alla Banca che non uno strumento di autorità sulle direttive di questa.

Per ora, l'iniziativa è a Montagu Norman.

Fin quando il governo si manterrà fedele a tale politica di effettiva neutralità nei riguardi della Banca — ossia fino a quando la politica monetaria britannica rimarrà affidata a un organismo privato, sia pure dell'importanza e colla responsabilità della Banca d'Inghilterra — sarà vano parlare di stabilizzazione legale o di svalutazione progressiva della sterlina. Questo vale, si intende, quando si escluda il ritorno all'oro, che renderebbe automatici e naturali — ossia sottratti a ogni determinata politica — i movimenti della moneta. Per attuare una politica consistente e permanente in un dato senso, qualunque sia, occorre che il governo si faccia avanti, almeno come garante ufficiale delle manovre intraprese dalla Banca. Se è infatti possibile una stabilizzazione di fatto attraverso l'azione « spontanea » della Banca, è impossibile in tali condizioni una stabilizzazione « de jure »; mentre d'altro canto una svalutazione, che non sia limitata, e temporanea come quella verificatasi nei giorni scorsi, richiede l'intervento attivo del governo. Il perchè è chiaro. La Banca d'Inghilterra e

il ceto bancario che le sta dietro, a parte le loro convinzioni circa il benessere della collettività, hanno interesse a mantenere stabile la sterlina, a contenerne le fluttuazioni nella misura strettamente necessaria a non esaurire il fondo di manovra e a conciliare il proprio tornaconto con le direttive — moderate — del Governo. Sicchè la vera determinante della politica monetaria britannica è oggi l'ampiezza e composizione del fondo di manovra.

Qui, incidentalmente va notato che al Governo, appunto per l'esistenza del fondo di manovra, rimarrebbe sempre uno strumento di controllo. Se veramente premesse ai governanti di svalutare la sterlina, essi potrebbero ritirare o « bloccare » il fondo dalla Banca nel momento in cui si manifesta la pressione sfavorevole al cambio della sterlina, così costringendo la Banca a « mollare » il controllo e a lasciare cadere il cambio fino a un livello compatibile colle pure riserve auree della Banca; salvo ripristinare il fondo o il suo uso quando la pressione si eserciti in senso contrario, favorevole al cambio, per impedire allora il riapprezzamento della sterlina. Ma per ora, non risulta che il governo voglia fare uso di questa possibilità. Il fondo di manovra, che fu istituito allo scopo di compensare le oscillazioni di natura puramente speculativa, e non per servire a una politica decisa di stabilizzazione rivalutazione o svalutazione, conserva a tutt'oggi il suo carattere originario. D'altronde, l'uso del fondo offre un margine di « indeterminazione » alla politica della Banca, entro cui possono ben giocare accordi taciti col governo. Più sopra non ho escluso che dai recenti movimenti della sterlina esulasse completamente il fattore politico, per quanto lo ritenga, d'accordo con molti bene informati della City, piuttosto secondario.

Sino a quando non costa troppo...

Vista la politica monetaria britannica sotto questo angolo — cioè come una successione di adattamenti empirici a necessità quotidiane da parte della Banca Centrale, piuttosto che come orientamento progressivo verso una tendenza — la stabilità del cambio colle valute auree, mantenuta da tempo quasi rigida sul livello di 85-86 frs. per sterlina sino all'ultima settimana di agosto, poi brevemente interrotta e ora — pare — ripresa su un livello leggermente inferiore, non sarebbe tanto un canone di tale politica, quanto la logica conseguenza di condizioni esterne. Sino a quando non costa troppo stare attaccato al franco (in termini di riserve del fondo di manovra) conviene mantenersi: quando, per movimenti « spontanei » del mercato, influenze psicologiche o stagionali, correnti finanziarie o commerciali, la pressione sul fondo si fa troppo forte, col pericolo di esaurirne le scorte auree, conviene cercare livelli



più bassi, svalutare moderatamente e temporaneamente la sterlina fino a che la pressione anormale sia cessata. Conviene, similmente, alla Banca allentare il controllo quando ciò possa servire a mantenere la « pace in famiglia » col tesoro e il governo, specie se questa esigenza politica vada d'accordo colle esigenze tecniche ricordate.

La composizione dello « sterline exchange equalization fund » non è nota perchè la Banca d'Inghilterra non pubblica le cifre relative. Secondo stime del redattore di « Lombard Street » nel Financial News, vi erano nel fondo circa 100 milioni di oro e valute auree al momento della sospensione del gold standard in America. Da allora in poi, e specialmente dall'inizio di luglio ad oggi, sarebbero stati convertiti in sterline quasi 50 milioni. (Dice l'arguto cronista che almeno 30 milioni se ne devono essere andati subito dopo la colazione « tête-à-tête » di Macdonald con Keynes (la « più costosa colazione dei tempi moderni » che provocò rumori di prossimo inflazionismo e quindi fughe dalla sterlina. Ma forse è una storiella da « dopo-Borsa »).

L'assottigliamento della massa di manovra del fondo spiegherebbe il recente abbandono del controllo. E' vero però che la Banca d'Inghilterra ha ora nelle sue riserve 50 milioni di oro in più dell'anno passato alla fine d'agosto e va notato che il rialzo del cambio negli ultimi giorni fa presumere che il controllo sia stato ripreso.

La conclusione di quanto precede è che la politica monetaria britannica continua a rimanere sospesa in aria come la bara di Maometto (lamenta il redattore della rivista mensile della Midland Bank, perorando in pro della collaborazione coll'America) e che, a meno di decisioni da parte del governo, o di mutamenti nel corso delle altre monete, seguirà su per giù a rimanere incerta e oscillante. Una lenta moderata svalutazione della sterlina è prevedibile nei prossimi mesi autunnali per la nota pressione sul cambio dovuta all'eccesso di importazioni sulle esportazioni che in tale periodo solitamente si verifica, verso una parità col franco intorno a 80 frs. per sterlina. Questo è quanto sembra avere dimostrato la saggia rimozione del controllo.

I « motivi » tecnici patteggiano coi « motivi », politici.

Ho tentato sopra una analisi, elementare e succinta, di quella che è oggi la politica monetaria britannica. Tra le intenzioni e i desideri, le voci e i suggerimenti, le opposte teorie e interpretazioni, mi pare che il nocciolo della realtà stia in quanto ho notato e che potrei ancora riassumere così. Nella politica monetaria dell'Inghilterra predominano motivi tecnici. L'iniziativa, o meglio l'amministrazione, è lasciata alla Banca d'Inghilterra, coll'ausilio di un fondo abbastanza cospicuo (275 milioni di sterline) fornite dal governo in aggiunta alle sue riserve metalliche, per garantirle maggiore libertà di manovra. Il governo si mantiene neutro, mascherando la sua inerzia con dichiarazioni ora in favore di una politica di espansione, ora in favore di una rigida ortodossia fiscale e monetaria. I membri del gabinetto « flirtano », con questa o con quella idea, con questo o quel rappresentante di una scuola monetaria inflazionista o almeno reflazionista. In pieno Tesoro siede come consigliere R. S. Hawtrey, il campione dei reflazionisti. Ogni tanto esce fuori qualche ballon d'essai, corrono voci, indiscrezioni, pronostici.

Ma plus ça change plus ça c'est égal. Al timone sta sempre il vecchio lupo Montagu...

Nè mancano giustificazioni a questa politica. A parte la composizione del gabinetto attuale — ostensibilmente misto di vari partiti, in pratica conservatore e per questo contrasto tra forma e sostanza necessariamente orientato verso atteggiamenti compromissori — vi è l'incertezza sull'andamento delle altre monete. La domanda « che farà la sterlina? » si risolve, ora come prima, nell'altra « che farà il dollaro? », alla quale è difficile trovare una risposta razionale. Nonostante le vociferazioni degli espansionisti, la politica di attesa finora seguita pare la più ragionevole, la meno rischiosa. Se il dollaro dovesse svalutarsi ulteriormente in forte misura, la sterlina finirebbe col mettersi sulla stessa strada, seguita probabilmente dopo resistenza più o meno strenua dai paesi a moneta aurea.

Se il governo decidesse di prendere l'iniziativa nella politica della moneta, potrebbe scegliere varie vie. Suppongo naturalmente che l'azione del governo abbia di mira l'espansione del credito, il rialzo dei prezzi, in genere il programma interimperiale.

Potrebbe ricorrere a vie costituzionali, nei riguardi della Banca d'Inghilterra, rispettandone cioè l'attuale statuto e mantenendone l'indipendenza. In questo caso, potrebbe emettere una maggior quantità di buoni del tesoro — politica che si accorderebbe con operazioni di « open market » da parte della Banca, ed è in sostanza quella consigliata da Hawtrey (1) come gran medicina della crisi. Potrebbe, altrimenti o congiuntamente, avocare a sé l'amministrazione del fondo di manovra della sterlina. E' opinione dei competenti che questa misura sarebbe di più che dubbia praticabilità, sia per le difficoltà tecniche del maneggio del fondo, sia perchè un fondo di manovra si presta solo ad effettuare operazioni che in complesso si compensino. Altrimenti il fondo diventa un flusso permanente da alimentare in modo continuo e il problema da tecnico-monetario diventa fiscale. Altro mezzo, sempre nei limiti suddetti, sarebbe di consentire per legge alla Banca d'Inghilterra di diminuire le sue riserve metalliche a garanzia delle emissioni di circolante. Su questo punto vanno d'accordo scrittori di varie tendenze, tutti però favorevoli in differente misura all'espansione monetaria, da Mc Kenna (2) a Cannan (3). Gold standard « addolcito », si potrebbe chiamare. L'ala moderata del Congresso delle Trade Union è pure in favore di una riforma del genere.

Tutti questi metodi, non meno di quelli di cui dico poi, sono combattuti con tenacia sorretta da argomenti di buona logica, dagli economisti della « Scuola di Londra ». Hayek (4), Robbins (5), Gregory (6), Benham (7), fiancheggiati dai finanzieri « ortodossi » quali Lord Bradbury e F. W. Hirst. Trovano pure un'eco nei commenti di un economista americano alle vicende della sterlina, il Frazer (8).

Il governo potrebbe invece ricorrere a vie non costituzionali. Nazionalizzare, ad esempio, la Banca d'Inghilterra, come il Labour Party da tempo va proponendo al governo laburista... che verrà, e ha ora riaffermato in una recente pubblicazione (9). Il progetto comprende, oltre la socializzazione o nazionalizzazione della Banca, la fusione in una singola corporazione delle cinque principali banche inglesi (le « big five »), la formazione di un istituto di liquidazione per sgelare i crediti della joint stock banks, la formazione di un consiglio nazionale per l'investimento che dovrebbe controllare la direzione degli investimenti. Altra proposta, di meno vasto disegno ma di intenzioni che vanno oltre gli interessi della Gran Bretagna, mirando a conciliarli con quelli degli altri paesi dell'Impero, è quella di D. S. Edwards (10), di riformare la Banca d'Inghilterra affidandone la direzione ad un « consiglio della moneta », composto di tecnici e di funzionari governativi, della metropoli e dei dominions. Entrambe le proposte sono basate sul concetto che la Banca di Inghilterra sia irrimediabilmente deflazionista e che una volta affidatane la direzione a organi pubblici o semi-pubblici essa abbia senz'altro a diventare di manica più larga. Sul merito non mi pronuncio, e accenno invece di passata alle vedute di un'altra scuola, secondo la quale il problema non è tanto di creare moneta, quanto di stimolare quella che già esiste a mettersi in moto, a investirsi, a spendersi. E il governo, più che battere moneta, o facilitare il credito, dovrebbe secondo questa scuola farsi imprenditore di lavori pubblici, creare lavori. La polemica in proposito, tra fautori e avversari del piano Keynes e in genere di ricorso ai lavori pubblici come strumento di espansione monetaria e di ripresa industriale, dura ancora sulle colonne del Times.

« Ce n'è, insomma, per tutti i gusti. Il tutto sta a decidersi. »

Carlo Pagni

- (1) R. G. HAWTREY: *The art of Central banking* - Londra, Longmans, 1932.
- *The Gold standard in theory and practice* - Londra, Gren, 1933 (3.a ediz.).
- (2) R. MC KENNA: *Post war economic policy* - Londra, Heinemann, 1933.
- (3) E. CANNAN: *Modern currency and the regulation of its value* - Londra, King, 1931.
- (4) F. v. HAYEK: *Prices and production* - Londra, Routledge, 1931.
- (5) L. ROBBINS: *The Ottawa resolutions on finance and the future of monetary policy* - In Llyd's Bank, Review, ottobre 1932.
- (6) T. E. GREGORY: *An introduction to finance* - Londra, Gollancz, 1932.
- (7) F. BENHAM: *British monetary policy* - Londra, King, 1932.
- *Go back to gold* - Londra, Faber and Faber, 1931.
- (8) H. F. FRAZER: *Great Britain and the Gold Standard* - Londra, Macmillan, 1933.
- (9) *Socialism and the condition of the people* - The Labour Party, Policy report n. 6, pp. 20, agosto 1933.
- (10) D. S. EDWARDS: *Gold Reserves and the Monetary standard* - Londra, King, 1933.

LIBRI RICEVUTI

TIVARONI JACOPO — « *Compendio di storia delle istituzioni e delle dottrine economiche* », pp. 270 in 8°, Gius. Laterza e Figli, Bari, 1933 — L. 20.

Il T. avverte che si tratta di un *compendio* e non di un *trattato*; ma ciononostante, il libro è chiaro, organico. I capitoli si susseguono così: dopo un'introduzione e cenni sulla proprietà fondiaria e sulle condizioni generali degli operai all'aprirsi dell'epoca moderna, si dà una occhiata alle prime imprese, alle corporazioni medioevali, per salire via via fino alle società commerciali. Larghi cenni sono fatti sul commercio internazionale, sugli strumenti di scambio, sulle banche (origini e sviluppo); sono accennate le varie teorie dominanti dei secoli scorsi in economia (marcantillisti, fisiocrati, classici) e con particolare riguardo agli economisti italiani. Di pari passo l'A. ci fa assistere alla trasformazione dell'ambiente economico in cui tali teorie trovano il lievito. Anche le dottrine relative alla popolazione hanno un rapido cenno; quindi problemi di colonizzazione, di emigrazione, di beneficenza ed assistenza sociale.

VIII Congresso della proprietà edilizia - Relazioni e comunicazioni. — Un volume di pp. 190 in folio col *comunicazioni*. — Un volume di pp. 190 in folio coi rapporti dei vari delegati nazionali sul mercato edilizio nei vari Paesi. — Feder. Naz. Fascista della proprietà edilizia, Roma, 1933 - s. p.

(Raccoglie scritti di vari rappresentanti al Congresso di Roma. Tra gli altri, quello di Larmeroux, presidente dell'Unione Internazionale della Proprietà Fondiaria di Basilea, in cui l'A. si sofferma sulla funzione sociale della Proprietà edilizia — Un saluto del nob. Enrico Parisi, commissario della Federazione Italiana — Brani di circostanza dell'on. Scialoja, del dott. Genco (che descrive l'attività dell'organizzazione italiana) — Seguono, in ordine, le relazioni sul mercato nei singoli Paesi; con particolare ampiezza è trattato il mercato edilizio italiano).

Alcuni opuscoli-relazione sui temi all'agenda del congresso, trattano: on. avv. Gaetano Re David: *L'intervento dell'amministrazione pubblica nel campo della Proprietà edilizia* — B. A. Genco: *Le associazioni nazionali della Proprietà edilizia e lo sviluppo della loro organizzazione internazionale* — C. Trulé de Varreux: *Legislazione comparata sugli affitti* — E. De Peplowska: *La Proprietà edilizia e la crisi mondiale* — Dott. A. De Meyer: *Costruzioni dello Stato e dei Comuni e loro conseguenze* — Dott. Bela Nemeth: *Organizzazione del credito per i proprietari di fabbricati*.



Una macchina cui manca il lubrificante

Terza fase: dopo il rialzo dei prezzi e dopo gli sforzi per codificare l'industria e l'agricoltura, Roosevelt si trova di fronte alla banca.

Il tema monetario balza ancora in prima linea. Non basta rialzare i prezzi attraverso stimoli psicologici; non basta imporre alle industrie di occupare più mano d'opera a salarii più alti: occorre ora fornire alle industrie il credito necessario.

Un lavoro da Titani. La macchina economica è di una tale complessità che non gira aggiustando l'una o l'altra ruota dentata: bisogna congegnare i pezzi vincendo degli attriti formidabili, e spesso impensati. Le economie manovrate hanno questo difetto, che non si possono realizzare brano a brano: sono totalitarie, esigono l'intervento al cento per cento, ad ogni azione rispondono con una reazione che spesso non è uguale a quella calcolata — ma superiore o inferiore —, e ogni più minuto saggio calcolo è sconvolto da ritardi che nessuno potrebbe prevedere.

L'estrema complessità del programma della N.R.A., e il desiderio di « fare in fretta », hanno creato a Roosevelt problemi imponenti. L'esperienza ha insegnato moltissimo. Che, anzitutto l'esistenza del potere d'acquisto latente non significa attività del potere d'acquisto; che, imprimendo alla macchina economica una spinta di cento, non sempre si ha un effetto di cento; che quanto è vero nell'azione individuale, spesso non è altrettanto vero quando si ragiona in termini di azione collettiva; che, infine, spesso il pubblico si ispira nell'agire economico a quel che è avvenuto e non a quel che potrà avvenire; o viceversa. Ha insegnato — questa esperienza — quanto sia difficile sfuggire alla relazione costi-prezzi o a quella produzione-consumo; e quanto sia vano lo sforzo di elevare i prezzi per rianimare le industrie, quando le posizioni relative restano le stesse. Ha insegnato che non è possibile attuare nessun serio piano economico quando il metro dei valori ondeggia e spegne ogni certezza.

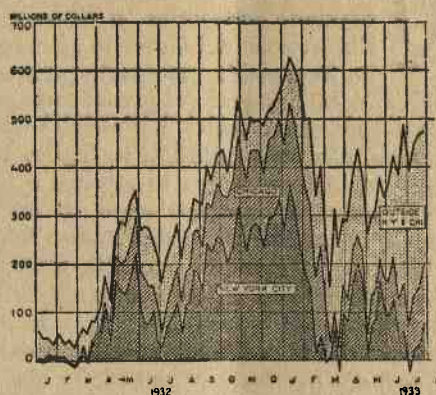
La Suprema Corte approva

Gli Stati Uniti, nonostante gli ultimi provvedimenti, sono un Paese ancor legato alle formidabili forze contrarie degli interessi, che scatenano altrettante immani forze politiche. Siamo alla vigilia della riapertura del Congresso, che non sembra — a stare alle anticipazioni — così docile come lo fu quando dette i pieni poteri a Roosevelt. Le correnti inflazionistiche sono più forti, e le critiche per la lentezza con cui procede l'attuazione del programma di « recovery » si fanno più accentuate. Frattanto, però, l'autorità della Corte Suprema (che giudica della costituzionalità delle

leggi americane) ha rotto la severa tradizione conservatrice, riconoscendo la legittimità del Nat. Recovery Act, e sanzionando così il programma di Roosevelt, come fece per il Farm Adjustment Act. Il fatto è di grandissima importanza, perchè molti conservavano la speranza che il Presidente americano fosse sconfessato dalla Corte Suprema. Vedremo come detta Corte giudicherà in merito al famoso tema della clausola-

L'assicurazione dei depositi bancari

Un'altra legge che ha sollevato grandi discussioni — oggi rincrudite — è quella cosiddetta Banking Act (Glass-Steagall, 16 giugno), la quale contempla un'assicurazione dei depositi bancari. Infatti il Governo americano sta praticamente organizzando tale assicurazione, nonostante il contrario parere dei banchieri. La legge è ufficialmente presentata per « promuovere un uso più sicuro e più effettivo delle attività bancarie, regolare il controllo interbancario, prevenire uno sviamento illegittimo dei fondi verso operazioni speculative o altri oggetti ». E' istituita una « Federal Deposit Insurance Corporation », diretta da tre membri, di cui uno è il controllore della moneta, con un capitale formato da 150 milioni di dollari



L'eccesso di riserva nelle banche associate

forniti dal Tesoro (contro azioni fruttanti il 6 per cento), da sottoscrizioni delle B.F.R. (metà dell'importo delle riserve) contro azioni cat. B., senza diritto a dividendo; da sottoscrizioni di tutte le Banche private membri dell'Ente (contro azioni cat. A., interesse 6 per cento, senza diritto a voto) e in misura dell'1,50 per cento dei depositi.

La legge dovrebbe applicarsi dal 1. gennaio 1934; ma essa sembra destinata ad incontrare vastissime opposizioni. Anzitutto i banchieri che sono spinti a concedere nuovi crediti per assicurare il successo del movimento di ricostruzione industriale, asseriscono che tale problema è legato intimamente a quello dell'assicurazione dei depositi, e in ge-

nere a tutto il sistema bancario americano di cui si chiede una riforma. Vi sono 8000 State Banks che dovranno essere giudicate *solvibili* per partecipare al fondo di assicurazione depositi. Ora, bisogna pensare che una esclusione importerebbe per la banca esclusa il fallimento, perchè nessun risparmiatore lascerebbe dei depositi in tale banca: è quindi lecita la preoccupazione delle banche di tenere una liquidità eccezionale dei fondi, e di essere rigorosissime nella concessione di crediti o di anticipazioni il cui rimborso si possa prevedere lento. Le grandi Banche di Nuova York si preoccupano anche del peso di questo nuovo Istituto assicurativo: esse dovrebbero fornire il 23 per cento delle sottoscrizioni bancarie al Capitale della Corporation di assicurazione.

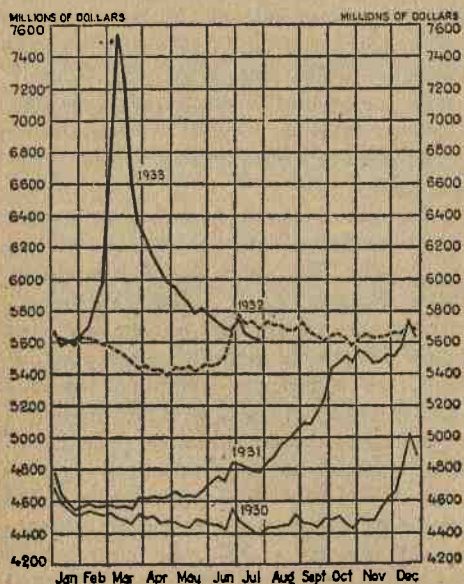
Roosevelt e i banchieri

A questo malcontento delle Banche per l'assicurazione dei depositi, si aggiunge la lotta che si è intrapresa da qualche settimana tra il movimento della N.R.A. e i banchieri, i quali — per la verità — non hanno trovato in Roosevelt una benevola neutralità, dal *run* di marzo a oggi. I capi del movimento di ricostruzione affermano che — portata a termine, o quasi, la codificazione (sia pure con molte eccezioni) e con abbondanza di *merit clauses* — è ora necessario finanziare le industrie, per consentire loro lo sforzo imposto da condizioni salariali più gravi. Il compito spetta dunque alle banche. Ma i banchieri ribattono che appartiene soltanto al giudizio insindacabile della banca il concedere crediti; che l'aiuto bancario più efficace è quello che si conforma ai principi della buona finanza, i quali consentono di salvaguardare ad un tempo banche e depositanti.

I banchieri sostengono che, nelle presenti condizioni di moneta instabile, non è possibile concedere dei crediti a lungo termine, ed è necessario mantenere una liquidità che consenta di far fronte a tutte le possibili nuove situazioni, ivi compresa quella di un deprezzamento del dollaro. Per i banchieri la migliore delle soluzioni sarebbe — sia pure, attraverso l'inflazione, svalutando il dollaro al 40 o al 50 per cento del primitivo valore — poter contare su una moneta stabile. La concessione di crediti non sufficientemente garantiti (poichè per quelli garantiti, si tratta di crediti *sani* e quindi concedibili anche senza le pressioni del Governo) porterebbe a un nuovo *run* bancario: il pubblico riprenderebbe a tesaurizzare spaventato per la possibilità di fallimenti bancari o di congelamento dei depositi. D'altronde, una lezione che molti non sembrano ricordare, si ebbe nel 1929,

in cui l'inflazione creditizia creò il boom. Le alte disponibilità liquide delle banche sono reali, e ne fa prova il tasso bassissimo del call-money (raggiunge i 3/4 per cento, cioè il minimo dal 1908 in poi), ma come indurre le banche stesse a concedere crediti che, in condizioni normali, in base a principii di sana finanza, non concederebbero? (Le banche, d'altronde, fanno presente che rimangono tuttora bloccate dalle anticipazioni concesse anteriormente al 1929 e molte furono riaperte dopo il run, avendo forti prestiti congelati). L'industria americana ha bisogno di capitali permanenti, cioè di prestiti a lungo termine: ma i capitali sono più che mai ansiosi per la sorte del dollaro, in tempi in cui un semestre basta per rovesciare tante nuove rivoluzionarie leggi su un Paese. La situazione bancaria non è allegra, soprattutto per questa insicurezza, per le rinnovate voci di inflazione, per le minacce di Johnson che parla di « sostituire il governo » alle banche nella funzione creditizia.

Il presidente dell'American Bankers Ass., in un chiaro discorso pronunciato in questi giorni, asserisce che il Governo vuol far ricadere sui banchieri la responsabilità del fallimento dell'esperimento di Roosevelt. Afferma che il Paese ha sofferto più di un'espansione eccessiva di credito che non della sua insufficienza, e che avventate forme di credito ritarderebbero la ripresa anziché affrettarla, così come inutili restrizioni all'attività bancaria porrebbero ostacoli alla ricostruzione economica del Paese. I banchieri chiedono che sia fatta una selezione delle banche che esse siano meno numerose, con miglior personale dirigente, il quale collabori strettamente con il governo, nei limiti di una sana finanza, che da parte del pubblico vi sia una miglior comprensione della propria responsabilità nel mantenere la



La circolazione monetaria negli Stati Uniti

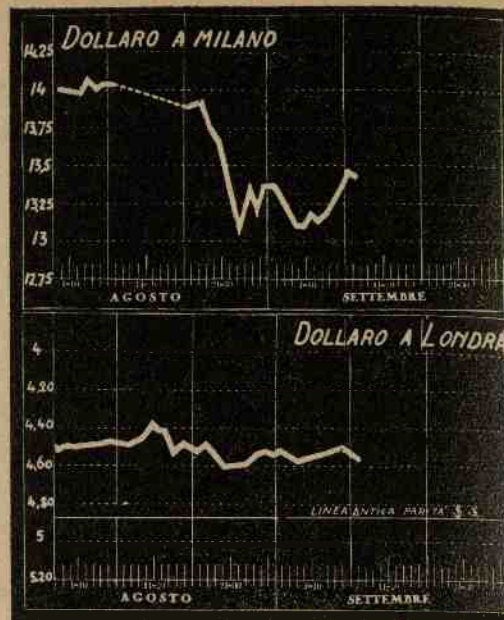
solvibilità delle banche; che, infine, — dato che il dollaro lasciato a sè stesso si rivaluterebbe, con la conseguenza di riabbassare i prezzi delle merci e di provocare una stasi industriale peggiore di quella precedente all'esperimento —

si completi la svalutazione del dollaro nei limiti concessi a Roosevelt (50 per cento) facendo delle emissioni monetarie, e stabilizzando la moneta a quel livello.

Le discussioni sono a questo punto. A Roosevelt non restano che due vie — stretto com'è dalla necessità di uscire dal vicolo cieco in cui l'ha gettato il movimento della N.R.A. dopo l'aumento speculativo dei prezzi —: o fare appello al risparmio pubblico (e in tal caso, dovrebbe stabilizzare il dollaro, se non vuol correre incontro ad un fiasco), o fare delle emissioni di moneta, e svalutare ulteriormente il dollaro. Tra le innumerevoli voci e tra i disparati pareri di questa caotica vigilia, si parla anche di acquisto da parte della R.F.C. (ente di credito per la ricostruzione industriale) delle azioni privilegiate delle banche, prestando alle banche stesse dei capitali su garanzia dei loro titoli. In tal modo il Governo diverrebbe, in certo modo, proprietario delle banche. Ma occorrono vari miliardi di dollari, e l'esperimento è assai arduo, e contrasta con l'atteggiamento piuttosto severo tenuto finora dalla R.F.C. In sostanza potrebbe anche trattarsi semplicemente di un ampliamento delle garanzie collaterali, in modo che la R.F.C. sia autorizzata ad accettare carta non scontabile presso le F.R.B. Ma bisogna tener conto dell'irriducibile avversione dei banchieri per l'attuazione di tali programmi.

Mercato interno o esportazione?

Quanto agli indici generali della situazione economica, si rileva che l'incertezza del Governo americano in materia monetaria pesa sul mercato. Le flessioni dei prezzi sono generali; gli stessi indici dell'attività economica, che erano gonfiati in luglio, attenuano la loro ascesa in agosto, e incominciano a mostrare segni di stanchezza in settembre. Se fino adesso Roosevelt non si è interessato alla moneta che nella misura in cui era suscettibile di influire sui prezzi interni, è lecito pensare che il problema monetario debba tornare presto in primo piano quando i prezzi mostrano un rilassamento progressivo, e quando si incomincia a intravedere la necessità di curare non soltanto il mercato interno. Infatti l'eccesso innegabile di capacità di produzione che gli Stati Uniti hanno in alcuni rami d'industria, li porta a concludere che non tutta la produzione potrà essere durevolmente assorbita dal mercato interno. D'altronde, numerosi lavori pubblici e numerose spese fatte dal Governo per organizzare la distribuzione di raccolti, incontrano critiche. Si dice: invece di sovvenzionare la distruzione non sarebbe utile esportare l'eccesso di prodotti agricoli, valendosi di un possibile divario di prezzi-oro sui mercati stranieri? E le spese fatte per alcuni lavori pubblici, non potrebbero invece esser rivolte a finanziare l'esportazione verso Paesi bisognosi di merce



(Russia, Messico, Cina, America del Sud, Cuba)?

Ormai i valori in Borsa, e i prezzi delle merci, hanno scontato totalmente sia il deprezzamento visibile del dollaro, sia i presunti vantaggi delle nuove condizioni: si torna, quindi, (e, diciamo noi, con un ritmo peggiorato) nelle condizioni in cui eravamo alla partenza. E l'inverno si preannuncia poco lieto, poichè la nuova codificazione ha creato problemi sociali nuovi, nel risolvere i quali il Governo dovrà o appoggiare i salariati o appoggiare gli imprenditori. Nell'un caso e nell'altro, i conflitti sociali — che già si avvertono — saranno la regola.

Le preoccupazioni di Roosevelt per la riuscita dei codici, la cui applicazione porterà a infinite discussioni e urta suscettibilità operaie, sono tali che egli stesso vuol redigere la famosa « merit clause », cioè quella porta d'uscita che gli industriali hanno voluto riserbarsi nell'assunzione degli operai, e che annulla praticamente gli effetti dei « codici ». Pare che questa clausola passaport tout finisca coll'essere introdotta in quasi tutte le industrie, e il Green, capo delle organizzazioni operaie, incomincia a fare il viso buio ed a minacciare scioperi.

Con questo quadro — che non è luminosissimo nè allettante — Roosevelt si prepara ad affrontare il Congresso, le discussioni sul disarmo, quelle sui debiti, e il quinto inverno di crisi.

ALFA

LA RIFORMA SOCIALE

Rivista mensile diretta dal Sen. Luigi Einaudi

Abbonamento annuo L. 50 (cumulativo con "BORSA" L. 80)
Via Lamarmora, 60 - TORINO

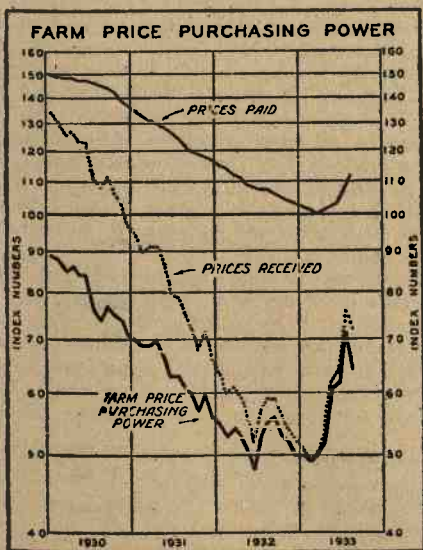
Concentrato nella lotta ingaggiata con gli industriali per l'adozione dei codici, Roosevelt mostra di disinteressarsi alquanto dell'andamento dei prezzi: e questi ne hanno approfittato per accentuare la debolezza apparsa sin da quando si sono palesate le prime difficoltà per la riuscita di questa parte del programma di ricostruzione. La tendenza alquanto sostenuta del dollaro ha poi contribuito a deprimere ancor più i corsi nelle borse merci, dove anche l'attività è assai ridotta, confermando in tal modo che senza l'appoggio di continui stimolanti, i prezzi delle merci hanno poca possibilità di resistenza.

Il contrasto delineatosi in questi giorni fra il Presidente e i banchieri rende ancor più incerta la situazione e fa comprendere come tutto il programma ricostruttivo si trovi in una fase delicata di precisazione della politica monetaria: se, da un lato, le banche americane reclamano una politica monetaria più stabile, per poter aderire al programma della N. R. A. largheggiando nei crediti, dall'altro lato gli agricoltori insistono per l'adozione di provvedimenti di inflazione che diano una più sicura base agli aumenti dei prezzi.

Per quale soluzione opererà Roosevelt? Non è possibile finora prevederlo.

Frattanto, se di fronte a queste incertezze i prezzi delle merci di speculazione persistono nella loro debolezza, gli indici dei prezzi all'ingrosso, per quanto non abbiano più il ritmo ascendente verificatosi in giugno e luglio, mostrano una certa fermezza: secondo l'indice Fisher da luglio ad agosto vi è una leggera ascesa (da 99 a 101), mentre nell'indice *Annalist* si constata una lieve contrazione (da 103.4 a 102.7). Dal più basso livello toccato nel febbraio di quest'anno, per entrambi gli indici l'aumento percentuale è del 28 % circa: il dislivello creato dalla svalutazione della moneta non è quindi molto forte, specie nei periodi di maggior sostenutezza del dollaro. In compenso l'indice dei prezzi sensibili, calcolato dall'*Annalist*, che era a 68.9 nel febbraio, dopo aver toccato il massimo livello alla fine di luglio con 113.8, alla fine di agosto era ripiegato a 107.6. La diminuzione è notevole e ha colpito soprattutto i prezzi dei prodotti agricoli. Il Department of Agriculture calcola due indici distinti dei prezzi agricoli e dei prezzi industriali derivando, dal rapporto, un indice significativo del potere d'acquisto degli agricoltori. L'indice dei prodotti agricoli (base 1910-1914=100) da 49 in febbraio sale a 76 a metà luglio, per ridiscendere a 72 a metà agosto; l'indice dei prodotti industriali invece sale da 100 in marzo a 107 in luglio e a 112 in agosto. Il potere d'acquisto, pertanto, che dall'indice 49 in febbraio era salito a 71 in luglio discende in agosto a 64.

Se si pensa che l'indice del potere d'acquisto si aggirava alla fine del 1929 intorno al 90 si ha la spiegazione in poche cifre di tutto lo squilibrio provocato dalla crisi nella compagine agricola americana, e di tutta la strada che si dovrebbe ancora percorrere per raggiungere il precedente equilibrio. Il potere d'acquisto degli agricoltori, infatti, non può au-



Le merci e i prezzi

Il "potere d'acquisto" degli agricoltori americani ridiscende? - Aumento del consumo mondiale di cotone è incertezza delle quotazioni - Speranze nell'andamento futuro dei grani - Aumento di prezzi in Inghilterra

mentare se non attraverso una ascesa nei prezzi ricevuti (agricoli) assai più rapida di quella nei prezzi che gli agricoltori debbono pagare (industriali): ma l'attuale tendenza è ancora lontana dal far presagire prossimo questo risultato.

Nel grafico che qui riportiamo dall'*Annalist* sono appunto messi in evidenza gli andamenti dei tre indici: la curva continua (*prices paid*) è quella dei prezzi industriali; la curva punteggiata (*prices received*) dà i prezzi agricoli; infine la curva nera, più marcata, (*farm price purchasing power*), esprime il rapporto tra le due precedenti.

La situazione del mercato cotoniero non può essere spiegata con i soli fattori specifici del prodotto: gli operatori sono sempre dominati dalle prospettive monetarie e risentono l'influsso dei prezzi di altre materie prime. Se nella quindicina le oscillazioni dei prezzi furono molto ampie, si ebbe tuttavia la sensazione di una buona resistenza. La stima ufficiale dell'8 settembre porta il raccolto probabile a 12.414 mila balle contro 12.314 mila nella stima precedente. L'aumento non è considerevole, per quanto occorra tener presente che il rapporto indica pure un maggior acreaggio coltivato (30.376 mila acri contro 29.700 mila); il mercato infatti accolse tale stima con indifferenza e se nello stesso giorno il prezzo si contrasse fortemente, ne fu causa la fermezza del dollaro. La ditta Assael fa rilevare che al prezzo attuale di dollari-oro 6.15 circa, il mercato ha già probabilmente scontato l'eventualità di un raccolto anche più abbondante. In conseguenza delle numerosissime vendite di arbitraggio e delle liquidazioni già avvenute, esso si trova certamente in una posizione tecnica favorevole.

Gli esportatori giudicano con ottimismo l'avvenire dei prezzi, prendendo in considerazione la ripresa degli affari delineatasi in questi ultimi tempi in Europa, e prevedendo che anche negli Stati Uniti si riuscirà ad avere ragione delle attuali difficoltà sorte in conseguenza dell'applicazione dei codici industriali, e che perciò, si potrà ottenere in un secondo tempo un aumento del potere generale d'acquisto.

Com'è noto, la campagna 1932-33 ha già portato i primi segni di un miglioramento, chiudendosi con un bilancio relativamente molto soddisfacente per quanto riguarda il consumo di cotone. Il consumo mondiale aumentò di oltre 2 milioni di balle, ossia di circa 9 %. Esso si suddivide come segue:

In migliaia di balle	1931-32	1932-33	Aumento
Europa	8.500	8.919	419
America	5.750	6.902	1.122
Asia	7.527	8.120	593

Per tal modo l'eccedenza di fine luglio è stata di 11.783 mila balle, contro 13.449 mila al luglio dello scorso anno. Vi sono molte ragioni per ritenere che il ritmo del consumo procederà favorevolmente anche nel corso della stagione corrente, mentre appare molto probabile che, in conseguenza della politica di stretto controllo della produzione, il prossimo raccolto non potrà che risultare sensibilmente inferiore a quello di quest'anno.

Anche il mercato granario ha accentuato la sua debolezza: si è però ripreso, negli ultimi giorni, in corrispondenza al rapporto ufficiale che prevede, per il raccolto primaverile, una produzione di 148 milioni di bushels contro 159 nella stima precedente. Se si pensa che col recente accordo di Londra la produzione mondiale avrà una diminuzione del 29 % sulla produzione dell'anno scorso, che gli Stati Uniti hanno ottenuto quest'anno i 5 sesti di un raccolto normale di mais, i 6 decimi di un raccolto normale di grano e soltanto la metà dei raccolti normali di segale e orzo, e che anche il Canada non ha prodotto che il 50 % del raccolto normale di grano, sarebbe logico ritenere probabile una tenuta di prezzi alquanto sostenuta. Ma il mercato è pur sempre dominato dalle voci di una probabile inflazione, e solo una precisazione della politica di Roosevelt in questo senso potrebbe dare lo slancio a nuovi rialzi.

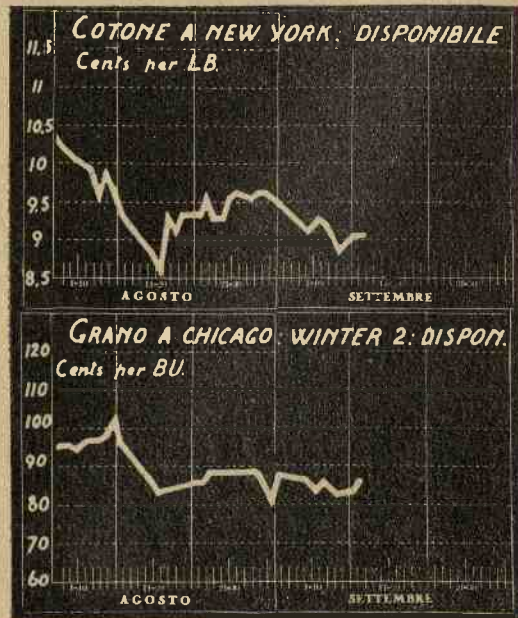
Nell'andamento dei prezzi all'ingrosso nei principali paesi, oltre la già segnalata sostenutezza degli indici americani è da rilevarsi l'aumento segnato nella I settimana di settembre dall'indice dell'Inghilterra. Tale rialzo deve essere posto in corrispondenza con la debolezza della sterlina durante lo stesso periodo.

INDICI DEI PREZZI ALL'INGROSSO (1913 = 100)

		Italia lire corr.	Francia fr. corr.	Inghilterra carta	Germania	Stati Uniti
Media	1930	411	545	111	124	123
»	1931	341	464	92	111	102
»	1932	309	407	89	96	88
Gennaio	1933	296	389	87	91	80
Febbr.	»	292	389	86	91	79
Marzo	»	287	388	85	91	80
Aprile	»	282	385	84	90	82
Maggio	»	282	383	83	92	84
Giugno	»	285	388	90	93	91
Luglio	»	283	397	92	94	99
Agosto	1 ^a	285	398	92	94	101
»	2 ^a	282	392	91	94	100
»	3 ^a	282	397	91	94	100
»	4 ^a	282	396	91	94	101
»	5 ^a	282	394	91	94	101
Settemb. 1 ^a	»	283	—	92	94	101

L'indice dell'*Economist* passa da 107.9 il 23 agosto a 108.6 il 6 settembre, con un aumento del 0.6 % mentre l'indice delle merci sensibili aumenta da 116.9 a 118.4, e cioè dell'1.3 %. Fra gli indici distinti per prodotti, mentre il gruppo dei cereali ripiega da 67.4 a 66.6, aumenta quello degli « altri prodotti alimentari », da 57.8 a 60.3, per il rialzo del burro, zucchero e the; l'indice dei tessili resta a 52.8 perché l'aumento delle lane è compensato dai ribassi del cotone e della juta; sale da 78.7 a 79.7 l'indice dei minerali. L'indice generale è 65.6 contro 65.2 a fine agosto e contro 60.4 nel settembre 1931. La base 100 è rappresentata dai prezzi del 1927.

C. V.



Lamoureux alle prese col suo bilancio

Comprimere le spese o ricorrere al risparmio privato?

La conoscenza dei dati sull'andamento delle finanze della Repubblica, nei primi sette mesi del 1933, non ha confermato il relativo ottimismo che aveva ispirato il discorso del Ministro delle Finanze, Lamoureux, pronunciato in occasione dell'inaugurazione di nuove scuole ed altre opere pubbliche.

Il discorso del Ministro s'iniziava con la notevole premessa che non è possibile continuare a saldare i deficit con nuovi debiti, perchè il servizio di questi appesantisce sempre più i bilanci futuri. Infatti, per quanto non occorra dimostrare una così evidente affermazione, il bilancio francese del 1934 avrà oltre 600 milioni di maggiori spese per i prestiti emessi dal Governo nel 1933.

Occorre perciò ridurre le spese. Ed il Ministro, di buon grado, racconta i notevoli sforzi compiuti, in unione a tutti i suoi colleghi, per ridurre le postazioni per il 1934. Le prime proposte, per giungere alla formazione del bilancio, comportavano maggiori spese, rispetto al bilancio 1933, per ben 2.600 milioni, di cui 1.500 incomprimibili. Ma gli sforzi di tutto il Gabinetto sono riusciti a ridurre tutte le postazioni riducibili, tanto da assorbire i 2.600 milioni, non solo, ma da portare l'abbozzo del progetto ad un totale inferiore di trenta milioni al precedente.

Impostato il problema in via approssimativa, egli dichiara che la soluzione non è facile, e ch'egli, nel mese di settembre la troverà.

Ed è tutto.

Poichè per l'esercizio precedente, e cioè per il 1933 (in Francia ora l'esercizio finanziario coincide con l'anno civile) si erano preventivati 3.600 milioni di deficit, si calcola, per il 1934, un maggior sbilancio di altri 2.400 milioni, giustificato dal fatto che nel nuovo esercizio non vi sarà più la sopravvenienza attiva dovuta all'emissione delle monete di nichelio e d'argento; le ferrovie daranno 485 milioni di meno, in seguito alla diminuzione della tassa sui biglietti delle ferrovie, ed infine, si sono calcolate con prudenza le possibilità di gettito di alcune imposte.

La prudenza è anche suggerita dallo scarto notevole tra le previsioni ed il gettito delle diverse voci nei primi sette mesi del 1933.

Il gettito delle imposte per il mese di luglio è stato di circa 275 milioni meno delle previsioni approvate dalle

Camere. Per i primi sette mesi si supera il miliardo di franchi nello scarto tra previsioni ed incassi. Non è qui il caso di esaminare le singole voci, ma vale la pena segnalare come lasci un filo di speranza il fatto che le sole tasse che segnano un miglioramento, rispetto alle previsioni, sono quelle sulla cifra d'affari (più 6 milioni) e sulle operazioni di borsa (più 9,5 milioni). La maggior contrazione è data dall'imposta sul reddito dei valori mobiliari, il che è molto logico.

Una nota ufficiale illustra poi quel quarto di miliardo non incassato e lo giustifica col fatto che il luglio è un mese di scadenza per certe imposte a rate trimestrali, per cui è evidente che si risenta di più il minor gettito di queste imposte. Ma tutte le spiegazioni non tolgono importanza al fatto che il mese di luglio ha dato l'8 1/2 % meno del previsto.

Perciò, nonostante i relativamente ottimisti sei miliardi, calcolati dal Ministro delle Finanze, molti sono d'accordo nel valutare il disavanzo pari ad otto miliardi. Ora, nell'attesa di conoscere il programma del Gabinetto, si sta svolgendo un interessante fenomeno.

Questi numerosi miliardi di deficit, se non preoccupano, per la felice situazione finanziaria della Francia in questo periodo, s'impongono per il fatto che risulta evidente che il problema si riduce, assai semplicisticamente, a questi pochi punti: durante una crisi lunga come l'attuale, lo Stato deve ridurre le sue spese, e cioè tutta la sua attrezzatura in modo proporzionato alla capacità dei suoi contribuenti? Si capovolgerebbe così la caratteristica che distingue il bilancio dello Stato da quello dei cittadini: questi devono regolare le proprie spese sulle proprie entrate, mentre quello, fissato il suo compito, su questo calcola e predispone il contributo di ogni cittadino, necessario per assolverlo.

Pure questa tendenza ad alleggerire e ridurre i compiti dello Stato, cozza prima di tutto, contro il fatto che il bilancio della Francia è per la maggior parte irriducibile, incomprimibile: su cinquanta miliardi, poco meno di 20 sono assorbiti dal servizio dei debiti, due sono il costo della macchina tributaria, per cui non è facile ridurre da 28 a 20 le spese di tutti i ministeri, e cioè il costo dei servizi pubblici.

In conclusione, si crede che non sia possibile comprimere ulteriormente le spese, ma che, per contro, c'è ben poco da sperare in aumenti d'imposte, cosic-

chè si preventiveranno sei miliardi di deficit, si tenteranno due o tre miliardi d'imposte, scovando contribuenti restii e pudibondi, e si provvederà al così ridotto saldo con un'altra operazione finanziaria, salvo che le meditazioni di Lamoureux non diano frutti insperati ed impensati.

Jérôme Rias

Riserve auree e divise

(Continuazione dalla pag. 4)

della produzione di oro e la contrazione dell'assieme delle riserve bancarie di metallo. In uno studio recente, l'*Institut fuer Konjunkturforschung* di Berlino stima che per il secondo trimestre di quest'anno, quando, in seguito all'improvviso deprezzamento del dollaro ed all'incertezza sulla sterlina, qualcuna delle altre principali monete era stata seriamente discussa, il quantitativo d'oro tesaurizzato durante questo periodo ammontasse a 1.800 milioni di lire in Francia e da 1.575 a 1.800 complessivamente tra Olanda e Svizzera.

Non si hanno ancora a disposizione dei dati sufficientemente sicuri per giudicare se in realtà il tesoreggiamento abbia smesso di estendersi nei due mesi ora trascorsi, ma se s'ha motivo di credere, per le ragioni dette in precedenza, che ciò effettivamente sia avvenuto, non si può non riconoscere che anche da questo lato la costituzione del blocco aureo ebbe degli effetti immediati, e di più che essa avvenne nel momento opportuno per far rinascere la fiducia nelle monete che sin qui riuscirono a mantenersi alla loro parità aurea.

L'assieme delle perdite di metallo nei dodici mesi dal luglio del 1932 al giugno del 1933 ammontarono per i sei paesi ancora a base aurea a 4.388,4 milioni di lire. Durante lo scorso luglio invece la riserva è nuovamente aumentata complessivamente di 1.244,0 milioni di lire. Nella tabella seguente vengono date, in percentuale, le variazioni della riserva aurea alle due date consuete.

Riserve auree	Indice per luglio 1932 = 100	
	Luglio 1933	Agosto 1933
Banca di Francia	98,7	99,7
Banca Nazionale Belga	104,4	104,7
Banca d'Italia	119,2	123,2
Banca Nazionale Svizzera	69,7	69,7
Banca d'Olanda	73,0	77,8
Banca di Polonia	98,5	98,6
Assieme	95,2	96,5

Da questi dati si osserva che la perdita maggiore di oro durante i dodici mesi che vanno dal luglio dello scorso anno al giugno di questo l'hanno subita Svizzera ed Olanda, mentre Italia e Belgio poterono aumentare relativamente più degli altri il loro possesso di metallo.

Diciamo ancora che, supposto, come si reputa, l'ammontare delle riserve auree in possesso delle banche centrali di tutto il mondo equivalente a 223 miliardi di lire (300 di franchi francesi) nel momento attuale, risulta che le banche dei paesi del blocco aureo ne hanno a disposizione il 39,8 per cento. Gli Stati Uniti ne possiedono ancora il 36,8 per cento ed all'Inghilterra spetta il 7,9 per cento. Il rimanente 15,5 per cento va ripartito tra tutte le altre banche centrali.

Questi tre differenti aspetti accennati, conversione delle divise in oro, importazione di oro, ritorno di metallo tesaurizzato alle banche, sono alla loro volta il risultato di altri fattori, in parte psicologici, in parte reali, che hanno rafforzato la capacità di resistenza delle monete a base aurea.

GIULIANO RALDI

Responsabile, Sergio Rimini.
Tipografia di «Borsa», «La Gazzetta dello Sport» S. A., Milano.