

BORSA

QUINDICINALE DEI MERCATI FINANZIARI

Milano, 17 febbraio

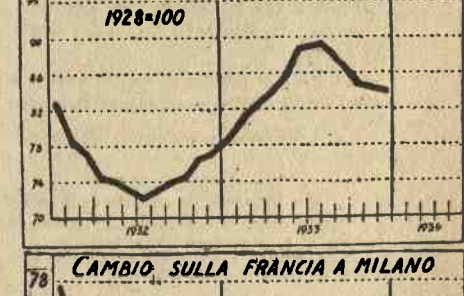
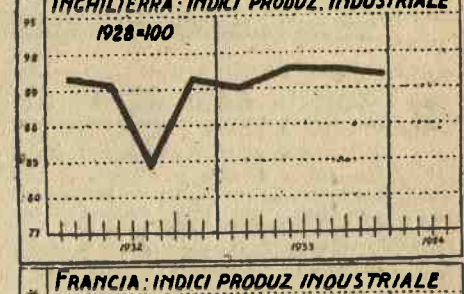
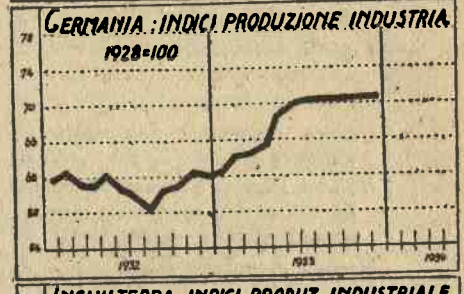
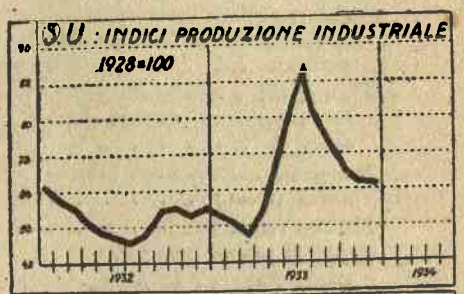
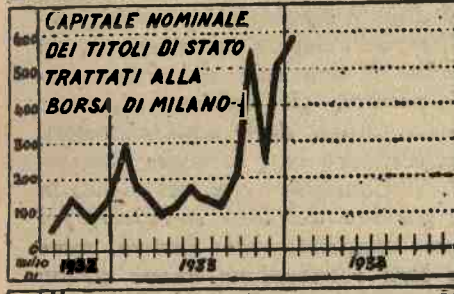
A traverso il lavoro intenso di assestamento dei bilanci pubblici — duplice assestamento, vuoi per la fase ciclica della cosiddetta congiuntura, vuoi per i nuovi indirizzi della politica economica — affiorano, caratterizzati dal gioco dei vari saggi monetari, indirizzi nuovi nel mercato degli investimenti, complessi problemi creditizi. Navigazione per entrare nelle acque del porto della prosperità, seminato di mine e di reticolati.

La crisi è stata così ampia e profonda, che ha spesso indotto i dirigenti della politica economica dei Paesi a toccare tutte le leve dell'ordigno economico, provando e riprovando: ma le leve sulle quali maggiormente si insiste — anche per suggerimento di determinate scuole scientifiche — sono quelle relative al risparmio e al credito. A parte la più banale delle soluzioni, che qualche Paese ha sperimentato, di mutare il metro dei valori illudendosi di mutare con la forma la sostanza, esistono ancora idee molto confuse in fatto di credito e di risparmio, che sono i gangli delicatissimi sui quali l'attenzione dei medici è viva quanto mai.

Il credito, essendo calcolo sulla futura creazione dei beni, è bensì legato intimamente alla fiducia o sfiducia, quindi a cause d'ordine psicologico, ma l'essenziale in chi dirige la politica del credito è di intuire nella giusta misura l'ampiezza dei bisogni e delle speranze. (L'esperimento Roosevelt ha provato quanto ciò sia difficile, e gli insegnamenti non sono ancor finiti).

Nè meno improbo è il compito della vigilanza sul risparmio, meglio sulla « capitalizzazione », che si fa con la materia prima dei beni risparmiati. Qui la possibilità di essere indotti in errore è grandissima: facilità di errore tra risparmio monetario e risparmio reale, tra depositi bancari e risparmio, tra depositi dipendenti da disinvestimenti e quelli derivanti da risparmio in formazione. Last but not least, i tentativi di convogliare questa massa di beni frutto dell'astinenza verso vie nuove, laddove talvolta lo stesso risparmio ama scegliersi da solo le proprie strade, o è addirittura riluttante ad investirsi, o ancora preferisce lunghi giri viziosi prima di arrivare alla diretta destinazione.

Compiti di estrema difficoltà si presentano dunque in questo singolare periodo di convalescenza del mondo, particolarmente alla vigilia o al primo atto di una nuova sistemazione della struttura bancaria e creditizia. Compiti che, allo stato delle conoscenze odierne, non possono essere risolti alla stregua di una quantitativismo ad oltranza, predominante in alcuni Paesi stranieri, ma poggiano sulla soluzione di complessi sistemi d'equazioni, dove non tutte le variabili sono note.



XV FIERA DI MILANO
12-27 Aprile 1934 - XII

IL MASSIMO MERCATO INTERNAZIONALE D'ITALIA

per informazioni rivolgersi alla Direzione della « Fiera di Milano »,
Via Domodossola, Milano.

1934 (XII)
17 febbraio n.
n. 4, anno II
c. c. postale

24

«BORSA», esce il 1 e il 15 di ogni mese
Abbonamento annuo L. 40 (estero L. 50)
Un fascicolo . . . L. 2 (estero L. 3.-)
CASA EDITRICE ABACNE
MILANO - Via Kramer, 82 - Tel. 21-543

Milano, 17 febbraio 1934-XII

Sommario del n. 24 (4)

Editoriale	pag. 1
Finestra: <i>Abolire le assemblee</i> (VERBER)	» 2
La Conversione: <i>vista dal risparmiatore e vista dalla borsa</i> (MARIO SEGRE)	» 3
Le considerazioni che possono indurre all'ammortamento del debito pubblico (RENZO FUBINI)	» 4
Presupposti e conseguenze della Conversione (ENESTO D'ALBERGO)	» 5
Il mercato italiano degli investimenti (trem.)	» 6
Mercato valori (M. S.)	» 7
Esami di bilanci (M. S.): Banca Popolare di Milano	» 10
Banca Belinzaghi	» 10
I paesi danubiani sotto la crisi (XENOS)	» 11
Le materie prime	» 12
Quadro economico dell'Inghilterra d'oggi (C. P.)	» 13
Dollaro, sterlina e franco: le tre incognite dell'equazione monetaria (CESARE VANNUCELLI)	» 14
Mercato monetario (C. VAN.)	» 15

Notizie della Borsa di Milano

Nomina di rappresentanti alle grida

— Moglia Aurelio: per l'agente di cambio sig. Morrotti Edoardo (D. M. 133 del 15 gennaio).
— Almasio Angelo: per l'agente di cambio sig. Almasio Luigi (D. M. dell'8 gennaio).
— Ganna Guido: per l'agente di cambio sig. E. G. Brambilla.

Rinuncia alla procura di rappresentante alle grida

— Lodovico Bonin Longare: dell'agente di cambio G. B. Riboldi.

Richiesta di nomina di rappresentante alle grida

— Carnelli Mario: per l'agente di cambio sig. Guido Besana.
— Allodi Silvio: per l'agente di cambio sig. Gatti Ernesto.

Richiesta di tessera per l'accesso al recinto Commissionari

— Banca Popolare di Lecco: in persona del suo direttore Rag. Ulisse Gandola Quadrio.
— Soc. Bianchi e Sangalli: in persona dei sigg. Bianchi Giovanni e Sangalli Giovanni.

Richiesta di ammissione alla quotazione uff. «di diritto»

— Obblig. 5% Prestito del Comune di Varese.
— Cartelle fond. 4% dell'Istituto di Credito Fondiario delle Venezia.
— Obblig. 4% - Serie speciale gestione S.T.E.T. - dell'I.R.I.

Rinuncia alla quotazione ufficiale

Le sottoindicate Società hanno rinunciato alla quotazione ufficiale dei propri titoli: a far tempo dal primo marzo p. v. gli stessi verranno radiati dal listino ufficiale:

— Obblig. 4,50% Società Elettrica Bresciana.
— Azioni Imprese Gen. d'Affissioni e Pubblicità.
— Azioni «Tensi» Carta Fotogr. e Affini.

Richiesta di svincolo di cauzione

— Ex agente di cambio sig. Paolo Veronelli.

Assemblee interessanti

A giorni, in una lontana città, avrà luogo l'assemblea di una società con un ordine del giorno proposto soltanto in parte dall'amministratore unico, poichè i seguenti argomenti sono stati evidentemente proposti da diversi azionisti (art. 159 C. C.): **Eccesso di potere dell'amministratore unico - Prelevamenti dell'amministratore unico, in contrasto con lo Statuto sociale, ecc.** Vi sono dunque azionisti che riescono persino a conoscere i prelevamenti dell'amministratore unico! Ecco un'altra prova della fondatezza dell'opinione di chi dice che la colpa è sempre degli azionisti. E' vero, però, che gli azionisti succitati si sono accorti di tutto... in ritardo!

Abolire le assemblee

Questo interrogativo iconoclasta è sgorgato dal cuore del redattore incaricato di assistere alle assemblee, e lo ripetiamo, non per ingenuità, ma per ottenere un po' d'attenzione. Esaminiamo, ancora una volta, la mentalità degli amministratori delle società anonime, anzi, diremmo degli edifici delle società anonime, poichè abbiamo notato l'effetto deleterio di quelle sale anche sugli azionisti, sui portieri, su tutti. L'animo esulcerato del nostro redattore insinua che nelle sale in cui si svolgono le assemblee ch'egli frequenta, vien diffuso un gas speciale, che rende tutti inerti, che toglie la capacità di connettere, di reagire. Ma come se la cavano i Consigli, allora? E' semplice: non se la cavano per nulla (il che non importa, perchè, per via di quel gas, gli azionisti nemmeno capiscono che i consiglieri non se la cavano).

Ma, lasciando le scoperte del nostro redattore, veniamo ai fatti: ad un'assemblea, un azionista sostiene che il bilancio è falso, in quanto non spiega ciò che dovrebbe, e si rifiuta di approvarlo (naturalmente poi vota anche lui per acclamazione). Il Presidente afferma che non si può dire, per via del fisco, tutto, ma è disposto, naturalmente, a spiegarli in un colloquio ciò che desidera, come è sua abitudine di fare con ogni azionista. Il presidente sa che non è ancora nata la razza degli azionisti che han voglia di farsi empire la testa di cifre non confrontabili, di collezioni di dati sul consumo dei pennini, ed altro; e perciò ha la voce ferma. L'azionista si dichiara soddisfatto.

In realtà, alle assemblee compare, di tanto in tanto, il tipo d'azionista che pare voglia saper tutto: espone le sue richieste in ordine logico, attende le risposte col desiderio di discuterle. Ma sul banco del Consiglio vi son uomini, che non sempre hanno la parola facile e felice, ed i dati sottomano. Le risposte sono perciò spesso sconclusionate e tali da disorientare l'azionista. Questi non ne capisce nulla, e vota il bilancio per acclamazione. Viene, talvolta, il disguido ad assistere alle assemblee, ed il primo provvedimento vorremmo fosse quello di obbligare i Consigli ad iniziare le assemblee alle 9 od alle 15, (si sa che l'ora preferita è quella delle 11) e vorremmo che, dopo la lettura della relazione, si lasciasse mezz'ora agli azionisti per meditare. Soltanto dopo questo intervallo si dovrebbe iniziare la discussione.

Capita troppo spesso di sentir dire dal vecchio azionista, che scende dal marmoreo scalone, col bilancio in mano: « Nessuno ha chiesto spiegazioni su questo punto, su quello e su quell'altro » e si ripromette di parlarne nella prossima assemblea. Ma deve passare un anno e, nel frattempo, l'azionista

può avere altri pensieri che gli fanno dimenticare ciò che si era ripromesso.

Il secondo fatto (secondo per modo di dire, perchè tutt'e due non sono che esemplificazioni di casi numerosissimi) è forse più interessante, per studiare la mentalità dei dirigenti le anonime. Il nostro redattore desidera un vecchio bilancio di una società e si dirige (logica degli ingenui) alla società stessa. Ma i bilanci son cosa preziosa e segreta che tutti possono leggere nella Cancelleria del Tribunale, con quei capolavori che sono i processi verbali delle assemblee, e sul Bollettino delle Società per azioni. Perciò alla Società gli dicono che il bilancio è esaurito. Non soddisfatto, conoscendo di persona il Consigliere Delegato, noto per la sua cortesia, chiede a lui lo storico documento. Quell'ottimo amministratore contesta all'azionista il diritto di avere un bilancio, salvo che all'assemblea. A parte il fatto che la pubblicità dei bilanci è tale (art. 94, 95, 180 Codice di Commercio) che un rifiuto simile si limita ad essere un piccolo ed inutile ostruzionismo, a parte il fatto che l'ottimo Consigliere diede poi al nostro redattore il bilancio richiesto, resta, purtroppo da constatare come la mentalità degli amministratori consideri l'azionista come l'uomo che vota per acclamazione. Sarebbero, si, degni d'esser considerati preziosi i bilanci, se, ad esempio, contenessero, nel dettaglio di una voce del conto profitti e perdite, gli emolumenti, sotto qualsiasi forma, degli amministratori. Si eviterebbero così le scene commoventi dei Consiglieri che, col pianto in gola, parlano del loro sacrificio, pel mancato dividendo della Società, come se la loro retribuzione avesse stretto rapporto con i risultati dell'esercizio sociale!

Ridurre i costi degli amministratori e del personale direttivo: se n'è parlato anche sui quotidiani, ma la società anonima (in tutto il mondo) ha, fra le altre, diritto di vivere, come fabbrica di cariche. Il fatto avviene così: un vero ingegno fonda una società, la organizza, e ne crea alcune altre legate alla prima; è tutto un nucleo produttivo, che rende. Merita, il vero ingegno, la retribuzione adeguata al rendimento della sua attività. Sono cifre grosse. Poi, come tutti gli uomini, muore. Per quei casi inspiegabili, ma frequenti, della vita, gli succede un tale, che era noto fra gli amici come il più insignificante essere umano. La retribuzione rimane identica. Non ci interessiamo della fine del gruppo produttivo.

Evitare il cumulo delle cariche: in rari casi, tale cumulo è, nelle anonime, una necessità. Di solito è una consuetudine. I frutti si conoscono.

Verber

S. E. Blagi all'Università Bocconi

Lunedì 19 corr., ore 10, S. E. il prof. Bruno Blagi riprenderà il suo ciclo di conferenze di economia corporativa.

La Conversione: vista dal risparmiatore e vista dalla borsa

Il 10 febbraio 1934, alle ore quindici, la conversione era un fatto compiuto. Non per questo, però, vien meno la ragione di esaminare, da un punto di vista tecnico, tale operazione, con speciale riguardo alle sue interferenze col mercato dei valori, poichè, a conversione avvenuta, assistiamo ancora al laborioso assestamento del flottante del vecchio Consolidato.

Esaminiamo, perciò, come si è svolta l'operazione; giungeremo così a mettere in luce tutti i punti di contatto e tutte le differenze che esistono tra i due titoli. Sabato, 3 febbraio, dapprima in forma confusa, e poi attraverso i due limpidi decreti, si ebbe conoscenza della colossale operazione. Merita il massimo elogio il fatto che, sino alla comunicazione alla stampa, non vi era stata nessuna indiscrezione, per cui il mercato dei valori si è trovato all'improvviso dinanzi al fatto nuovo, senza nervosismi (come altre volte era successo), di modo che, il sabato pomeriggio e la domenica, ognuno ha potuto meditare sulle proposte del Governo, per prendere le necessarie decisioni.

Abbiamo già definito « limpidi » i due decreti: esaminando ora i particolari dell'operazione, possiamo aggiungere che questa è stata concepita ed attuata in forma elegante, semplice, conveniente per il portatore del vecchio titolo, e, in seguito, anche per lo Stato, che, dal 1937, verrà a conseguire una notevole economia.

Esisteva una massa di oltre sessantun miliardi di Consolidato, che si poteva convertire soltanto dopo il 1936. Per contro le condizioni del mercato, sia interno che internazionale, erano le più favorevoli, e la psicologia dei risparmiatori era tale da preferire sempre i bassi (relativamente) redditi dei titoli obbligazionari (a reddito fisso) ai lauti ed aleatori dividendi di alcune azioni. Non volendo mancare agli impegni assunti, il Governo doveva, d'altra parte, tutelare gli interessi del Paese, che richiede le maggiori economie per alleggerire il bilancio. La conversione, come è stata attuata, soddisfa le due necessità contrarie, accordando al portatore del Consolidato il pagamento anticipato della differenza tra il rendimento del vecchio e del nuovo titolo, alcuni premi, sempre appetibili, ed infine le massime facilitazioni per tutte le operazioni inerenti alla conversione, e notevoli concessioni fiscali.

Il portatore, invece, che non ha accettato il nuovo titolo, ha dovuto pro-

cedere al deposito presso l'Istituto di Emissione del vecchio titolo, con delle norme che si sono logicamente dimostrate non incoraggianti. Il deposito preventivo, rispetto al rimborso, che avverrà il 1° gennaio del '37, toglieva, in effetto, la libera disponibilità del titolo, e cioè la possibilità (per un certo tempo) di venderlo ed anche quella di poter avere su di esso sovvenzioni, anticipazioni, ecc. Le risultanze definitive dimostreranno, molto probabilmente (asseriamo ciò in seguito ad indagine personalmente svolta, durante il periodo della conversione) che la maggior parte dei richiedenti ha presentato titoli nominativi, titoli cioè già privi di quelle possibilità sopra elencate. Gli altri appartengono alla non esigua categoria di quelli che hanno capito troppo poco dell'operazione.

Coloro che hanno accettato il nuovo titolo, oltre ai vantaggi già messi in luce, (anticipata esazione di parte d'interessi e premi) godono della possibilità di avere anticipazioni, da parte dell'Istituto d'emissione, al 3 % per un anno dal prossimo 1° marzo (ricordiamo che il saggio attuale delle anticipazioni presso la Banca d'Italia, è oggi ancora del 3 1/2 % nominale, pari al 3 3/4 % circa effettivo per spese e tasse che gravano su tali operazioni). Le nostre informazioni particolari ci permettono di precisare che tali anticipazioni potranno ammontare al 75 % del valore di borsa del nuovo titolo, per i privati, ed al 90 % per le banche, fino a nuovo ordine, naturalmente.

Dal 1937 avrà inizio l'ammortamento del Redimibile 3 1/2, da quando, cioè, lo Stato comincerà a sentir i vantaggi della riduzione del saggio. L'economia conseguita permette largamente di predisporre la graduale estinzione di sessantun miliardi di Redimibile. Infatti, partendo appunto dalla cifra base di 61 miliardi, le finanze dello Stato, dal 1937 (poichè lo sgravio nei due bilanci precedenti è esattamente compensato dal pagamento che avverrà il 23 aprile p. v.), potranno impostare, per il servizio interessi del Redimibile la cifra di 2.135 milioni, contro i 3.050 milioni di prima con un'economia quindi di 915 milioni. La prima rata destinata all'ammortamento in quel primo anno, per la cifra sopra considerata, sarà di 61 milioni, per cui si avrà una minor spesa di 854 milioni. In seguito, essendo l'ammortamento crescente in maggior mi-

sura di quanto non decresca la somma necessaria pel servizio interessi, la cifra globale tende a raggiungere l'importo che prima era in bilancio pel vecchio Consolidato, tanto che nel 1949, sempre per la cifra approssimata di 61 miliardi, verranno dedicati all'ammortamento ben 928 milioni circa.

Il piano è perciò logico anche rispetto al probabile e sperabile andamento dell'economia del Paese, poichè nei primi anni il bilancio risentirà in maggior misura del vantaggio della Conversione ed il mercato dovrebbe risentire immediatamente le conseguenze psicologiche di questo riassorbimento del titolo.

Questo Prestito della Conversione ha quindi diversi vantaggi rispetto al vecchio Consolidato, di cui alcuni temporanei, ed altri permanenti. La possibilità di avere anticipazioni al 3 % almeno per un anno, i premi alla fine del '34, sono di breve durata, ma l'ammortamento costituisce un persistente argine ai prezzi, in quanto, in misura crescente, vi sarà l'assorbimento dovuto all'esecuzione del Piano.

Vi è poi un altro punto assai interessante: dal 23 aprile saranno pagate le quattro lire e mezza per 100 di capitale nominale, di conguaglio interessi tra il vecchio ed il nuovo titolo, di cui abbiamo già detto più sopra. Sulla base di 61 miliardi, sono ben due miliardi e 745 milioni che dovranno cercare collocamento. Si può presumere che una larga parte rifluisca al titolo stesso, che vedrà così facilitato il suo classamento.

Siamo giunti a considerare l'attuale situazione del mercato, e gli effetti raggiunti dalle provvidenze prese per l'assestamento dell'operazione. Abbiamo ammirato la concezione e l'esecuzione e appunto perciò ci sarà permesso di avanzare qualche rilievo critico — che non intacca certo il complesso dell'operazione — su dettagli prettamente « esecutivi » del piano borsistico.

Qualsiasi conversione fa rifluire sul mercato una parte del prestito che si presumeva classato. A maggior ragione era da prevedere un considerevole flusso nel nostro caso, in cui la cessata speranza di ulteriori immediate plusvalenze e il troppo lontano rimborso dovevano far considerare, sotto alcuni aspetti, appetibili i prezzi raggiunti, tenendo conto del fatto che, ai prezzi

attuali, la gran massa dei detentori guadagnava largamente sui prezzi d'acquisto. Era quindi logico attendersi qualche « liquidazione » delle soprastrutture speculative evidenti (ne avevamo parlato su queste colonne in un numero precedente) e di quelle meno evidenti. Le qualità intrinseche del nuovo titolo e le condizioni del mercato avrebbero in poco tempo riassorbito la massa venuta a premere in pochi giorni, ed il Prestito della Conversione, come tutti i precedenti (compresi gli ultimi Buoni del Tesoro 4 % che, dal 99 %, prezzo d'emissione, avevano già superato la pari), si sarebbe portato su prezzi proporzionali a quelli della Rendita 3 1/2 per cento. Si sarebbe, anzi, quotato a prezzi superiori a quelli, pel fatto dei premi e per la redimibilità del titolo.

Invece praticamente è avvenuto che qualche quotidiano, superando i termini di considerazioni tecniche, ha involontariamente peccato per eccesso di zelo con considerazioni che uscivano dall'ambito e dai limiti d'un obiettivo riconoscimento dell'ottima operazione. (Ci fu chi stampò, ad esempio, che il Consolidato rende quest'anno oltre l'8 %!). E ciò spesso disorientò l'attento lettore, che chiedeva soltanto una volgarizzazione pratica dei principi tecnici ispiratori. Le banche avrebbero potuto valersi della loro competenza e della loro organizzazione pubblicitaria per « volgarizzare » l'operazione, con i particolari esatti, e diffondere l'interpretazione dei provvedimenti con criterio logico.

Sul mercato borsistico si è assistito a due giorni di un'ampia e sufficiente difesa; quindi a una successiva « regolazione » delle vendite, il che ha prodotto qualche inconveniente pratico: prima di tutto si è rischiato di allontanare il definitivo assestamento del mercato, e poi, attraverso alle conseguenze che ne derivano, si è talvolta raggiunto lo scopo psicologico opposto a quello che si voleva ottenere.

La plebiscitaria fiducia del nostro risparmiatore nella politica monetaria ed economica italiana è stata largamente dimostrata ogni qualvolta furono emessi prestiti di forma svariata e di diverso nome, ma sempre garantiti dal Governo. Quindi ogni opportuno sistema di difesa non deve oggi ignorare che la diffusione del nostro massimo titolo di Stato, è suddivisa in « mani forti » e « deboli », per impiego e per speculazione. Infatti fino a ieri si constataba con compiacimento la facilità con la quale il titolo si spostava verso la pari.

E' persuasione che una lieve modificazione nei necessari mezzi e piani, di difesa potrà dare ottimi risultati, e si assisterà poi al rapido « classamento » del nuovo titolo, che merita di essere favorito dalla simpatia del risparmiatore.

Mario Segre

Quali sono le considerazioni che possono indurre all'ammortamento del debito pubblico ?

Ogni singola operazione di conversione del debito pubblico, alla pari, del resto, di ogni altra operazione finanziaria in genere, si distingue nettamente da ogni altra consimile operazione per un diverso concorso di importanti fattori — economici, politici e tecnici — che, di volta in volta, contraddistinguono la fattispecie e la differenziano, da molti punti di vista, da ogni altra. I problemi finanziari sono sempre storicamente condizionati e storicamente condizionate sono del pari le soluzioni di cui sono suscettibili, legate così al passato come al futuro della nazione: si spiega in tal modo, tra l'altro, la scarsa fecondità pratica delle indagini astratte in materia di debito pubblico, a cui pur si sono talora dedicati studiosi autorevoli.

Non mi soffermo a dire, in genere, della recentissima operazione predisposta dal Capo del Governo, né ad illustrare, in particolare, le molte originali innovazioni introdotte dai recenti decreti, compito questo già assolto autorevolmente da altri. Ricordo unicamente come, con la proposta conversione differita del consolidato in redimibile, accolta con tanto favore dall'opinione pubblica interna ed estera, si sia instaurato un legame preciso tra il piano di tramutamento dei titoli vecchi in titoli nuovi e il piano di ammortamento per sorteggio di questi nuovi titoli: il nuovo prestito 3.50 % è, com'è noto, ammortizzabile nel periodo di 42 anni a partire dal 1° gennaio 1937 secondo un preciso completo schema abilmente elaborato; è pure prevista l'effettuazione di più solleciti ammortamenti ulteriori in dipendenza di acquisti sul mercato di titoli al disotto della pari.

Quali sono, in genere, le considerazioni che possono indurre un governo, in date precise circostanze, a predisporre un ammortamento del debito pubblico? Già ne ho scritto su « Borsa » (n. 21, 4 gen. 1934): le osservazioni di oggi si collegano, nel mio pensiero, a quelle di ieri. Si tratta di considerazioni di economia applicata: da un punto di vista economico-astratto non è possibile giudicare dell'opportunità o meno di procedere all'ammortamento di un debito pubblico, checché dicano in contrario alcuni studiosi; nell'articolo ricordato, feci presenti sopra tutto due eventualità, che trovano parziale riscontro nella recente prassi italiana:

1) ammortamento di certe particolari classi di debito pubblico al fine di stimolare in una certa misura, un'espansione economica, per cui già sembrano sussistere tutti i necessari presupposti, economici e politici (si pensi, a tal proposito, alla politica perseguita dal ministro de' Stefani);

2) ammortamento delle più varie classi di debito pubblico al fine di far risorgere la fiducia, scossa da eventi monetari, in certe categorie di risparmiatori e, nel contempo, di indirizzare, almeno per un certo periodo di tempo, la « speculazione » su di una nuova via (si pensi, a tal proposito, alla politica perseguita ai tempi del discorso di Pesaro del Capo del Governo).

Una terza eventualità, che giudicai caratteristica dell'attuale fase economico-politica, considerai nelle mie « Lezioni di scienza delle finanze », e cioè l'ammortamento del consolidato come parte integrante di tutta la politica economica attuale, e che tende ora in Italia a divenire realtà. L'ammortamento, se non erro, è ora concepito come uno strumento di quella complessa opera di smobilizzazione bancaria, di liquidazione degli im-

mobilitati, che è tuttora in corso di attuazione e di trasformazione.

Questa terza ipotesi di ammortamento, corrispondente alle condizioni attuali della nostra economia e della nostra finanza, è notevolmente diversa, nei suoi presupposti e negli effetti che può esercitare, dalle altre due ipotesi suaccennate. Tutte e tre le ipotesi corrispondono a tre diversi momenti, succedutisi l'uno all'altro, della situazione economico-finanziaria del nostro paese; sono ben definite sia logicamente che storicamente. Il concetto di immobilizzazione (e, conseguentemente, di smobilizzi) è un concetto che interessa direttamente sia lo Stato che le banche: i titoli del debito pubblico, alla pari di ogni altro valore mobiliare, rappresentano, in certe circostanze particolari, degli immobilizzi meno opportuni, anche se di per sé non dan luogo — grazie appunto alla loro immobilità — a quella eccessiva ridondanza monetaria, su cui ebbe ripetutamente ad insistere negli scorsi anni Attilio Cabiati.

L'attività spiegata in tal senso dallo Stato non va assimilata a quella dei privati. Il confronto, che si istituisce talora, tra lo Stato e il privato debitore, il quale ben spesso giudica opportuno rimborsare ripetutamente i debiti contratti in passato, salvo poi a contrarne degli altri, magari alle stesse condizioni degli antichi, presso gli stessi od altri mutuantisti, mi pare, di per sé, poco probante. Non è detto che lo Stato debba ammortizzare negli stessi casi in cui deve ammortizzare il privato. Troppo diversi sono, nelle due ipotesi, i presupposti e i caratteri dell'attività svolta, l'« orizzonte economico », la vita probabile, le possibilità avvenire, ecc., ecc. Si tratta di problemi condizionati da molteplici e disparati dati di fatto, sia economici che tecnici, diversi nelle due ipotesi, i quali non possono essere chiariti con lo schema semplice della « economia individuale »: è appunto su alcuni di tali dati di fatto che ho voluto richiamare brevemente l'attenzione. Per un altro verso, ho sottoposto nelle mie Lezioni (v. specialmente pp. 306-8) ad una critica, che mi pare nuova, la nota tesi di A. de Viti de Marco dell'« ammortamento automatico », che avverrebbe di continuo in misura crescente i seguito agli acquisti di titoli del debito pubblico da parte dei contribuenti, per ciascuno dei quali tende ad esservi un compenso tra imposta pagata e interesse riscosso, sì da rendere, in definitiva, inutile l'effettuazione di operazioni di ammortamento da parte dello Stato. Come ben s'avvede il lettore, la natura e la portata di siffatto compenso danno adito a parecchi dubbi: la decisione stessa di ammortizzare, i fini che vuole raggiungere, i consensi che suscita, le ripercussioni che esercita, non provano forse indirettamente, già di per sé, che siffatto compenso non gioca in misura sensibile?

Renzo Fubini

Un titolo
che non subisce
svalutazioni di borsa...

il brillante Calderoni

S. A. CALDERONI - MILANO

Via Durini, 31 - I Piano
CASA FONDATA NEL 1840

Presupposti e conseguenze della Conversione italiana

Dopo che sono stati resi noti i risultati definitivi della storica operazione, non staremo a commentarne ai lettori di « *Borsa* », la portata dal punto di vista dei vantaggi e per la finanza dello Stato e per quanti, prima portatori del Consolidato 5 %, hanno, in modo totalitario, accettato di convertirlo in redimibile 3,50 %, contribuendo all'evidente successo di questo nuovo, tempestivo atto di politica finanziaria del Governo nazionale.

Ma a quanti seguono il mercato dei valori, e sono usi a ragionamenti guidati da una rigorosa e sensibile logica economica, interesserà forse maggiormente inquadrare la Conversione tra gli avvenimenti e gli indici barometrici che aiutano a giudicare la situazione finanziaria contingente e ad interpretarne le tendenze. Se vogliamo collocare la grande operazione tra quelle che sono state effettuate nel mondo in epoca recente, dobbiamo dire che essa segna un ulteriore punto della parabola discendente della curva che rappresenta l'andamento del prezzo dei capitali per impieghi a lunga scadenza.

L'esperto di cose finanziarie accetta con beneficio di inventario tutto quanto si riferisce a variazioni del saggio di interesse per investimenti di lunga durata: ma si può contestare che, dalla fine del primo semestre del 1932, le cronache della finanza abbiano registrato una tendenza uniforme nei grandi paesi alla riduzione quasi parallela del prezzo dei « capitali a breve » (sconto) e di quelli « a lunga » (interesse), tendenza che non pare debba mutare, come immediata prospettiva?

La conversione inglese del *War Loan* 5 %, in titoli recanti l'interesse del 3,50 %, fu il primo segno di questa tendenza, e la conversione francese aiutò l'interprete dei fatti economici, nel senso di confermarli che la tendenza non era limitata ad un solo mercato. Più ardua, l'operazione inglese ha trovato un caso analogo nella conversione italiana: in Francia la riduzione media dell'interesse avvenne nella misura dell'1,20 %, in un momento diverso ed anteriore all'attuale (autunno 1932).

Quali i risultati quantitativi delle conversioni predette? Poche cifre li illustrano a sufficienza:

	(in milioni delle monete nazionali)			
	Somma da convertire	Convertita	Non convertita	Percentuale
Italia	61.392	62.269	123	2 %
Inghilterra	2.085	1.920	165	8 %
Francia	85.000	80.480	4.520	5 %

Di fronte ad un successo così completo, se si inquadra la Conversione dei Consolidati italiani fra quelle più salienti che si sono effettuate negli ultimi anni, vien fatto di pensare che le condizioni del mercato finanziario italiano, a distanza di circa un anno e mezzo dall'epoca in cui avvennero le operazioni estere su indicate, si siano adeguate mirabilmente alla tendenza del prezzo dei capitali a cui si è accennato più sopra.

Le variazioni del prezzo del denaro e dei capitali, durante il 1932 e il 1933, devono essere poste in relazione alla Conversione dei Consolidati, e cioè alla riduzione del saggio di interesse dal 5 al 3,50 per cento, con le riduzioni verificatesi in epoca relativamente recente nel mercato finanziario italiano. E' chiaro che in tal modo si trova la giustificazione oggettiva della decisione del Governo nazionale preoccupato giustamente di adeguare la propria condizione di prestatore di capitali a prestito, alle mutate vicende dell'offerta dei capitali medesimi.

Tra le più significative variazioni dell'indice che interessa, si riassumono qui le seguenti:

(dalla data)	Saggio ufficiale di sconto (%)		
28-9-1931	7,—	9-1-1933	4,—
21-3-1932	6,—	4-9-1933	3 ½
2-5-1932	5,—	11-12-1933	3,—

	Saggio interesse su depositi	Buoni fruttiferi Casse Risparmio	
1-1-1932	3,—	1-1-1932	5,—6,—
1-1-1933	2,76	1-12-1932	4,—5,50
		1-11-1933	3,50-5,—

Saggio di interesse sui depositi delle banche ordinarie			
Prima del	1-10-1932	(a vista)	3,50
Dal	29-10-1932	»	3,25
Dal	1-11-1933	»	2,75

Saggio di interesse sui mutui delle Casse di Risparmio			
Dal	1-10-1932	dal	6,— al 5,—
Sembra imminente un provvedimento per riduz. dal 5,— al 4,—			

Saggio di interesse sulle annualità differite dello Stato			
Prima del	1-11-1932		7,—
Dal	1-11-1932		6,50
»	28-8-1933		6,—
»	1-12-1933		5,—

Accanto a tali dati, occorrerebbe indicare quelli relativi al saggio di interesse medio che è stato offerto nel periodo considerato per le obbligazioni industriali o per quelle emesse sotto l'auspicio degli enti parastatali. Ma quanti sono a contatto con la vita degli affari, ricordano, tanto per fissare due epoche, il 6 per cento nominale recato dalle emissioni avvenute nel 1930-31 e talvolta il 6,50 (istituto per credito navale), e d'altra parte le emissioni I. R. I. al 4,50, come estremo ultimo, che attesta la riduzione nel prezzo medio dei capitali per impieghi a lunga scadenza.

Una constatazione che in via subordinata consentono queste statistiche, è che almeno per il periodo considerato, il prezzo dei capitali a breve e quello a lunga scadenza, dal punto di vista degli impieghi, hanno seguito un andamento parallelo, senza dar luogo a quel contrasto a cui da molti, con interpretazione certo parziale, si faceva risalire la causa principale della crisi.

Avvenuta la Conversione, non si dovrebbe parlare di effetti ulteriori favorevoli sul mercato dei capitali, per non ricadere nel sofisma che l'Einaudi si è incaricato di demolire, trattando di tali operazioni (*Principi* - finanza straordinaria), e cioè di scambiare la *causa*, costituita appunto dalle condizioni del mercato dei capitali che si sono dimostrate favorevoli alla Conversione medesima, con gli *effetti* che dovrebbero derivarne, nel senso di una riduzione ulteriore del costo dei capitali per l'industria.

Ma — per ammissione anche del chiaro autore — non possono mancare effetti indiretti di un atto che ammonisce intorno alle condizioni medie del rendimento degli impieghi, o almeno di una categoria molto ampia degli investimenti a lunga scadenza. Altrimenti non si spiegherebbe fra l'altro perchè i banchieri inglesi, nel fare la rassegna della situazione finanziaria del loro paese, debbano anche attualmente guardare alla conversione del *War Loan* come ad un punto di riferimento, non solo indice di una situazione che rese possibile l'operazione medesima, ma come fattore che ha esercitato influenza sull'andamento successivo, nel senso della diminuzione ulteriore del prezzo medio dei capitali.

Non occorre dimenticare che nella Conversione del Consolidato, il successo è stato preparato anche attraverso il mirabile congegno della organizzazione e della visione corporativa dei problemi economici e finanziari del paese. Ciò non può che confermare che ulteriori passi, se necessario, si potranno compiere per agevolare la « ripresa » (quale sembra delinearsi in qualche settore dell'attività produttiva, per indici che occorre tuttavia interpretare con cautela) attraverso un'azione sul costo di produzione, per la parte che su esso incide come prezzo dei capitali investiti nel ciclo produttivo.

Ernesto d'Albergo

Il mercato italiano degli investimenti

Il mercato italiano dei capitali negli ultimi mesi è caratterizzato da una visibile abbondanza di mezzi liquidi, da una vivace contrazione dei saggi monetari a breve scadenza, dalla preferenza spiccata per i titoli a reddito fisso e particolarmente di quelli di enti pubblici o semipubblici, da una ripresa di investimenti in beni immobiliari; infine da un graduale ritorno — ancor lentissimo ma evidente — ai titoli azionari il cui saggio di capitalizzazione va attenuandosi. Non è possibile dire se aumenti o no il risparmio, e in qual misura, per la nota difficoltà di distinguere il risparmio vero e proprio da quello visibile sotto l'aspetto monetario. Certamente, però, l'indirizzo dei capitali disinvestiti nel triennio 1930-32 e dei nuovi risparmi accenna a voler essere quello verso investimenti che presentino una più marcata sicurezza, nell'ambito di un Paese a moneta sana, e cioè verso i valori a reddito fisso. Frattanto, è per tale strada che si arriva al risanamento di molti gruppi di industrie, per cui in definitiva di tale afflusso approfitteranno ben presto anche i titoli a reddito variabile, tanto più che i segni più gravi della depressione sembrano ormai un quadro che si allontana.

Abbiamo rilevato altra volta in « Borsa » l'andamento dei depositi a risparmio, che vengono calcolati in 48 miliardi e mezzo di lire alla fine del 1933 (contro 45,3 alla fine del 1932 e contro 38,7 alla fine del 1929). Se molta parte di tali cifre si deve indubbiamente ai disinvestimenti di scorte di beni reali, è altrettanto vero che ai 10 miliardi di aumenti di depositi corrisponde un parallelo nuovo investimento, dalla fine del 1929 alla fine del 1933, di 26,8 miliardi di lire in titoli sia azionari che a reddito fisso. Ai primi del 1934, poi, una chiara prova dell'abbondanza di mezzi liquidi è stata la risposta dei risparmiatori all'appello del Tesoro (4 nuovi miliardi di emissioni largamente assorbiti). In tali condizioni riesce chiara la politica governativa di raddolcimento dei saggi monetari, la cui curva presenta dei massimi nel 1929 (saggio uff. 7% dal 14 marzo 1929) e nel 1931, dopo la caduta della sterlina (saggio uff. 7% dal 28 settembre 1931), ma va declinando fino a raggiungere, alla fine del 1933, livelli tenuissimi (saggio uff. 3% dal dicembre 1933).

Il prezzo del danaro, nelle sue oscillazioni, dà chiaramente la nozione di questo processo di abbondanza di offerta:

	Saggi rendimento			Saggio capitalizz. azioni		
	B. T. 1940	Obbl. Ist. Impr. Publ. Ut. 6%	Cartelle Cassa Risparmio Milano 6%	Obbl. Edison 6%	Saggio (Bachi) quelli che danno dividendi	Saggio ufficiale
Dicembre 1930	—	6.63	5.74	5.90	7.364	7.963
> 1931	4.99	6.49	5.74	6.26	8.506	9.926
> 1932	4.78	6.48	5.85	5.95	6.372	7.359
> 1933	4.70	5.90	5.90	5.90	4.597*	5.327*
Differenza 1932-1933	-0.8	-0.58	+0.05	-0.05	-1.825	-2.552

Analogo processo si verifica nei rendimenti dei titoli di Stato:

	RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO		Differenza dallo sconto uff.		Differenza fra consolidato e rendita	
	Ufficiale	Rendita Consolidato	rendita consolidato			
Dicembre 1928	5,50	4,98	6,14	+ 0,55	+ 0,64	+ 0,16
> 1929	7,—	5,26	6,30	- 1,74	- 0,70	+ 1,04
> 1930	5,50	5,16	6,25	- 0,34	+ 0,75	+ 1,08
> 1931	7,—	4,87	6,22	- 2,13	- 0,78	+ 1,35
> 1932	5,—	4,46	6,01	- 0,54	+ 1,01	+ 1,55
15 genn. 1933	4,—	4,27	5,80	+ 0,27	+ 1,30	+ 1,53
30 dic. 1933	3,—	3,80	5,20	+ 0,30	+ 2,20	+ 1,40
14 genn. 1934	3,—	3,87	5,20	+ 0,37	+ 2,20	+ 1,33

Come si sono ripartiti i 26,8 miliardi di emissioni pubbliche nel quadriennio 1930-33? Ecco una tabella, da noi costruita sui dati rilevati

dalla Banca Commerciale, e che potrà illuminare in proposito:

(in milioni di Lire):

	Titoli a reddito fisso (A)	Titoli a redd. variab. capitale sottoscr. vers. * (B)	Rapporto tra A e B
1929	2.013,0	2.082	2.080 (479)
1930	1.731,1	1.206	1.471 (563)
1931	3.970,6	901	993 (120)
1932	5.568,5	557	679 (112)
1933	4.057,9	778	385 (186)

* Tra parentesi le somme di « richiami di decimi », già comprese nella cifra della colonna B.

Altissimo, dunque, resta, negli ultimi tre anni, il rapporto tra emissioni di titoli a reddito fisso e quelle di titoli a reddito variabile, ciò che denota la spiccata preferenza per i primi, in periodo di depressione. Nel solo ultimo

	1933	1932	1931	1930	1929
Allo Stato	—	3.164,3	1.659,0	—	—
A Comuni e Provincie	132,5	45,0	146,0	—	—
Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche	2.200,0	626,2	399,0	36,0	213,0
Istituti di Credito Fondiario ed Edilizio	737,7*	816,1	1.012,6	1.083,1	1.075,0
Credito Agrario di Miglioramento	100,0*	50,0	83,0	26,0	41,0
Obbligazioni industriali:					
emesse direttamente	95,0	15,0	484,0	262,0	366,0
emesse per tramite di enti parastatali	700,0	851,9	160,0	—	100,0
Prestiti esteri	92,7	—	37,0	294,0	218,0
Totale	4.057,9*	5.568,5	3.970,6	1.721,1	2.013,0

(* dato provvisorio).

Quindi le obbligazioni industriali rappresentano il 23% del totale nel 1929, il 15,1% nel 1930, il 13,6% nel 1931, il 15,5% nel 1932, il 19,5% nel 1933. Caratteristica delle emissioni di obbligazioni industriali è quella di essere emesse sempre più per il tramite di enti statali, e non direttamente. La grande preponderanza delle emissioni per le opere pubbliche

1931-33 emissioni totali nel triennio	Destinazione
500,0	I. M. I. (per varie ind.)
1.307,9	Industria elettrica
234,0	Industria del gas
464,8	Soc. di navigaz. e comunic.
103,9	Soc. eserc. credito
654,0	Soc. finanziarie
138,8	Ind. tessile
149,9	Ind. mecc. e metall.
679,9	Ind. telefonica
125,7	Soc. agrarie e immob.
23,4	Ind. alimentari
27,0	Ind. cartaria
127,4	Varie
1.541,7	Totale

Mentre nel 1933 aumentano le emissioni per conto dell'industria elettrica telefonica e del

gas, si presentano notevoli quelle dell'industria tessile che nel 1932 non aveva fatto appello

triennio abbiamo la bella cifra di 13,5 miliardi di lire di emissioni a reddito fisso, contro 2,5 nelle altre. Però qualche lieve aumento si nota, a partire dal 1933, anche nell'offerta pubblica di azioni nuove. (Nell'importo delle somme versate per azioni, è contenuto l'ammontare dei versamenti richiesti, più i richiami di decimi, i quali ultimi vanno aumentando, come il modo di finanziamento più consono agli impegni presi dai sottoscrittori e meno gravoso per l'impresa, ma sono strettamente limitati dagli impegni già assunti precedentemente).

Va aumentando naturalmente la posizione relativa delle emissioni per conto di enti pubblici. La classificazione delle emissioni di valori a reddito fisso secondo gli enti beneficiari è infatti la seguente (milioni di lire):

	1933	1932	1931	1930	1929
Allo Stato	—	3.164,3	1.659,0	—	—
A Comuni e Provincie	132,5	45,0	146,0	—	—
Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche	2.200,0	626,2	399,0	36,0	213,0
Istituti di Credito Fondiario ed Edilizio	737,7*	816,1	1.012,6	1.083,1	1.075,0
Credito Agrario di Miglioramento	100,0*	50,0	83,0	26,0	41,0
Obbligazioni industriali:					
emesse direttamente	95,0	15,0	484,0	262,0	366,0
emesse per tramite di enti parastatali	700,0	851,9	160,0	—	100,0
Prestiti esteri	92,7	—	37,0	294,0	218,0
Totale	4.057,9*	5.568,5	3.970,6	1.721,1	2.013,0

è facilmente spiegata se si tien conto degli indirizzi della politica economica dello Stato in periodi di depressione ciclica.

La classificazione per industrie delle emissioni dei 4.541,7 milioni di capitali nel triennio 1931-33 rivela la grande preponderanza dei capitali assorbiti dalle industrie elettriche o affini (in milioni di lire):

	1933		1932		1931	
	azioni	obblig.	azioni	obblig.	azioni	obblig.
—	300,0	—	200,0	—	—	—
375,0	15,0	137,0	260,0	37	483	—
234,0	—	—	—	—	—	—
—	—	109,8	300,0	25	30	—
11,5	—	80,4	—	12	—	—
3,0	—	50,0	—	601	—	—
83,8	—	—	—	55	—	—
20,0	30,0	53,9	—	46	—	—
—	450,0	18,0	91,9	—	120	—
43,2	—	52,5	—	30	—	—
—	—	21,4	—	7	—	—
—	—	—	15,0	12	—	—
7,4	—	33,0	—	76	11	—
777,9	795,0	556,9	866,9	901	644	—

viene ogni anno in gruppi diversi. Le società finanziarie, che assorbitono nel 1931, il 66% dei capitali emessi, non hanno richiesto che modestissime emissioni nel 1932 e 1933.

Esaminiamo ora le sole società per azioni, e i loro mutamenti di capitali. Per quanto i dati sugli investimenti e disinvestimenti nelle società per azioni non si prestino che a limitati e cauti raffronti, date le interferenze tra investimenti nuovi e aumenti di capitale contabili; o tra disinvestimenti reali e contabili, possiamo rilevare che il processo di adattamento alle nuove condizioni create dalla depressione internazionale sia in atto.

Il capitale azionario italiano, raggiunto il suo massimo nel 1930 con 52,3 miliardi di lire, scende nel 1933 a 47,9 miliardi, ma si polverizza sempre più, poichè fa riscontro un aumento del numero di società: il capitale medio per società scende da 3 milioni (1930) a 2,4 milioni (1933). Se si volesse, con ipotesi azzardata, tener conto che i prezzi medi all'ingrosso dal 1930 al 1933 sono scesi del 31%, si potrebbe indurre che molti bilanci di società non siano ancora adeguati alle nuove condizioni.

Nel 1931-33 il ritmo dei nuovi investimenti si è ridotto a poco più della metà della cifra

a capitali. Il quadro surriportato dà insomma un panorama del progressivo assestamento dei vari gruppi di industrie, assestamento che av-

media del triennio 1928-30; e non calcolando tali nuovi investimenti (nel triennio 1931-33 ammontano a 11.324 milioni) la cifra complessiva di capitale dai 52,3 miliardi del 1930 sarebbe scesa a 41 miliardi, cioè del 21%. Ma la complicazione delle interferenze contabili nelle rilevazioni sopraccennate non rende possibili conclusioni definitive.

Gli investimenti e disinvestimenti nelle società italiane per azioni sono stati così calcolati (in milioni di lire):

	investi- menti	disinvesti- menti	differenza	soc. esistenti a fine d'anno n. capit.	emissioni obbligaz.
1928 ...	5.397	2.699	+ 2.698	14.809	44.952
1929 ...	7.281	2.638	+ 4.643	16.170	49.596
1930 ...	6.164	3.430	+ 2.634	17.384	52.281
1931 ...	4.332	5.760	- 1.428	17.713	50.853
1932 ...	3.647	4.898	- 1.251	18.517	49.802
1933 ...	3.345	5.213	- 1.868	19.674	47.934

Se si fa uguale a 100 il numero delle società esistenti nel 1929, nel 1933 si ha un indice 122; l'indice dei capitali varia invece, per l'ugual periodo da 100 a 96. Se si raffrontano poi gli investimenti medi del quadriennio precedente alla crisi (1926-29 = 5.379 milioni) e di quelli del quadriennio di crisi (1930-33 = 4.372 milioni), si nota una diminuzione di nuovi investimenti di solo un 20%. Negli stessi due quadrienni le medie annuali dei disinvestimenti invece aumentano come da 2.100 a 4.838 milioni, cioè del 130%. Le due curve, raffrontate, danno il classico andamento « a forbice ».

Gli « investimenti netti » hanno toccato un massimo nel 1925, con 8.063 milioni, flettendosi nei tre anni successivi per raggiungere una nuova punta nel 1929 con 4.645 milioni. Dal 1931, invece, si hanno dei disinvestimenti in eccesso: il triennio 1931-33 mostra un disinvestimento netto medio di circa un miliardo e mezzo annui.

Le emissioni di obbligazioni per le anonime sono pure andate flettendosi, dal massimo di 1.436 milioni nel 1929 al minimo di 345 milioni nel 1933. Il che indica che le società per azioni hanno fatto sempre meno diretto ricorso all'emissione pubblica di obbligazioni (le quali rappresentano un sesto dei nuovi investimenti nel 1930 e ne rappresentano un decimo nel 1933). Vedremo più innanzi che il ricorso ai capitali per mezzo di titoli a reddito fisso si sposta notevolmente invece, e si amplia, nelle emissioni indirette, cioè attraverso enti pubblici e semipubblici.

Tipico è il fenomeno dell'alta frequenza nella formazione di nuove imprese, e documenta l'inesausto spirito d'iniziativa degli imprenditori italiani. L'entità delle liquidazioni e degli scioglimenti, va invece attenuandosi, e raggiunge nel 1933 il livello medio del 1928-29, cioè di anni pressochè normali per l'economia italiana.

	Nuove costituzioni n. cap.le (mil.)	Liquidazioni n. cap.le (mil.)
1929	2.420	824
1930	2.234	584
1931	1.730	344
1932	2.207	1.127
1933	2.204	295

Come si vede, pertanto, le nuove costituzioni, pur rappresentando oltre il 10% delle so-

cietà esistenti, sono di piccola entità capitalistica (il capitale medio delle nuove costituite è sceso da poco più di mezzo milione per società nel 1932 a 140 mila lire nel 1933, mentre la media del quinquennio antebellico dava circa 2 milioni).

Dove la depressione continua a premere è sulle cifre delle riduzioni di capitali: nel 1932 avevano segnato somme inferiori a quelle dell'anno precedente, ma tornano nel 1933 ad ammontare alla bella proporzione di quasi l'8% sull'importo totale del capitale delle anonime esistenti. Le svalutazioni sono largamente preponderanti.

Riduzioni di capitali (In milioni di lire)			
Rinunce			
	Rim- borsi	od aumenti	Svaluta- zioni
1929 ...	547	140	740
1930 ...	146	334	1.062
1931 ...	170	532	2.633
1932 ...	277	317	2.201
1933 ...	502	371	2.895

All'energica politica delle svalutazioni del capitale, si associa spesso il nuovo aumento, che completa l'azione risanatrice: tali « aumenti » si verificano nel 1933 in misura superiore al 1932:

Aumenti di capitale (In milioni di lire)			
	Per fusioni	Con emiss. gratuite	Con versam. o apporti
1929 ..	710	808	4.939
1930 ..	616	1.064	3.900
1931 ..	430	245	3.314
1932 ..	214	33	2.272
1933 ..	402	78	2.570

La proporzione degli aumenti per fusioni rimane pressochè la stessa degli anni precedenti (all'ingrosso un decimo del totale), ma diminuiscono naturalmente fino quasi ad annullarsi le emissioni di azioni gratuite.

Si ampliano poi il credito fondiario e il credito agrario, favorito il primo dalle preferenze dei risparmiatori per le cartelle fondiarie — titolo ricercato ed appetito —, il secondo dalla necessità di appoggiare la proprietà rurale italiana.

I dodici istituti di credito fondiario hanno accordato, nel quadriennio 1930-33, ben 22 mila mutui per 3,6 miliardi di lire (dal massimo di 1 miliardo di lire nel 1930 si scende a 988 milioni nel 1931, a 838 nel 1932 e a circa 800 nel 1933).

E i tredici istituti che si dedicano al credito agrario hanno concesso, in quasi un quadriennio (dal 1930 al 30 giugno 1932) 650 milioni di mutui di miglioramento e 2.775 milioni di mutui d'esercizio. Invece va annullandosi, nel mercato degli investimenti, il capitale destinato agli investimenti esteri in Italia e a quelli italiani per l'estero; dei primi che ebbero il loro periodo di grande ma effimero sviluppo nel 1930-31, parlò su queste colonne l'avv. Mario Mazzucchelli or non è molto, accennando alle ragioni della decadenza di tali impieghi di capitale.

Se dobbiamo trarre, dalla nostra breve indagine, qualche sommaria conclusione, è d'uopo rilevare che il mercato italiano degli investimenti sta per uscire dalla lunga fase di cauta attesa. Tutti i sintomi denotano non soltanto

un auspicato ritorno a ponderati e sani investimenti, ma una meno nervosa impazienza dei risparmiatori a mutar frequentemente sede ai loro capitali, una fiducia maggiore nella moneta sana — piedestallo insostituibile della formazione stessa del risparmio —; infine un timido, ma perciò fisiologico e crescente riavvicinamento agli investimenti di beni reali e alle costruttive alee imprenditorie.

Il rugginoso macchinismo del credito — in buona parte ripulito, alleggerito, lubrificato — sta dunque per rimettersi in moto, nonostante i gravi colpi subiti, gli ingranaggi spezzati e in faticosa ricostruzione. L'energia che imprime il moto alla macchina immane — la fiducia — torna, con prudente ma saggio ritmo, a spinger fuori dal « punto morto » l'economia italiana.

trem.

Esami di bilanci

Banca Belinzaghi

(continuazione dalla pag. 10)

L'operazione proposta è interessante: mantenere in bilancio le partite congelate e quelle che valgono assai meno della postazione in bilancio, e creare, per contro, un « Fondo speciale svalutazioni ». Non si può certo dire che tale sistema sia il più indicato per le esigenze dell'Istituto, particolarmente nei suoi rapporti con la clientela e col pubblico, che di solito giungono a non edificanti conclusioni sulle voci del bilancio. (Da notarsi che già nel conto profitti e perdite dell'esercizio vi erano Perdite su crediti per oltre seicentomila lire).

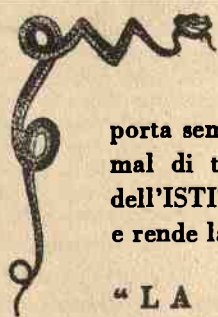
Al 31 dicembre 1933 abbiamo un capitale di 20 milioni, 3 milioni di riserve, 10 milioni di depositi, 5 di libretti di risparmio e 35 di corrispondenti, e cioè un rapporto di uno a poco più di due, tra i mezzi propri e quelli altrui. Rapporto abbastanza tranquillante, se le voci dell'attivo sono sincere. E lo sono certamente i 6 milioni di disponibilità a vista, i 4 milioni di titoli di Stato e obbligazioni, forse i 20 di riporti (e sarebbero già 30 milioni liquidi) e forse parte dei 7 milioni di conti correnti garantiti, e parte dei 10 milioni di banche e corrispondenti debitori, e parte dei 2 milioni di azioni di proprietà, e parte dei 20 milioni di portafoglio. Vi è certo un'altra riserva occulta nei Mobili e casseforti, in bilancio per 1 lira.

I nuovi amministratori, dopo aver svalutato con severità gli elementi dubbi che i vecchi avranno certamente indicato, hanno portato 6 milioni freschi di capitale e l'appoggio di grandi industriali, che non appaiono nel Consiglio. Così, ora: « La Banca Belinzaghi — noi ne siamo sicuri — ha davanti a sè un lungo cammino da percorrere ».

Chiudiamo con l'elogio dei vecchi amministratori, per la loro modestia, poichè asseriscono che ora la Banca ...rinnovata nei suoi dirigenti con l'intervento di energie preparate, consapevoli e volitive, si avvierà verso un periodo di più intensa, più agile, più feconda operosità, e proponiamo di estendere a loro quella definizione dei nuovi dirigenti. (M. S.).

POMPE
CENTRIFUGHE
MARELLI

ERCOLE MARELLI & C. - S. A.



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 »

Mercato

Milano, 17 febbraio

Non è possibile iniziare questa cronaca senza parlare, anche qui, del fatto nuovo, che ha dominato la vita economica italiana, e che avrà profonde, estese, benefiche, durevoli ripercussioni. La conversione del nostro massimo titolo di Stato è avvenuta in modo tale da evitare, il più possibile, dannose interferenze negli altri comparti del mercato valori, per cui, salvo la sistemazione delle posizioni speculative, le nostre borse hanno messo in luce la persistenza del buon contegno, delle ottime prospettive ed una situazione tecnica assai tranquillante.

I titoli di Stato e la Conversione

Si è già troppo parlato della sistemazione delle posizioni speculative del vecchio Consolidato, quasi che il nuovo Redimibile abbia caratteristiche tali da escludere per esso qualsiasi interesse speculativo. Se, da un lato, appare logico ed inevitabile l'alleggerimento della speculazione sui fondi di Stato, appare, per contro, errata e priva di fondamento la presunzione suesposta. Le caratteristiche tecniche non escludono la possibilità, anzi la naturale necessità di un largo mercato al nuovo titolo. Le quotazioni future, come furono per il passato, saranno in funzione di una quantità tale di elementi, che il prevederne l'andamento costituisce di per sé un problema squisitamente speculativo. Quando, perciò, si allude alla sistemazione speculativa del mercato del nuovo titolo, pensiamo ci si possa riferire soltanto alla ripresa della necessaria e naturale elasticità del mercato, che auspichiamo si verifichi al più presto.

Le innovazioni tecniche nella trattazione del nuovo Prestito, e cioè la preventiva denuncia del carnet degli ordini al Comitato, da parte degli agenti di cambio, si vuol interpretare come un esperimento per giungere alla tanto desiderata compilazione dei prezzi d'apertura e di chiusura, già in uso in altre borse estere. L'argomento merita trattazione più profonda e l'avrà in un nostro futuro articolo.

I dati della massa di affari dei titoli di Stato assumono in questi giorni un valore diverso dal solito, poichè occorre mettere in luce il fatto che tale comparto non forma quasi più oggetto di contrattazioni nel mercato extra ufficiale.

Altri titoli a reddito fisso

Gli altri titoli a reddito fisso hanno avuto un andamento assai vivace: la notizia della conversione aveva influito dapprima benevolmente su tale comparto, in seguito una nuova insistente voce di imposta sulle cedole, tosto smentita, e lievi ripercussioni, di carattere tecnico, della conversione, hanno ridato calma ai prezzi. Per i fondiari, vi sono ragioni che giustificano l'andamento riflessivo, poichè ci risulta sia allo studio un provvedimento che limiterebbe al 4 per cento il tasso d'emissione delle cartelle fondiarie.

Per le obbligazioni industriali sono evidenti le probabilità di rimborsi anticipati, quali già in atto e altri allo studio.

Il comparto dei titoli esteri interessa sempre meno per la crescente (sia lecita l'espressione) depravazione dei debitori. Sia d'esempio il fatto che, due settimane dopo la scadenza, l'Istituto incaricato del pagamento della cedola del Rumeno non ha ancora istruzioni in merito!

In attesa delle assemblee delle anonime

La conversione non ha influito sul mercato azionario che in misura assai limitata. Le prossime assemblee sono attese con molto interesse dagli azionisti, che non possono accontentarsi delle poche e contraddittorie anticipazioni. Le relazioni ai bilanci dovranno

Indici significativi dei mercati valori

	IV sett. dicembre 1932	IV sett. gennaio 1933	IV sett. febbraio 1933	IV sett. marzo 1933	IV sett. aprile 1933
Borsa di New York					
Indici Fisher azioni (1928=100)	27.1	29.2	25.5	26.9	28.9
Idem obbligazioni	82.7	85.1	82.7	80.8	80.8
Media giorn. titoli tratt. (000)	1.680	658	968	830	830
Prestiti «brokers» (mil. doll.)	394	378	249	371	371
Borsa di Londra					
Indici Fisher azioni (1928=100)	67.9	66.8	65.1	63.6	63.6
Idem obbligazioni	100.6	98.3	97.5	98.4	98.4
Media giorn. contratti stipul.	4.220	5.970	6.364	6.050	6.050
Borsa di Parigi					
Indici Fisher azioni (1928=100)	38.9	38.3	35.1	34.5	34.5
Idem obbligazioni	96.7	99.9	99.2	95.8	95.8
Borsa di Berlino					
Indici Fisher azioni (1928=100)	35.1	36.8	37.5	43.6	43.6
Idem obbligazioni	84.3	87.2	85.0	90.4	90.4
Borse italiane					
Media giorn. tit. tratt. a Milano	28.729	63.592	29.220	21.720	54.170
Id. valore obbligaz. (000 lire)	547	660	555	170	170
Valore azioni trattate nelle Borse del Regno (per 1000 lire di titoli esistenti) . . .	0.80	1.69	0.96	0.46	0.46
Migl. lire titoli di Stato trattati nelle Borse del Regno	25.875	21.509	32.936	8.950	14.170

essere esaurienti ed illumineranno noi pure sull'attuale situazione industriale, poichè i compilatori di esse hanno realmente in mano il polso del Paese. Tutto ciò non impedirà ai Consiglieri di preparare relazioni brevi, superficiali, che ci diranno soltanto delle difficoltà superate mediante l'inflessibile lavoro del nostro ammirevole Consiglio.

Bancari e finanziari

Assai trascurate le azioni Banca d'Italia: la relazione ampia ed interessante ci darà, a suo tempo, preziose notizie sull'attività svolta dal nostro istituto di emissione.

Le Elettrofinanziaria interessano ancora assai ed il risparmiatore e lo speculatore tentano di calcolare le plus valenze conseguite dal portafoglio per determinare il valore del titolo. I risultati sono vari perchè ogni calcolo deve iniziarsi da una premessa che è certo ipotetica: il prezzo al quale i titoli del portafoglio sono in bilancio. Vi è invece chi fa dell'ottimismo su questa società finanziaria, sostenendo che essa approfitta dell'attuale buon umore di alcuni comparti per alleggerire il proprio portafoglio titoli.

Sempre ferme e con ampio mercato «La Centrale»: a giorni vi sarà l'assemblea della «Telefonica Tirrena» e della Immobiliare «L'Edificio». Quest'ultima procede all'estinzione del prestito obbligazionario 8 per cento per sostituirlo con un nuovo al 5 per cento.

Trasporti

Mediterranee e Meridionali sono state ancora attive e ferme. Il portafoglio delle seconde deve essere largo di soddisfazioni e l'importanza assunta dall'Istituto nel mercato finanziario italiano dovrà pure rendere interessante il risultato dell'ultimo esercizio.

Nei trasporti si è avuta una quotazione, dopo lunghi mesi, delle Imprese elettriche Varesine, che passano da 100 al 110. Im-

Gli indici s

(base dic. 1932=100)	Banche	Assicurative	Minerarie	Metalurgiche	Mercantili e industriali
N. dei titoli	3	2	2	3	4
1933					
30 genn.-4 febr. (5 sett.)	103.77	106.18	118.83	130.28	119.06
27 febr.-4 marzo (9 sett.)	101.43	104.41	113.70	105.20	106.53
27 marzo-3 apr. (13 sett.)	98.71	104.03	111.10	107.27	104.92
29 mag.-3 giug. (22 sett.)	98.92	116.56	108.38	136.65	126.94
26 giu.-1 luglio (26 sett.)	99.07	116.53	110.73	113.52	125.38
31 lug.-5 ag. (31 sett.)	98.53	116.54	107.36	113.48	120.68
28 ag.-10 sett. (34 sett.)	99.17	120.28	110.19	115.17	128.94
25-29 sett. (38 sett.)	100.18	131.07	115.36	120.30	139.43
30 ott.-3 nov. (43 sett.)	101.26	138.12	118.51	122.83	143.41
27 nov.-2 dic. (47 sett.)	101.42	137.80	126.79	132.06	128.62
11-16 dic. (49 sett.)	101.33	137.06	124.91	129.77	127.94
18-23 dic. (50 sett.)	101.54	136.90	124.78	126.34	128.49
27-30 dic. (51 sett.)	102.38	137.09	128.38	128.57	131.29
1934					
2-5 genn. (1 sett.)	101.55	137.63	127.17	127.73	130.60
8-13 genn. (2 sett.)	101.80	143.22	127.53	128.42	132.56
15-20 genn. (3 sett.)	101.83	142.64	126.45	128.90	132.38
22-27 genn. (4 sett.)	102.6	145.57	129.80	132.44	137.59
29 genn.-3 febr. (5 sett.)	102.84	152.03	132.64	135.68	137.59
6-10 febr. (6 sett.)	102.70	154.41	134.91	136.85	135.49

RENDITA ITALIANA
3,50%

CONSOLIDATO 5% (prestito convert. 3,50%)

BANCA D'ITALIA

LA CENTRALE

ERIDANIA

NAVIG. G. I.T.

FIAT

MONTECATINI

AZIONI
dic. 1932=100
INDICI «Borsa»

valori

IV sett. 1933	V sett. 1933	VI sett. 1933	VII sett. 1933	VIII sett. 1933	IX sett. 1933	X sett. 1933	XI sett. 1933	III sett. 1934	IV sett. 1934	V sett. 1934	VI sett. 1934	VII sett. 1934	VIII sett. 1934	IX sett. 1934	X sett. 1934
49.2	53.0	47.3	47.2	49.8	48.8	53.0	55.3	55.8	56.2	56.2	56.2	56.2	56.2	56.2	56.2
91.7	90.2	87.5	88.2	85.7	88.2	90.5	91.1	91.7	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3
2.570	1.940	1.523	1.667	1.548	1.548	2.941	2.396	3.298	—	—	—	—	—	—	—
894	881	806	731	894	837	779	888	896	—	—	—	—	—	—	—
76.8	78.5	78.3	81.2	80.8	81.5	82.9	83.5	83.4	83.6	83.6	83.6	83.6	83.6	83.6	83.6
98.7	100.1	100.1	101.8	101.1	101.2	102.7	102.8	102.8	102.7	102.7	102.7	102.7	102.7	102.7	102.7
7.850	8.420	8.154	7.264	6.634	7.400	9.684	8.804	8.194	—	—	—	—	—	—	—
42.2	42.3	40.4	38.5	38.4	38.3	38.1	37.9	37.4	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8
95.3	94.6	95.6	94.8	92.6	92.5	91.9	91.9	92.3	91.7	91.7	91.7	91.7	91.7	91.7	91.7
41.8	39.0	36.4	35.9	39.9	40.1	41.4	41.1	42.0	42.9	42.9	42.9	42.9	42.9	42.9	42.9
93.1	82.1	85.1	89.8	92.6	92.7	95.7	95.5	95.7	95.6	95.6	95.6	95.6	95.6	95.6	95.6
15.518	30.532	77.676	60.730	59.017	37.218	49.895	83.720	156.242	94.983	94.983	94.983	94.983	94.983	94.983	94.983
265	207	527	385	468	533	637	849	741	—	—	—	—	—	—	—
0.59	0.69	1.83	1.09	1.24	0.81	0.68	1.60	1.65	—	—	—	—	—	—	—
15.658	19.088	45.500	40.000	37.124	59.159	59.278	37.198	61.054	81.750	81.750	81.750	81.750	81.750	81.750	81.750

15 milioni, per riaumentarlo a 20 milioni. Pure di questo gruppo, la Marengo sta per emettere obbligazioni. Non può essere un'operazione molto importante, poichè l'attuale capitale della società è di un milione e seicentomila lire e l'art. 171 C. C. limita allo stesso importo quello delle obbligazioni. Ancor ferme e attive le Breda. La Bianchi faticano a raggiungere la pari, e le FIAT hanno un mercato meno ampio del solito, ma sempre controllato. Si sono trattate a Milano per la prima volta le « Officine Moncenisio » (già Bauchiero) di cui parlò nel numero precedente il nostro corrispondente piemontese.

Affari cospicui negli elettrici

I titoli elettrici non mancano certo d'energia: affari cospicui, prezzi crescenti, e sono allo studio interessanti operazioni. Il fenomeno curioso è che ne godono anche aziende che, forse, avrebbero meno ragioni per seguire il movimento generale del gruppo. La selezione avverrà ai bilanci. La CIELI, ormai è sicuro, darà 17 lire di dividendo, contro le 15 dell'anno scorso, e porterà il capitale a 360 milioni, dagli attuali 315, aumentando gratuitamente da 175 a 200 il valore delle azioni. La determinante sarebbe la sistemazione della pendenza con le Officine Elettriche Genovesi.

Si dice che l'Emiliana Es. El. darà 21 lire di dividendo, contro le 20 dell'esercizio precedente.

Le Edison persistono nel loro brillante contegno e, con intensi scambi, hanno superato il 700. A giorni il Consiglio deciderà in merito alla proposta, si dice, di aumentare di un 10 per cento il valore nominale delle azioni, oppure, secondo altri, di distribuire gratuitamente agli azionisti le appetitose azioni della Soc. An. Servizi Pubblici e Partecipazioni, che ha nel portafoglio.

La seconda proposta si presterebbe forse meno a divenire un'arma in mano a coloro che persistono nel volere la riduzione delle tariffe dell'energia elettrica.

La Merid. Elettrica assume l'Azienda Elettrica di Bari, comprandola dalla « The tuscan gas company Ltd. » di Londra (Torino, via XX Settembre, 41 e cioè gruppo Italgas).

Le Unes hanno avuto un giorno di celebrità: il primo di febbraio sono state scambiate oltre 125 mila azioni, ed i prezzi sono ridiscesi sui minimi per merito di abbondanti annaffiamenti da parte di un grande istituto. In seguito, con quantitativi decrescenti (fino a meno di mille titoli scambiati in queste ultime riunioni) le quotazioni hanno leggermente ripreso. Le notizie sono ancora assai incerte e la sistemazione tarda.

Prezzi ed affari nell'Italcable tendono a dimostrare la fine del movimento, col consolidarsi delle più alte quotazioni.

Gli alimentari si son fermati per le solite ragioni fiscali tanto segrete che le sanno tutti. Pare che le Raffinerie diano un dividendo inferiore a quello sperato. Il titolo è sceso di oltre cento punti nella quindicina con ampi ed inconsueti scambi.

L'Italgas resta in primo piano per i numerosi avvenimenti che si svolgono nella vita del gruppo e sul mercato.

L'Italgas e la Stige

E' stato reso noto lo scioglimento del sindacato delle azioni, che si era costituito all'epoca del classamento del grosso pacchetto Sofindit. Il sindacato aveva per scopo di frenare l'offerta di azioni Italgas sul mercato. Dopo pochi mesi, in seguito al persistente assorbimento delle azioni, si è ricorsi allo scioglimento del sindacato per favorire la stabilità del titolo, che, per limitato flottante, era in balia della speculazione. Contemporaneamente si è addivenuti ad un sindacato di maggioranza, a base più piccola.

Pare, finora, che la misura abbia raggiunto l'effetto desiderato, poichè, pur con transa-

mobili le Venete. Il Rubattino declina leggermente, con scarse transazioni. Presto lo si dovrà sostituire, poichè non più degno di appartenere all'aristocrazia dei dieci titoli sensibili, che servono per la compilazione del nostro numero indice quotidiano. La speculazione pare l'abbia completamente abbandonato.

I Tessili: poco segniti

I tessili ritornano ad interessare meno, malgrado la vicinanza dei bilanci. Lievi contrazioni di prezzi e minor attività. La massa d'affari in tale comparto è sensibilmente inferiore a quella del mese scorso, con tendenza a contrarsi ulteriormente. Così appare arenato il movimento delle Linificio, e le Tosi si spostano di oltre sette punti (pari ad un largo 30 per cento) con centocinquanta azioni scambiate. Si sono risvegliate soltanto le Cascami, su speranze per il futuro, o forse per la chiusura di operazioni allo scoperto.

Le SNIA si sono inflesse in seguito a voci di mancato aumento di dividendo. L'ulteriore andamento lascia credere alla smentita di tali voci e lascia sussistere le speranze nelle 14 lire.

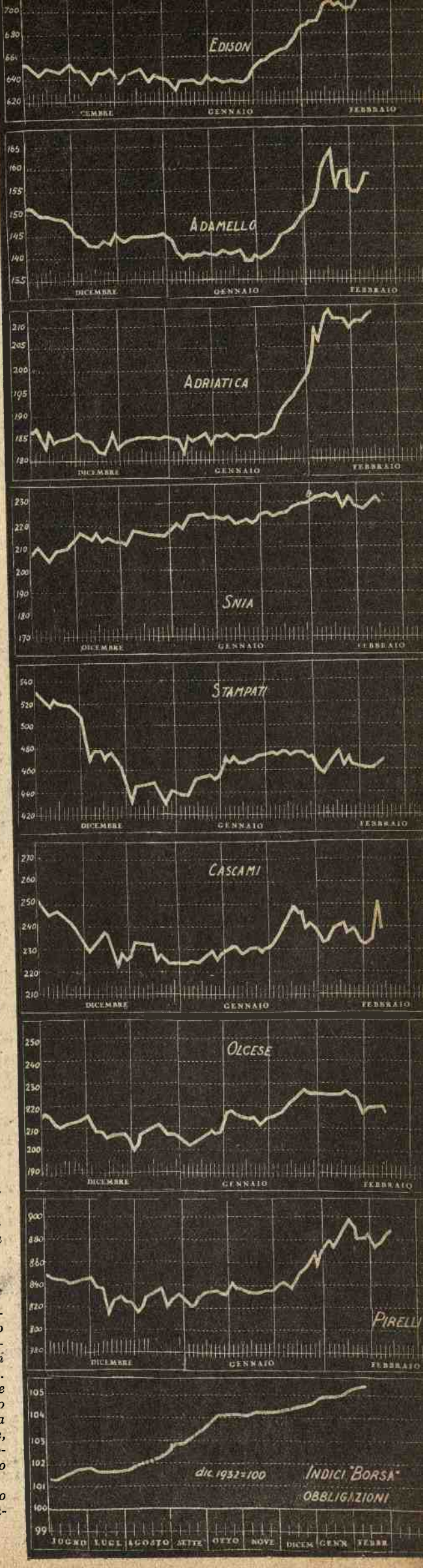
Le Pacchetti daranno tre lire, invece di due e cinquanta e rimborseranno le dieci lire di capitale promesse.

Decrescente attività anche nel metallurgico

Il comparto metallurgico è pure in decrescente attività, per quanto la tendenza non sia mutata: in ulteriore progresso le Metalli. Le Montecatini hanno sempre un mercato ampio ed un contegno fermo, senza sbalzi, ma lira per lira, il titolo sale. Crediamo appartenga alla Montecatini la Soc. It. per l'industria dell'acido citrico di Palermo, che ora svaluta il capitale da 30 a

Analisi "Borsa"

	Immobiliari	Alimentari	Navigazione	Finanziarie	Varie	Indice gen. azioni	Obblig. fondiarie	Obblig. industriali	Obblig. gar. Stato	Indice gen. obblig.
	2	3	3	5	4	50	7	8	2	17
10.80	110.28	103.70	109.91	105.26	110.45	108.82	100.51	103.58	102.68	101.31
8.17	102.51	100.20	101.40	99.21	105.64	104.16	100.51	102.62	101.40	100.94
0.23	104.30	01.25	94.78	99.45	100.86	103.45	100.62	103.11	100.40	100.88
5.47	111.76	110.83	83.95	101.50	116.77	108.91	101.09	102.89	100.65	101.22
4.88	113.19	108.72	91.00	101.5	124.88	109.31	101.33	103.21	102.13	101.73
3.86	113.06	105.49	82.47	101.90	124.20	107.75	101.12	103.02	102.97	101.71
7.60	113.05	109.10	86.46	107.42	130.77	111.19	101.30	104.21	104.71	102.32
5.21	114.78	119.07	99.60	110.00	134.23	115.83	101.51	106.50	107.75	103.34
10.02	114.08	126.22	110.59	110.32	136.95	118.24	101.66	109.40	109.45	104.14
7.89	116.33	125.78	110.93	115.27	139.94	121.93	101.79	109.70	109.46	104.26
3.79	115.83	122.06	106.78	114.30	132.41	120.42	101.87	111.16	110.43	104.75
1.20	114.98	122.13	104.30	114.03	131.19	119.90	101.82	112.29	110.50	104.81
5.22	116.63	123.30	105.39	114.71	132.75	121.00	101.86	111.90	110.33	104.75
2.70	116.83	122.65	105.54	114.07	133.37	120.32	102.03	112.06	110.45	104.91
4.39	116.11	124.77	104.20	114.01	136.58	121.17	102.05	112.40	110.56	104.99
1.33	115.76	124.79	101.65	112.85	136.31	120.84	102.08	111.99	110.55	104.95
2.21	118.58	128.75	106.75	115.07	140.29	123.48	102.06	112.87	110.65	105.97
2.80	120.85	130.26	106.39	120.04	144.95	126.57	102.09	114.61	110.84	105.34
0.91	120.12	129.67	102.90	121.50	146.15	127.82	102.12	114.91	111.54	105.53



Esami di Bilanci

Banca Popolare di Milano

A e risultanze del bilancio di questa vecchia e simpaticamente nota banca cittadina costringono il Consiglio a proporre una riduzione di dividendo, che viene accettata con serenità dall'assemblea, conscia delle necessità dei tempi nuovi.

La relazione facilmente dimostra che la contrazione del dividendo dalle 5 alle 4 lire (che rappresentano ancora l'8 % del nominale) è dovuta all'ulteriore riduzione nei tassi attivi, che non è compensata da quella dei tassi passivi, ancor elevati, in proporzione.

Esaminando l'andamento delle diverse voci del bilancio, nel chiaro e completo riassunto delle operazioni della banca, dalla sua fondazione, risulta evidente come ogni variazione determini armoniche modificazioni di altre voci. Si può mettere così in luce il fatto che, alla contrazione di alcune voci (i Buoni fruttiferi, in tre anni sono discesi da quasi mezzo milione a sessantamila lire; i conti debitori con banche e corrispondenti diversi si sono contratti da 293 e 259 milioni, in un anno), fanno da contropartita diminuzioni in altre voci, nella parte opposta del bilancio, con la riduzione degli sconti, dei riporti, ecc. Le modificazioni avvenute nelle operazioni bancarie, in seguito alla riduzione generale dei prezzi, ed al rallentamento nell'attività commerciale, hanno avuto come conseguenza una ulteriore diminuzione degli sconti, nel loro importo, e non nel numero. La media, infatti, dell'importo degli effetti scontati, è discesa da 3252 lire nel 1930, progressivamente a 1595 nel 1933. In seguito a tale andamento degli sconti, la banca ha dovuto aumentare il portafoglio titoli, poichè i mezzi a disposizione avevano subito una contrazione assai minore.

Allegato alla relazione vi è un particolareggiato elenco degli immobili di proprietà della banca. Tale voce nel bilancio ammonta a quasi quarantaquattro milioni ed è seguita con attenzione e simpatia da molti azionisti, che vedono in essa una assai probabile sorgente di plusvalenze future. Il portafoglio titoli ascende a quasi il quadruplo degli immobili per i quali pertanto non vi è indicazione delle diverse partite che li compongono e dei prezzi base.

Formuliamo questa obiezione perchè in altro bilancio di banca popolare, abbiamo trovato un completo elenco dei titoli in portafoglio, coi relativi prezzi di valutazione.

Un bilancio chiaro, come quello della Popolare, tenderebbe ancor più verso quel bilancio modello di cristallina trasparenza, da noi auspicato, se avesse anche il documento da noi proposto.

La liquidità della banca appare evidente dai pochi dati seguenti: capitale e riserve (oltre sessanta milioni) superano largamente l'importo degli immobili più sopra indicato.

I mezzi a disposizione della banca ammontano a oltre mezzo miliardo e per contro cassa e fondi disponibili ascendono a 77 milioni, il portafoglio a 100 milioni; i titoli di proprietà (titoli di Stato, buoni del tesoro, obbligazioni) a 168 milioni; i riporti a 65 milioni; i conti correnti bancari a 90 milioni, formando così un totale di altrettanto mezzo miliardo.

Notevole è il rendimento degli stabili, e la

esiguità della perdita sugli effetti scontati, crediti in sofferenza, ecc.

Nella parte straordinaria, è stata approvata una modificazione dello Statuto, che permette la partecipazione all'esercizio del credito fondiario. Era in progetto, secondo nostre informazioni, la costituzione di un nuovo Istituto di credito lombardo, mediante la collaborazione di quattro istituti ambrosiani, ma le trattative finora non sono giunte a conclusione. (M. S.)

Banca Belinzaghi

Non stupisce certo che nell'attuale consiglio d'amministrazione non vi sia più alcuno di coloro che avevano fondato questa banca, pel fatto che ciò avvenne nel 1848; stupisce invece assai il ritrovare nell'ultimo bilancio l'identico consiglio e collegio dei sindaci dell'anno precedente. Infatti questi amministratori avevano distribuito or è un anno una relazione al bilancio al 31 dicembre 1932 nella quale esprimevano i loro « immutati propositi di raccoglimento e prudenza, che furono i principi informatori della loro attività durante l'esercizio ». I risultati non furono brillanti, ma « tranquillizzanti e tali da rassicurarci anche per l'avvenire, se il mal tempo, come non sembra, avesse a durare ».

Ma la loro preoccupazione era la liquidità: « Liquidità che significa sicurezza, non si sarebbe potuta ottenere senza sacrificio, e noi, pur conservando i nostri buoni rapporti colla clientela, abbiamo accettato il sacrificio che falcidiava l'utile, ma che ci permetteva di mantenere all'azienda la sua struttura e la sua solidità ».

Alla loro volta i Sindaci asserivano che: « I controlli da noi effettuati, ci consentono di assicurareVi che nella sua compilazione vennero adottati i consueti criteri di sana amministrazione sempre finora seguiti ». E gli stessi sindaci accompagnano il bilancio al 31 dicembre 1933 con le seguenti parole: « Le impostazioni dell'attivo e del passivo rispecchiano esattamente gli elementi di cui sono composti e da noi apprezzati dettagliatamente. In sede di controllo del presente bilancio abbiamo ritenuto opportuno richiamare l'attenzione del vostro Consiglio sulla voce « riserve », facendone notare la scarsezza più che in rapporto al volume delle operazioni, in relazione ai rischi, oggi più che mai gravi, dell'attività bancaria ».

Facendo astrazione dal fatto che la prima frase ha un significato o così oscuro o così chiaro da apparire priva di senso, permane la asserzione in merito alle riserve, in aperto contrasto con le dichiarazioni del Consiglio il quale, nel proporre la riduzione del capitale da 20 a 14 milioni parla chiaramente ed esplicitamente di partite irrimediabilmente « congelate », e aggiunge che « su altre partite dobbiamo considerare acquisita la necessità di apprezzabili contrazioni ».

Non chiediamo ai sindaci se avevano realmente visto il bilancio, o se almeno avevano letto la relazione degli amministratori, ma constatiamo che, nell'ultima assemblea, un direttore generale è stato eletto sindaco, e l'altro rimane nel consiglio d'amministrazione. Entrambi si sono dimessi dalla carica di direttori.

(continua a pag. 7)

zioni numerose, il titolo segna oscillazioni più ristrette.

Si svolge, intanto, un procedimento interessante: a poco, a poco, con ritmo accelerato, l'Italgas assorbe altre società del gruppo, trasformandosi così da società finanziaria in società industriale. È stato approvato in questi giorni il decreto che accorda le facilitazioni stabilite dalla legge, alla fusione Italgas, STIGE e Italiana dell'Industria del Gas. Le assemblee di queste due ultime società, convocate fin d'ora, non considerano, tuttavia, l'operazione di fusione.

Qualche oscillazione su delle indiscrezioni

Si nota una leggera ripresa nelle Petroli: le oscillazioni di questo titolo sono lievi e non confrontabili con quelle vertiginose ed acrobatiche della Petroliera: lettera insistente, senza danaro, sostituito dopo pochi istanti da un aggressivo danaro senza che sorga una lettera. Per completare, vi sono solo titoli a tagli grossi, così la liquidazione vien sistemata fuori dalla Stanza di Compensazione.

Ancora una volta gli immobiliari avevano iniziato un discreto movimento, che non ebbe seguito per voci di nuove riduzioni d'affitto, d'imperio. È giunta la smentita, ma l'uso del buon senso poteva rendere inutile la smentita stessa, perchè per chiunque sia dotato del minimo spirito d'osservazione non sarà stato difficile il constatare l'ancor alto numero di appartamenti sfitti, le pretese decrescenti dei proprietari di immobili, e la mobilità degli inquilini, che tendono ad assorbire con grande facilità gli appartamenti nuovi, moderni, per lasciar sul mercato le vecchie dimore prive di caloriferi, ascensori, ecc.

Le società immobiliari, che hanno rimodernato stabili, o ne hanno di recente costruiti, possono approfittare di quella mobilità. Ma non vi sono ancora elementi tali da giustificare una campagna borsistica per questo comparto.

Da Torino ci assicurano che la sistemazione Burgo dovrebbe avvenire dimezzando il capitale, con successivo riamamento. Tuttavia non si ha ancora la notizia ufficiale. Il titolo risale egualmente e si può notare la tendenza a raggiungere la metà del valore nominale.

Attive Italcementi e Pirelli, con prezzi fermi. Si dice che queste ultime presenteranno un ottimo bilancio.

Novità per le Brasital: si annunzia un dividendo di 4 milreis, pari a circa quattro lire. Se non riusciranno a trovar il modo di trasferire le valute, il dividendo sarà minore, ma si spera che non scenda sotto le tre lire.

Ecco gli indici quotidiani elaborati da Borsa:

Gennaio: massimo 143,46 - minimo 123,66.	
1° febbraio 131,61	9 febbraio 130,82
2 » 131,41	10 » 130,08
3 » 131,06	12 » 129,67
5 » 132,33	13 » 130,10
6 » 133,10	14 » 130,64
7 » 131,39	15 » 130,34
8 » 131,04	

M. S.

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, deliberazioni di Consigli di amministrazione, relazioni di Assemblee, ecc.

Valore degli affari conclusi alla Borsa di Milano (in migliaia di lire)

1934	Bancari e Finanziari	Trasporti	Tessili	Minerari Metal. Mecc.	Elettrici	Alimentari	Chimici	Agricoli Immobiliari	Diversi	Esteri	TOTALE AZIONI	Consolidato e Rendita	TOTALE GENERALE
1 ^a sett. genn. (2 al 5)	889	1.729	6.052	3.799	7.799	1.434	565	41	1.998	5	24.292	142.286	166.578
2 ^a » » (8 al 13)	2.994	582	7.956	8.270	12.639	4.278	893	177	1.741	12	39.482	132.211	171.693
3 ^a » » (15 al 20)	2.569	1.702	4.989	7.480	13.784	3.326	1.747	25	1.979	33	37.634	144.706	182.341
4 ^a » » (22 al 27)	4.841	3.536	10.534	14.518	41.521	9.137	1.711	633	5.624	89	92.194	78.902	171.095
1 ^a sett. febb. (20 al 3)	3.445	4.307	11.054	8.805	49.208	6.802	4.209	371	10.598	87	112.350	105.479	217.829
2 ^a » » (5 al 10)	5.152	4.231	7.180	9.267	58.219	11.576	2.143	489	8.256	30	106.544	354.823	461.367

I paesi danubiani sotto la crisi

I paesi dell'Europa centrale hanno importanti rapporti finanziari e commerciali coll'Italia; un rapido cenno alla loro situazione economica attuale può quindi essere opportuno. Nell'ambito di questa rassegna comprendiamo gli stati successori della monarchia austro-ungarica, alcuni paesi balcanici e del vicino Levante: ossia Austria, Ungheria, Cecoslovacchia, Jugoslavia, Bulgaria, Romania, Grecia. Paesi, quasi tutti a struttura economica prevalentemente agricola, hanno risentito più delle contrade occidentali il rigore della crisi generale: il ribasso del livello dei prezzi è stato maggiore, più accentuato lo squilibrio tra prezzi di prodotti agricoli e di prodotti industriali, di esportazione e di importazione, più grave il peso dei debiti all'interno e verso l'estero, più danneggiate le finanze pubbliche, più arduo il controllo della moneta, e insomma più irta di ostacoli, più impacciata da vincoli la vita economica.

Una prima serie di vincoli, che interessano direttamente gli stranieri, è l'insieme delle restrizioni dei cambi, assai rigide, adottate da tutti gli stati sopra nominati: instaurate in qualche caso ancora prima dell'inizio della crisi mondiale, proseguite con fasi alterne di maggiore o minore rigidità, e da ultimo alquanto allentate, specie in Austria e Jugoslavia, per essersi resi sempre più evidenti i loro effetti mortificanti sull'attività economica dei paesi stessi. Dal punto di vista del controllo sui cambi si può dividere l'Europa centrale in due gruppi: nel primo, che comprende Austria, Ungheria, Jugoslavia e Grecia, le valute sono quotate — ufficialmente o ufficiosamente — a corsi deprezzati; nel secondo, composto da Cecoslovacchia (1), Bulgaria e dopo il maggio scorso anche dalla Romania, le monete nazionali sono tenute vicino alla pari mediante restrizioni all'offerta di cambi. Così, mentre le monete degli stati del primo gruppo figurano ora deprezzate da un minimo del 22% (lo scellino austriaco) ad un massimo del 34% (la dracma greca) rispetto alla parità, a cui ancora si adeguavano nell'estate del 1931 — le monete dell'altro si aggirano sulla pari. Per ottenere questi risultati i governi cecoslovacco, bulgaro e romeno hanno adottato rigidissime misure di controllo, sacrificando la libertà del commercio e il credito alla stabilità della moneta. Su questa strada si erano pure messi Austria, Jugoslavia e Ungheria: ma, come già accennato, a un certo punto, e precisamente a partire da un anno fa, si è abbandonato il controllo diretto delle divise (in Ungheria però vi si fa ancora ricorso in molti casi, e i corsi effettivi sono fissati dalle « borse nere » clandestine) e si è riconosciuto ufficialmente il deprezzamento delle valute nazionali. E' una circostanza fortunata per il mantenimento di buoni rapporti politici e commerciali tra questi stati limitrofi, che le loro monete siano svalutate quasi nella stessa proporzione, evitando discussioni sul « valuta-dumping » e inasprimento di dazi a ritorsione; come pure ha favorito un ritorno di fiducia in quelle monete la stabilità dello scellino e del dinaro sul livello di deprezzamento raggiunto. Fiducia ancora rafforzata poi dalla svalutazione della sterlina e del dollaro, in misura ben maggiore di quella delle valute indigene, che ha creato una nuova domanda di queste ultime e una fuga da quelle. Tutto sommato pare che le monete austriaca e jugoslava almeno, abbiano trovato un equilibrio abbastanza stabile. Notevole a tal proposito è la recente ordinanza del governo austriaco, che sopprime ogni emissione di buoni del tesoro in monete estere e offre un premio del 10 per cento ai portatori di tali buoni che siano disposti a convertirli in buoni statali in moneta nazionale.

Altro aspetto interessante soprattutto per gli stranieri è l'indebitamento estero dei paesi danubiani. E' difficile valutarlo esattamente, specie ora, dopo il deprezzamento di due delle maggiori valute nelle quali quei debiti vennero contratti: ma è fuori di dubbio che il gravame di essi sulle economie rispettive è tuttora troppo forte perchè se ne possano liberare senza ulteriori aiuti o alleggerimenti da parte dei creditori. Cosa che si comprende bene quando si tien conto di quanto abbiamo notato sopra — che cioè la crisi è stata più severa per questi paesi, di tipo agricolo prevalente; senza dimenticare però che al tempo della prosperità si abusò forse da debitori e da creditori della facilità di credito esistente e si scontarono in modo troppo roseo le prospettive di sviluppo economico dei paesi debitori. Alla difficoltà di stanziare nei bilanci pubblici i pagamenti dei debiti verso l'estero, si unisce quella di trasferirli: a sua volta derivante dal restringersi delle rispettive economie nazionali in sé stesse causato dalla crisi, che gravando maggiormente sui prodotti del suolo, ha ridotto la capacità di esportare e di importare di questi paesi. Fatto acuito dalle misure « autarchiche » di cui diciamo avanti. Di tutto il gruppo, solo la Cecoslovacchia ha puntualmente fatto fronte ai suoi debiti esteri — e la Romania continuò a effettuare il pagamento di interessi e quote di ammortamento sino alla metà dell'anno passato, passando poi tra gli stati in moratoria, fra i quali Bulgaria e Ungheria accumulano all'interno regolarmente le annualità di interesse mentre pende la moratoria sul loro trasferimento; e invece Austria, Romania e Grecia accantonano solo una parte degli interessi dovuti e fruiscono anch'esse di una moratoria per il trasferimento.

I fondi di ammortamento sono in carenza in tutti questi stati. Come fa osservare il corrispondente del *Bulletin d'Information et de Documentation* della Banca Nazionale del Belgio il sistema delle moratorie non può dare che un sollievo temporaneo: anche tenuto conto dell'alleggerimento di debito derivato dalla svalutazione del dollaro e della sterlina, rimarrà sempre a carico dei paesi dell'Europa centrale un peso troppo forte per le loro capacità di pagamento. Un consolidamento, ulteriori concessioni e riduzioni si impongono.

Non ci diffondiamo qui ad analizzare i vari prestiti degli stati danubiani e vicini, richiamando, per quanto riguarda la parte avuta in essi dall'Italia, le note esaurienti di Mario Mazzucchelli sul n. 21, 4 gennaio 1934, di *BORSA*. Ricordiamo soltanto, come

sintomo di fiducia e di migliorate condizioni, l'esito favorevole del nuovo prestito interno austriaco dell'ottobre scorso. Le sottoscrizioni del nuovo titolo emesso a 95 coll'interesse del 4 per cento superarono notevolmente la richiesta (266 milioni di scellini contro 200) senza intervento di banche sostenute dallo stato e di organismi ufficiosi, e vennero mantenuti 220 milioni. Vero è che il prestito offriva condizioni accessorie allettive: premi, amnistia fiscale e possibilità di convertire un certo ammontare di rendite d'anteguerra. Del ricavato, 50 milioni vanno a rimborso della Banca nazionale austriaca, 112 saranno destinati a lavori pubblici — tra i quali ha spiccata importanza la prospettiva di elettrificazione della ferrovia da Salisburgo a Linz. Altri 39 milioni sono stati impiegati per la conversione delle vecchie rendite.

Diamo un'occhiata ad altri sviluppi importanti dell'economia dell'Europa centrale in questi ultimi anni. Notabile anzitutto è la diversità dell'andamento del livello dei prezzi all'ingrosso nei due gruppi di paesi, che abbiamo distinto secondo il corso delle valute. Là dove si è verificato il deprezzamento della moneta nazionale, il ribasso dei prezzi è stato neutralizzato quasi per intero dal 1932 a oggi: così in Austria, in Jugoslavia il livello generale è rimasto invariato, mentre in Grecia è cresciuto, per effetto di una marcata inflazione durante il 1933. In Bulgaria, in Cecoslovacchia e in Romania dove la valuta è rimasta nominalmente alla pari, i prezzi sono invece calati: e la diminuzione è stata maggiore nell'ultimo paese, che ha adottato dopo gli altri le restrizioni al commercio dei cambi. Un'anomalia curiosa costituisce l'andamento dei prezzi in Ungheria, diminuiti nonostante il deprezzamento effettivo del cambio. Si sono cioè comportati come se continuasse il controllo. I prezzi al minuto e il costo della vita sono, parallelamente, diminuiti in Cecoslovacchia, Romania, Ungheria, mentre salirono in Bulgaria nonostante il ribasso dei prezzi all'ingrosso, a causa senza dubbio dei provvedimenti di intensa protezione all'agricoltura adottati nel corso dell'anno passato. In Jugoslavia è continuata la riduzione, ad onta dell'allentamento delle restrizioni al mercato delle divise estere, mentre in Austria il commercio libero di queste e la riconosciuta svalutazione effettiva dello scellino aiutarono la politica protezionistica a mantenere i prezzi al minuto a livello quasi invariato rispetto al 1929. In Grecia, infine, è palese anche in questo settore l'effetto della inflazione. Ecco i rispettivi indici:

	Prezzi ingrosso			Costo della vita			
	Fine 1929	Fine 1932	Ottobre 1933	Media 1929	Media 1932	Genn. 1933	Ottobre 1933
Austria	130	112	108	111	108	106	106
Jugoslavia	101	65	62	1.319	1.374	1.233	1.110
Ungheria	121	92	70 (1)	117	93	95	89
Grecia	1.811	1.766	1.935 (1)	1.931	1.775	1.914	1.903 (1)
Cecoslovacchia	923	632	654	744	700	703	637 (1)
Bulgaria	2.443	2.075	1.839 (1)	2.901	1.825	1.761	1.970 (1)
Rumania	3.997	2.208	1.905 (1)	4.244	2.506	2.431	2.200 (1)

(1) Cifre di settembre 1933.

Fatto, forse, ancora più importante della deflazione dei prezzi che si è accompagnata (salvo in Grecia) colla deflazione monetaria in tutti i paesi considerati (la quale peraltro non ha impedito estensioni di credito effettuate mediante allargamento dei portafogli titoli e delle anticipazioni, e corrispondenti diminuzioni della cassa, da parte delle rispettive banche centrali), è lo squilibrio grave delle varie categorie di prezzi fra di loro: in parte risultato di condizioni dei mercati esteri, in parte effetto della politica di nazionalismo economico seguita da

questi paesi un po' per necessità e un po' per elezione.

La divergenza tra l'andamento dei prezzi dei prodotti agricoli e il prezzo dei prodotti industriali si è risolta, per i paesi dell'Europa centrale, produttori in prevalenza di generi agricoli, in una divergenza tra i prezzi dei prodotti importati e quelli dei prodotti esportati. La riduzione, tanto più forte, di questi ultimi ha menomato gravemente la capacità di acquisto di tali paesi sul mercato internazionale. A mantenerla invariata sarebbe occorso accrescere il volume della

esportazione: e ciò non potendosi, per un complesso di ragioni che è qui superfluo ricordare, è stato giocoforza ridurre le importazioni. La disparità di andamento delle due classi di prezzi è evidente nelle cifre seguenti:

JUGOSLAVIA			
	Prod. di esport.	Prod. di import.	
	(1926 = 100)		
1929	114	91	+ 23
1930	94	80	+ 14
1931	73	69	+ 4
1932	61	68	- 7
Giugno 1933	59	75	- 16

UNGHERIA			
	Prod. di esport.	Prod. di import.	
	(1925-27 = 100)		
1929	95	105	- 10
1930	81	92	- 11
1931	64	83	- 19
1932	53	73	- 20
Sett. 1933	37	68	- 39

Ne sono seguite alterazioni enormi nel commercio estero dei paesi esaminati: basti per tutti l'esempio della Romania, che ha visto diminuire del 60 per cento il volume e il valore delle importazioni dal 1929 al 1932, mentre le esportazioni pur essendo cresciute del 28 per cento in volume calarono del 42 per cento in valore.

Queste alterazioni e difficoltà hanno fornito ragione, in parte, e in parte pretesto, e in ogni caso forte stimolo, a provvedimenti di « economia autarchica ». I vari stati, messi nella impossibilità di effettuare un proficuo commercio internazionale, si sono dati allo sviluppo delle energie economiche all'interno, isolandosi dagli altri, e dando origine a misure svariate di incoraggiamento, di controllo, di restrizione, spesso prive di coordinamento o addirittura contrastanti una coll'altra: aiuti all'agricoltura, sviluppando anche quelle zone e quelle colture che in condizioni normali si sarebbero trascurate perchè di troppo scarso rendimento, e insieme incoraggiamenti al sorgere e all'affermarsi di industrie nuove, col risultato complessivo di elevare i costi e i prezzi all'interno, a carico del tenore di vita della stessa popolazione. Per qualche articolo, i prezzi sono stati elevati a tal punto che la produzione è cresciuta sino a soddisfare completamente i bisogni del mercato nazionale, che di quelli prima si approvvigionava all'estero per la quasi totalità: così per lo zucchero in Austria. Il commercio del grano è dovunque oggetto di regolamentazioni più o meno severe, che spesso si uniscono a misure di *dumping* o *quasi-dumping*: ad esempio in Bulgaria, dove il governo esercita il monopolio sul grano, pagando ai coltivatori un prezzo doppio di quello praticato all'esportazione, in Ungheria dove invece l'esportazione è sussidiata mediante il ricavato della « boletta », prezzo supplementare pagato dai consumatori interni. In Austria vige il sistema del contingente, mediante convenzioni coi paesi limitrofi: e in tutti i paesi danubiani la coltura del grano nazionale è ulteriormente stimolata dai dazi protettivi, da regole sulla panificazione ecc. Altro prodotto che è sottoposto a stretto controllo sul mercato interno, e per il quale si praticano due serie di prezzi, una dentro e l'altra fuori dei confini nazionali, è il petrolio in Romania. Il prezzo della benzina era l'ott. 1933 quattro volte maggiore all'interno che all'esportazione, mentre la differenza è minore per i prodotti meno raffinati. Un esempio di notevole sviluppo autarchico è offerto ancora dalla Romania, dove la produzione di manufatti è cresciuta da 71,6 a 105,7 dal 1924 al 1931, per poi declinare a 94,5 nel 1932, in parallelo col crescere della produzione in generale (indici dell'Istituto Romeno della Congiuntura). Lo sviluppo è stato particolarmente accentuato per le industrie chimiche (da 51,3 a 162,5 1924-1931) tessili (da 58,9 a 134,1) del cuoio (da 80,4 a 146,5) della carta e grafiche (da 61,2 a 102,7) che hanno resistito alla crisi, mentre le industrie metallurgiche, elettrotecniche, dei materiali da costruzione e refrattari, dopo una rapida espansione si sono molto ridotte a partire dal 1929, in

qualche caso a livelli inferiori a quelli del 1924.

Compendio e indice delle difficoltà provate dalla economia dei paesi dell'Europa centrale è l'alto saggio di interesse che in essi prevale, e rende gravosissime le operazioni di credito. Si va tuttora da un minimo del 7 per cento (a breve termine) in Ungheria a un massimo del 12 per cento in Romania — e questi sono tassi praticati da Istituti specializzati nel credito agli agricoltori, i quali sono lungi dal poter far fronte a tutta la richiesta, che deve sottostare a condizioni ancora più opprimenti fatte da creditori privati.

Nel concludere questo rapido esame dell'economia dei paesi dell'Europa centrale possiamo ripetere quanto dicevamo all'inizio — che cioè la crisi ha presentato per essi caratteri di particolare gravità, ne ha sciolto la struttura attraverso difficoltà finanziarie e commerciali, e stimolato la ricomposizione su linee diverse da quelle precedenti. Il nazionalismo econo-

mico, in parte effetto della differente struttura politica dopo la guerra, e della crisi mondiale, in parte sentito come un bisogno di vasti strati della popolazione, si è organizzato in forme di autarchia, che mentre tutelano provvisoriamente l'esistenza di larghi ceti di produttori, non possono non ridurre il reddito netto nazionale dei paesi in questione, e quindi il tenore di vita delle popolazioni nel loro complesso — ed inoltre creando industrie nuove all'ombra di alte muraglie protettive, aggravare ancora più lo sperpero di ricchezza e allontanare così il ritorno a un durevole benessere economico-politico per l'insieme del gruppo dei paesi considerati e pei loro vicini.

Xenos

(1) Con una sua recentissima ordinanza, come si leggerà nel mercato monetario in questo stesso fascicolo, il Presidente del Consiglio cecoslovacco ha annunciato provvedimenti di svalutazione della corona. Corona già voci di rappsaglie doganali, specialmente da parte della Romania.

Le materie prime

I PREZZI SENSIBILI

	29 aprile 1933	31 maggio 1933	30 giugno 1933	31 luglio 1933	31 agosto 1933	30 settembre 1933	31 ottobre 1933	30 novembre 1933	30 dicembre 1933	31 gennaio 1934	I quind. febbraio		
											mass.	min.	14 febb.
New York: Cotone	7.90	9.35	10.15	10. —	9.45	9.95	9.75	10.10	10.30	11.75	12.90	11.75	12.40
>> Gomma	4.45	6.26	6.79	7.50	7.71	8.70	7.81	8.94	9.12	9.94	11. —	10.22	10.67
>> Seta	1.56	1.62	2.12	1.77	1.81	1.73	1.50	1.32	1.35	1.44	1.52	1.48	1.57
>> Zucchero	1.44	1.55	1.47	1.42	1.56	1.45	1.29	1.18	1.28	1.47	1.69	1.57	1.62
>> Caffè	7.75	8.25	7.25	7.75	7.50	7.25	7. —	7.37	8.37	9.37	10.87	9.50	10.82
>> Rame	6.62	7.87	8.06	9.06	9.06	9.06	8.37	8.37	8.37	8.12	8.12	8.12	8.19
>> Argento	35.75	35.12	35.75	35.60	36.60	39.60	39.37	43.37	44.62	44. —	45.12	43.37	45.10
Chicago: Grano disponibile	69.75	73.50	—	88.87	86. —	86.62	—	86.50	84.75	92. —	93.75	89.37	—
>> III mese	72. —	73.75	93.60	92.25	90. —	90.12	85.87	83.75	82.87	91.75	93.75	90. —	90.62
Londra: Gomma	2.87	3.87	3.87	4.31	4.12	4.44	4.37	4.75	4.68	5.18	5.44	5.18	5.18
>> Rame	30.11	38.6	36.15	36.12	36.3	35. —	32.17	29.12	32.12	33.12	34.1	32.18	32.18
>> Stagno	164.10	210.10	222. —	214.17	220.5	219.15	224.15	225.15	227.17	226.10	227.10	225.17	225.17
>> Zinco	15.1	16.17	17.15	17.2	17.8	16.15	15.17	14.16	14.17	14.16	15.1	14.12	14.16
>> Piombo	11.1	13.13	13.6	12.18	12.11	12. —	11.12	11.8	11.5	11.6	11.16	11.7	11.11
Liverpool: Cotone americano	5.55	6.45	6.38	6.27	5.63	5.56	5.37	5.14	5.33	6.15	6.80	6.23	6.64
>> egiziano	7.40	8.61	8.37	8.28	7.35	7.40	7.11	7.10	7.74	8.65	9.47	8.69	9.16
Milano: Frumento	99. —	86.25	88.50	90.20	87.95	87.45	86.75	42.50	92. —	91.35	93.20	92.70	935.0
>> Seta	51.50	52.25	66. —	55.75	54.75	50.75	47.25	78.50	42.25	43.50	47. —	43.50	43. —

* Prezzi novembre e dicembre per consegna dicembre.

RIFERIMENTO DEI PREZZI SUI VARI MERCATI. — **New York:** cotone Middling Upland disponibile, cents per libbra; gomma, consegna al terzo o quarto mese data, dollari per 100 libbre; seta consegna nel mese successivo, dollari per libbra, denaro o prezzi fatti; zucchero centrifugato, consegna al terzo o quarto mese data, cents per libbra; caffè Rio n. 7, disponibile, cents per libbra; rame disponibile venduto, cents per libbra; argento in verghe disponibile, cents per oncia. — **Chicago:** grano Hard Winter 2 cents per bushel, disponibile o al terzo o quarto mese data. — **Londra:** gomma crepe contanti, pence per libbra; rame, stagno, zinco e piombo disponibili, sterline e scell. per tonn. — **Liverpool:** cotone americano Middling e cotone egiziano Sakel F.G.F. disponibili, pence per libbra. — **Milano:** Frumento alla borsa merci, consegna al terzo o quarto mese, lire per q.le. Seta greggia 13/15 den. consegna al terzo mese, lire per kg.

Rapida e costante è stata l'ascesa dei prezzi della cotone a New York. Il fattore determinante non è stato solo il deprezzamento del dollaro: hanno infatti esercitato una preponderante influenza i fattori rialzisti costituiti dalla constatazione degli effettivi risultati raggiunti col programma di valorizzazione agricola. Tale programma ha subito, peraltro, delle modificazioni: l'invito del governo a ridurre le superfici coltivate non ha avuto il successo desiderato e il termine per l'adesione al piano, che scadeva il 31 gennaio, fu prorogato al 15 febbraio a causa della scarsità delle sottoscrizioni. Inoltre le vendite di fertilizzanti accusavano un impressionante aumento, ciò che costituiva un nuovo motivo di dubbio sulla efficacia del progetto governativo, potendosi temere che un aumento nel rendimento dei terreni finisse con l'annullare la diminuzione delle semine. Il governo americano ha perciò cambiato tattica, promulgando una nuova legge (il Bankhead Bill), che pone un controllo sulle operazioni di ginnatura, in modo da non far superare la produzione di 9 milioni di balle. La situazione statistica della campagna negli S. U. dovrebbe quindi dare le seguenti cifre:

Eccedenze al 31-7-1933	12.700 mila balle
Produzione dell'annata	9.000 » »
Totale 21.700 » »	
Consumo probabile	14.500 » »
Residuo al 31-12-1934	7.200 » »

La previsione di un consumo di 14.500 mila balle non può essere tacciata di eccessivo ottimismo, potendosi prevedere, in base alle cifre

degli ultimi mesi, un consumo anche maggiore. Ne deriverebbe infine un carry over di circa 7 milioni di balle che non peserebbe affatto sul mercato, specie se confrontato al residuo del 1931 di oltre 15 milioni.

Si badi peraltro che per raggiungere il livello del 1928 indicato da Roosevelt, ci sarà ancora molta strada da percorrere: dovrebbe infatti essere raggiunto il prezzo di 16 cents per libbra.

Il mercato del grano e degli altri cereali in genere non ha seguito il movimento di rialzo verificatosi in altre materie prime. Pur rimanendo sostenuto sotto l'influsso della favorevole situazione statistica (al 1° gennaio le disponibilità visibili mondiali ammontavano a 533 milioni di bushels cioè che rappresenta la cifra più piccola da 5 anni a questa parte) la speculazione si è disinteressata del prodotto. Le esportazioni americane sono in diminuzione e non raggiungono neppure il contingente fissato alla Conferenza di Londra.

Sostenuti sono i prezzi della gomma, malgrado le discordanti notizie sul programma di limitazione, fra le quali tuttavia le impressioni favorevoli hanno la prevalenza.

Una buona fermezza hanno pure avuto a Londra i prezzi dei metalli, soprattutto del rame. Un po' depressi invece i prezzi dello stagno, del quale i consumatori sembrano disinteressarsi, dando la prevalenza a prodotti succedanei: è questa, a quel che si dice, la conseguenza logica della politica di alti prezzi seguita dal cartello internazionale.

Quadro economico dell'Inghilterra d'oggi

II

Le relazioni annue delle *big five* mostrano che i loro profitti sono nell'insieme cresciuti durante l'esercizio ora terminato. La Barclays e la Lloyd's Bank ebbero però lievi riduzioni — mentre Midland, National Provincial e Westminster — e le tre maggiori banche del Lancashire (District, Martins e Williams Deacon's) migliorarono tutte. Dato il livello estremamente basso dei saggi di sconto durante il 1933 e la stasi nel credito, i risultati complessivi delle banche — come quelli, più direttamente connessi al mercato del denaro — delle case di sconto — possono considerarsi abbastanza soddisfacenti.

Le parole dei dirigenti le maggiori banche, sono quest'anno intonate a maggior fiducia dell'anno passato; persistono le divergenze tra *ortodossi* (tipo Goodenough della Barclays) ed *espansionisti* (tipo Mc. Kenna della Midland) ma al tirare delle somme tutti paiono accordarsi su una politica monetaria cauta e di attesa, che non minacci deliberatamente la solidità del blocco aureo, nè nuocia ai rapporti coll'America, e realizza quanto è possibile entro quei limiti di prudenza, la maggiore abbondanza di credito. Gli ultimi movimenti della sterlina, peraltro, testimoniano forse di una nuova svolta nella politica della moneta, data la sensibile cedenza in simpatia col dollaro. Difficile è dire fino a qual punto possano avervi influito la necessità di non esaurire il fondo di egualizzazione, e quanto una intenzione decisa — finora non risulta che le direttive ufficiali in tema monetario siano cambiate.

Il 1933 ha segnato il punto d'arresto nel declino delle ferrovie britanniche. Sino dalla primavera scorsa si notò un aumento delle entrate rispetto allo stesso periodo dell'anno prima, e il miglioramento, maggiore nel traffico delle merci che in quello dei passeggeri, si è accentuato nel rimanente dell'annata. Le quotazioni dei titoli ferroviari hanno favorevolmente risentite delle migliorate condizioni; il valore complessivo delle obbligazioni delle quattro grandi ferrovie inglesi è salito del 15 per cento durante il 1933, quello delle azioni preferenziali del 70 per cento e quello delle azioni ordinarie del 104 per cento.

Traffico	Entrate	
	1932 rispetto al 1931	1933 rispetto al 1932
Passeggeri	- 6,3 %	+ 0,5 %
Merci	- 13,3 %	+ 1,2 %
Carbone	- 6,1 %	- 3,8 %
Totale merci	- 10,7 %	- 0,6 %
Totale merci e passeggeri	- 8,7 %	- 0,08 %

Indice di miglioramento della situazione economica è stato pure l'aumento durante il 1933 delle emissioni di capitale, a circa 133 milioni di sterline da 113 nel 1932, 89 nel 1931. La cifra è ancora molto inferiore ai totali degli anni precedenti alla crisi, come si rileva dal seguente specchio: è tuttavia notevole la ripresa, specie se si tiene conto del ribasso di prezzi, come osserva la *Monthly Review* della Midland Bank da cui togliamo i dati. Una certa quantità di moneta corrisponde oggi a una quantità di capitale *reale* assai superiore a quella del 1920-21, o 1928-29.

1919	1924	1929
238	224	254
884	220	236
216	253	89
236	315	113
204	363	133

(Le cifre riportate si basano sui prezzi delle emissioni ed escludono i prestiti emessi dal Governo britannico, e le emissioni a scopo di conversione o redenzione di titoli precedentemente posseduti in Gran Bretagna). Tuttavia il basso livello dei saggi di interesse, accentuatosi proprio durante l'anno passato, faceva attendere un aumento di nuovo capitale ancora maggiore, per quanto, ripetersi, il progresso sia stato notevole e più rapido di quello verificatosi tra il 1931 e il 1932. Interessante è vedere le direzioni nelle quali si è orientato l'aumento di capitale. Anzitutto si è notata una

I bilanci delle banche inglesi nel 1933 - Punto d'arresto sul declino ferroviario - Le "big-five", hanno fiducia - Le emissioni di capitale aumentano - Finanza pubblica prudente - In complesso: migliori prospettive

forte ripresa nelle emissioni per conto di imprese private in quasi tutti i rami (salvo cioè le ferrovie, le imprese di fornitura d'acqua e gas, e le elettriche — mentre i maggiori aumenti s'ebbero per le imprese fondiarie-edilizie, nelle fabbriche di birra, nell'industria mineraria e nel gruppo delle attività industriali e commerciali varie) cui si è accompagnato un incremento, minore, nelle emissioni per conto dei poteri pubblici.

	1930	1931	1932	1933
Emissioni per conto dei privati	121,5	47,5	54,7	63,1
Emissioni per conto di poteri pubblici	114,6	41,1	58,3	64,7
Totale	236,1	88,6	113,0	132,8

Molto importante negli ultimi tre anni è stato l'investimento di capitale in imprese direttamente gestite dalle autorità pubbliche, e in quel gruppo di attività che gli Inglesi chiamano « public utilities » (acqua e gas, luce elettrica, trasporti). Imponente, almeno dal punto di vista finanziario lo sviluppo della rete elettrica, che ha già assorbito circa 87 milioni di sterline da quando — qualche anno fa — fu lanciato il progetto di intensa elettrificazione del paese e si formò l'organo di coordinamento noto col nome di Central Electricity Board. Gli investimenti pubblici veri e propri e

	1930	% del tot.
All'interno	127,3	53,9
India e Ceylon	23,6	12,2
Altri paesi dell'Impero	41,3	17,5
Paesi stranieri	38,7	16,4
Totale	236,1	100

Un altro *bright spot* nella situazione inglese è il risultato dei primi 9 mesi del bilancio dello Stato. Il disavanzo che si ha di solito nei primi tre quarti dell'esercizio (dato che la maggior parte delle entrate si concentrano nell'ultimo trimestre gennaio-marzo) è stato nel 1933 di appena 98,2 milioni di sterline, contro 204,9 nel 1932. Effetto di entrate cresciute (12 milioni) e spese diminuite (94,7 milioni), con un complessivo miglioramento di 106,7 milioni. L'aumento delle entrate è imputabile specialmente alle imposte di successione — che ancora profitano del passaggio a miglior vita di Sir John Ellermann, uno dei più ricchi finanzieri inglesi —, alle tasse di bollo e registro, riflesso diretto della cresciuta attività economica; ma anche quei cespiti che sono diminuiti rispetto all'anno scorso (imposta e sovrimposta sul reddito, dazi e imposte di fabbricazione) lo sono meno di quanto era previsto. Nelle spese i maggiori risparmi vennero effettuati nel capitolo degli interessi sul debito nazionale, ulteriormente alleggerito in via immediata dalla sospensione del fondo di ammortamento. In totale sono 67,9 milioni di meno dell'anno scorso usciti a questo titolo — vi s'aggiunga poi il quasi completo annullamento delle rimesse agli Stati Uniti in conto debiti di guerra (da 29 milioni nel 1932 a 3,3, « simbolici », dell'esercizio corrente) altri 25,7 milioni, e si hanno 93,6 milioni di economia complessiva rispetto all'anno precedente. Il rimanente, meno di un milione di sterline, rappresenta la vera e propria riduzione di spese per i servizi, e in complesso non mostra un grande sforzo nè giustifica, sia pure in previ-

quelli nelle « public utilities », ammontarono a 131 milioni nel periodo 1931-33, mentre gli investimenti privati d'ogni genere furono di 90 milioni — situazione nettamente opposta a quella del 1929-30, quando le cifre rispettive erano state di 103 e 184 milioni. Questa è la conferma di una tendenza nota e bene spiegabile: simile all'altra, pure nota, che fa propendere il mercato verso l'investimento in azioni durante i tempi prosperi e verso l'investimento in obbligazioni nei tempi di depressione. Quanto a destinazione territoriale è rimasta insolitamente alta la proporzione degli investimenti di nuovi capitali all'interno: dei paesi dell'Impero, l'India ha preso meno dell'anno prima, e il Canada e il Sud Africa di più. Le emissioni per conto di paesi stranieri (fuori dell'Impero), nonostante la ripresa dello scorso anno — in cui praticamente non si ebbe emissione di capitali per l'estero — si sono ridotti a ben poco, e hanno servito in larga parte a consolidare debiti a breve termine (prestito di 4 milioni e mezzo di sterline all'Austria, per consolidamento di debiti « brevi » contratti verso l'Inghilterra nell'estate 1931), in conseguenza delle limitazioni severe imposte sulle emissioni di capitale all'estero. Si deve notare che per operazioni di tal genere occorre di volta in volta la espressa autorizzazione del Tesoro, che invece non è richiesta per le emissioni all'interno e nella cerchia dell'Impero britannico. Naturalmente sono ostacolate da questo provvedimento solo le emissioni pubbliche: nessuna sanzione è disposta per prestiti fatti da privati. Ma ciò basta, bene si comprende, a distruggere quasi una delle più tipiche funzioni del mercato finanziario londinese: l'approvvigionamento in capitali di paesi esteri. Forma di protezionismo consigliata dall'intento di avviare maggiormente lo sviluppo della Gran Bretagna, e di stringere meglio i rapporti tra la Metropoli e l'Impero ed anche, in parte, di controllare meglio la moneta (così almeno la pensa Keynes, con un ragionamento non del tutto convincente): che solleva però critiche sempre più numerose del ceto finanziario.

	1931	% del tot.	1932	% del tot.	1933	% del tot.
All'interno	42,5	48,0	83,8	74,1	95,0	71,5
India e Ceylon	22,4	25,4	6,3	5,7	5,0	3,8
Altri paesi dell'Impero	14,3	16,2	22,4	19,9	24,7	18,7
Paesi stranieri	9,2	10,4	0,348	0,3	7,9	6,0
Totale	88,6	100	113,0	100	132,8	100

sione di una buona entrata nell'ultimo trimestre, le richieste che vanno facendosi insistenti per la riduzione della pressione tributaria.

A ogni modo rimane evidente che la finanza pubblica britannica non ha abbandonato la linea di prudenza su cui Neville Chamberlain l'ha impostata durante gli ultimi anni resistendo alle lusinghe, non tutte forse ingannatrici, di coloro che si autodefiniscono i progressivi della finanza — che avrebbero voluto dallo Stato un'azione più positiva, più energica, a soccorso della economia privata languente per mancanza piuttosto di fiducia e di iniziativa che di mezzi materiali.

Con questo non si vuol dire che lo stato non abbia fatto nulla, che anzi, in Gran Bretagna come in moltissimi altri paesi, sotto il pungolo della necessità, nuove vie sono state battute, e la protezione doganale prima, e poi varie forme di intervento specialmente a sostegno dell'agricoltura vennero adottate, ma è mancato quello sviluppo di lavori pubblici, quella intrapresa diretta dello stato, che avrebbe potuto avviare — secondo pensano alcuni economisti e anche alcune personalità del mondo degli affari in Inghilterra — a una ripresa più rapida dell'attività economica. Comunque, la ripresa è venuta, lieve sì ma reale, ed è legittimo pensare che si intensifichi nei prossimi mesi. Tutto sommato, non è forse da lamentare che l'industria abbia fatto ancora da sé, che il bilancio dello stato sia rimasto saldo e che non si siano creati i « precedenti » per esperimenti pericolosi.

Dollaro, sterlina e franco: le tre incognite dell'equazione monetaria

Le conseguenze dell'apertura del mercato dell'oro a New York

Con la stabilizzazione sia pure temporanea del dollaro, una delle maggiori incognite del grande sistema di equazioni nel quale si racchiude l'attuale situazione monetaria acquista un valore definito, se pur provvisorio. E' questo, senza dubbio, un passo notevole verso una più sicura, se non più sana e normale, situazione monetaria, e indirettamente l'origine di un periodo di relativa stabilità nei rapporti di cambio delle maggiori monete. Il dollaro non è certo una moneta aurea: non può cioè, come ad es. il franco, essere ceduto all'istituto di emissione in cambio di una determinata quantità di oro. L'oro, infatti, non può essere *comperato*, ma solo *venduto* a un dato prezzo. Il fondamento basilare del « gold standard » funziona quindi soltanto a metà, e il dollaro risulta una moneta semi-aurea, a corso forzoso. E' uno « standard » non certo nuovo per la teoria monetaria, e di cui alcuni aspetti sono frequenti anche in sistemi ufficialmente a cambio aureo.

Ma col « Gold Reserve Act » si disponeva un altro importantissimo provvedimento: si decretava cioè l'atto costitutivo del fondo di controllo dei cambi, pronto a rintuzzare le velleità rialziste del dollaro e ad agire come acquirente di oro al prezzo di 35 dollari. Si costituiva pertanto un mercato dell'oro a New York, destinato a provocare notevoli ripercussioni sul mercato libero dell'oro a Londra e, per riflesso, sulla sterlina.

14 **F**in quando, come dallo scorso ottobre a tutto gennaio, la politica aurea di Roosevelt si limitava ad assicurare all'oro acquistato all'interno il prezzo fissato dalla RE. FI. CO., lasciando in dubbio il prezzo che avrebbe potuto essere pagato all'oro offerto dall'estero, e nei suoi acquisti all'estero si limitava a rendersi acquirente diretto sul mercato libero di Londra, il risultato non poteva essere che uno: l'aumento del prezzo dell'oro a Londra per la maggior richiesta. L'offerta di dollari corrispettiva agli acquisti aurei non si risolveva infatti in debolezza della moneta, poichè correlativamente si verificava una richiesta di dollari derivante dai bisogni commerciali e dalla domanda di privati americani ed europei che inviavano negli Stati Uniti i loro capitali per investirli in titoli o merci, scontando una probabile ripresa.

Ma da quando il fondo controllo si costituì quale acquirente di oro anche di provenienza estera al prezzo fisso di 35 dollari, le ripercussioni dovettero essere maggiori. Il mercato libero di Londra ne risultava infatti completamente trasformato: mentre in precedenza il prezzo dell'oro era fissato con riferimento al prezzo praticato dalla Banca di Francia e al cambio Parigi-Londra (tenuto conto delle spese di trasporto ecc.), dal 2 febbraio il riferimento al franco veniva abbandonato e si fissava il prezzo in base alla « domanda e offerta »; si formavano cioè due prezzi teorici secondo la parità col dollaro e col franco e il prezzo effettivo tendeva ad accostarsi al più elevato. Togliamo dall'*Economist* la seguente tabella nella quale, per i giorni più significativi, il prezzo effettivo del mercato è raffrontato ai prezzi di parità contro dollari e contro franchi al cambio della giornata, tenuto conto approssimativamente delle spese di trasporto.

Data	Prezzo effettivo	Prezzo di parità	
		Contro doll.	Contro fr.
	s. d.	s. d.	s. d.
2 febbraio	139.6	140.1	137.2
3 »	138.3	140.11	135.9
5 »	140.0	140.6	134.5
6 »	139.3	140.3	133.9
7 »	136.6	137.3	133.5
8 »	136.9	138.3	135.4

Il prezzo di parità con l'America è stato necessariamente il fattore determinante: si è perciò costituito sul prezzo di pa-

rità col franco un forte premio che ha reso sempre più conveniente il ritiro di oro dalla Banca di Francia per la rivendita a Londra. In tali circostanze il drenaggio di oro dalla Francia doveva continuare fin quando, anche per effetto degli stessi arbitraggi, o il cambio della sterlina sul franco non fosse peggiorato (con la conseguenza di aumentare il prezzo di parità dell'oro rispetto al franco), o fosse migliorato il cambio della sterlina col dollaro (con la conseguenza di diminuire il prezzo di parità col dollaro). E questo infatti è avvenuto: poichè le quotazioni della sterlina a Parigi sono scese (in cifra tonda) da 80 a 77 franchi mentre a New York sono salite da 4.90 a 5.04 dollari.

E' ben palese però come tale movimento debba apparire del tutto sgradito agli interessi commerciali inglesi, che vedono aumentare il vantaggio di concorrenza del dollaro rispetto alla propria moneta, e agli interessi commerciali francesi che vengono a subire le conseguenze dell'ulteriore svalutazione della sterlina. Nè d'altro lato è possibile impedire tale andamento senza la prospettiva di conseguenze ben più preoccupanti. Supponiamo che il fondo di manovra inglese, il quale in questo frattempo sembra essersi mantenuto in disparte, decidesse ora di intervenire o per sostenere la sterlina rispetto al franco o per deprezzarla rispetto al dollaro: e cioè, o vendendo franchi o comprando dollari. Che avverrebbe? Nel primo caso farebbe decrescere il prezzo francese dell'oro espresso in sterline, stimolando invii di metallo da Parigi a Londra; nel secondo caso farebbe aumentare il prezzo americano dell'oro espresso in sterline, rendendo anche per questa via conveniente il movimento dell'oro fra le stesse piazze e nella medesima direzione. Il drenaggio di metallo da Parigi sarebbe in ogni caso inevitabile conseguenza.

In conclusione: l'apertura del mercato dell'oro a New York ha interamente sconvolto il ruolo della sterlina e ha precisato le linee del suo andamento futuro. Quale moneta intermediaria attraverso il mercato dell'oro, la sterlina è destinata ad avere determinato valore di equilibrio che dovrebbe oscillare sui cambi a Parigi e a New York quali si sono formati in questi ultimissimi giorni alle rispettive quotazioni di 77 franchi e di oltre 5 dollari. Se invece il fondo di manovra volesse alterare questo equilibrio o accostandosi al dollaro o accostandosi al franco, darebbe in ogni modo incentivo al depauperamento delle scorte auree francesi, minacciando di riflesso un « embargo » dell'oro da parte della Francia.

Tutto ciò contribuisce inoltre a precisare che un risolvimento della sterlina rispetto alle valute auree, che in precedenza poteva giudicarsi come un movimento « in simpatia », si risolverebbe oggi in un movimento « in antipatia » alla loro fedeltà al « gold standard »; e contribuisce a chiarire perchè è da attendersi, ormai, (finchè il fondo di controllo agisce per tener basso il dollaro e fino a quando non cambierà ancora la politica americana), una certa stabilità nei cambi. L'avvenire delle monete franco e sterlina, dipenderà molto da Roosevelt il quale potrebbe, con ulteriori aumenti del prezzo dell'oro, o stimolare ulteriori deflussi dalle riserve francesi, ovvero obbligare la Francia a subire le conseguenze commerciali di un ulteriore svilimento della moneta inglese. Mentre d'altro lato l'Inghilterra si vedrebbe costretta a subire un apprezzamento della sterlina rispetto al dollaro, col rischio, altrimenti, di provocare un indebolimento del blocco aureo: ciò che le procurerebbe difficoltà di carattere politico e, ben più gravi, di carattere finanziario.

Cesare Vannutelli

Mercato monetario

Il dollaro nella sua nuova edizione ridotta - Le tribolazioni del franco francese - Saggi monetari leggermente più tesi all'estero - Le emissioni nuove negli S. U. - La Cecoslovacchia determina una diversa parità.

All'ultima, ennesima, svolta della sua politica monetaria, all'adozione cioè di un sistema di stabilizzazioni temporanee del dollaro — che equivale a un abbandono ufficiale delle teorie sulla moneta errante, manovrata in base al rapporto con i prezzi — Roosevelt fu indotto da due principali circostanze: in primo luogo dalla constatazione del lento adattamento dei prezzi interni al mutato valore della moneta e dalla necessità quindi di concedere alle ripercussioni della sua politica monetaria un più largo margine di tempo per manifestarsi; in secondo luogo, come già rilevammo, dalla convenienza di precisare in qualche modo l'ammontare del guadagno conseguito dal Tesoro con l'incameramento della ricchezza aurea del paese e con la rivalutazione. Si calcola infatti che col prezzo dell'oro fissato a 35 dollari per oncia, le scorte auree detenute dal governo ammontano ora a 7.031 milioni di dollari con un beneficio, per effetto della rivalutazione, di 2.806 milioni. Ma l'adeguamento del dollaro al livello del 59,06 % della antica parità non poteva effettuarsi automaticamente: per controbattere anzi i fattori rialzisti, costituiti dalle domande di dollari per scopi commerciali e speculativi, occorre un energico intervento del fondo di controllo di recente costituito. Il fondo di controllo (non conviene certo chiamarlo di « egualizzazione » come quello inglese, avendo il solo fine di agire in senso deprimente diverso da quello di correggere le fluttuazioni temporanee) non si è invece reso subito acquirente di franchi o di sterline sui mercati di Parigi e di Londra: non ha quindi agito immediatamente con offerte di dollari. Si è bensì limitato ad agire quale acquirente passivo dell'oro che gli veniva offerto. E le offerte di oro specialmente da parte francese dovevano essere necessariamente cospicue finché le quotazioni effettive del dollaro a Parigi si mantenevano superiori alle quotazioni teoriche in base al prezzo d'acquisto dell'oro. Fin quando cioè i cambi si mantenevano superiori ai 15,20 franchi della parità teorica, più le spese di trasporto dell'oro da Parigi a New York (si possono calcolare altri 20 centesimi) conveniva ai privati francesi ritirare oro dalla Banca di Francia per trasportarlo e venderlo a New York, per il tramite di Londra, conseguendo il sovrapprezzo offerto dalla plusvalenza del dollaro. Tale fenomeno si è infatti verificato e a quel che sembra su larga scala: la cronaca finanziaria parigina e londinese è ricca di particolari in proposito, ed avverte che unico limite a queste operazioni di arbitraggio è stato l'esiguo numero dei piroscafi partenti per l'America a causa del periodo invernale, nonché le difficoltà sollevate dalle imprese di assicurazione le quali, oltre a richiedere più elevati premi, si rifiutavano di impegnarsi per forti quantitativi su uno stesso piroscafo.

E' ovvio che tale movimento tendeva a fare il gioco delle autorità monetarie americane: essendo i dollari ricevuti contro oro convertiti subito in monete europee, l'offerta di dollari

tendeva a svilirne il prezzo. La convenienza degli arbitraggi fra Parigi e New York quindi si esauriva man mano che la differenza fra i due corsi della moneta (teorico ed effettivo) si riduceva, limitando il margine di utile dell'operazione: e può dirsi praticamente cessata allorché il dollaro a Parigi è stato quotato al di sotto di 15,50 franchi.

Sembra altresì che questo adeguamento del dollaro non sia derivato esclusivamente da queste operazioni di arbitraggio; probabilmente negli ultimi giorni, e specialmente dal giorno 7 in poi, deve essere intervenuto, quale diretto offerente di dollari a Parigi, anche il fondo americano di controllo. E' tuttavia probabile che le voci diffuse così a Parigi come a New York di un tacito, se non ufficioso, accordo stabilizzatore franco-americano debbano essere relegate nell'ambito delle congetture senza conferma, e magari senza prova come quelle sull'accordo anglo-americano per una parità di 1 sterlina contro 5 dollari.

IL DEFLUSSO DI ORO DALLA FRANCIA.

Dall'analisi teorica delle correnti dell'oro tracciata in altra pagina, possiamo qui passare all'analisi pratica degli effettivi movimenti. Occorre naturalmente riferirsi alle cifre della Banca di Francia, i cui ultimi dati, però, si fermano al 2 febbraio. (Si può considerare che fino a tale giorno il movimento abbia avuto luogo soltanto da Parigi a New York). Le riserve auree francesi risultavano ridotte di circa 200 milioni di franchi. Ma poiché il franco si apprezzava rispetto alle altre valute auree per il normale gioco del « gold standard », all'Olanda e alla Svizzera risultava conveniente vendere oro a Parigi; d'altro lato, avendo la Banca di Amsterdam vietato le esportazioni di oro verso paesi non facenti parte del blocco aureo, era questo il solo mezzo per gli olandesi per poter poi, con una seconda operazione, vendere oro a New York. Al 5 febbraio infatti la Banca d'Olanda accusa una diminuzione di 27 milioni di fiorini, equivalenti a circa 270 milioni di franchi. Nessuna diminuzione ha invece registrato la Svizzera fino al 31 gennaio. In cifre grosse e considerando anche una certa quantità di oro detenuto da privati e non registrato dalla Banca francese, si può calcolare che nella settimana terminata al 2 febbraio le uscite di oro dalla Francia sono ammontate a 500 milioni di franchi. Ma il movimento in quel giorno non poteva considerarsi esaurito. La convenienza degli arbitraggi con New York anzi aumentava fino al giorno 5 allorché il dollaro era quotato a 16,17 con Londra fino al giorno 7 allorché la sterlina era quotata a 79. E' solo dal giorno 8 infatti che il prezzo dell'oro a Londra si avvicina al prezzo di parità col cambio francese. Il movimento può considerarsi esaurito solo coi giorni 13-14; occorrerà quindi attendere le ulteriori situazioni della Banca di Francia per poterne constatare le conseguenze.

Tale fenomeno non poteva invece essere avvertito in Italia, per le misure restrittive che la

legge di stabilizzazione ha fissato per il rimborso di oro dalla Banca d'Italia. Il dollaro e la sterlina si sono, pur tuttavia, necessariamente deprezzati anche rispetto alla lira, poiché la nostra moneta continua a conservare il suo prestigio di valuta facente parte del blocco aureo.

Fra le altre situazioni delle banche centrali occorre rilevare l'aumento segnalato dalla circolazione in Inghilterra: la banca ha però ridotto le disponibilità del mercato liberandosi di una parte dei suoi titoli di stato; ha altresì ridotto le sue riserve in divise straniere.

Nella Reichsbank constatiamo una nuova contrazione della riserva aurea, causata a quel che sembra dal pagamento del servizio del prestito Dawes e dal non favorevole saldo commerciale dei primi due mesi dell'anno. Aumenta invece la circolazione.

I SAGGI UFFICIALI DI SCONTO A PARIGI E A NEW YORK. — Nel quadro dei movimenti di oro vanno altresì considerate le variazioni dei saggi ufficiali di sconto a Parigi e a New York. L'aumento dal 2 1/2 al 3 % del saggio della Banca di Francia può essere considerato come la contropartita della diminuzione del saggio della Federal Reserve Bank di New York. L'istituto francese di emissione ha cioè voluto, con i normali strumenti del tipo aureo, scoraggiare la speculazione che si trovava così obbligata, di fronte alle difficoltà di riportare le sue posizioni a termine sui cambi, a scoprire le sue operazioni. Il mercato a termine parigino è stato naturalmente influenzato da queste misure e si è avuta una generale tensione dei saggi: anche i prestiti giornalieri sono saliti al 3 % contro l'1 3/4 % di fine gennaio. La scarsità di denaro fa altresì prevedere un inasprimento dei riporti in borsa. La riduzione del saggio ufficiale americano invece va soprattutto interpretata come manovra politica per stimolare il mercato monetario in vista delle prossime emissioni del Tesoro per impedire la tensione dei saggi di interesse che nella precedente rassegna abbiamo segnalato. Il 13 corrente è stata infatti annunciata l'emissione di 800 milioni di dollari in due serie, di cui una al 2 1/2 % scadenza 22 mesi (l'emissione precedente aveva dato il 2 1/2 % per la scadenza a 13 mesi) e una al 3 % scadenza a tre anni. Si prevede una prossima emissione per un maggiore ammontare (1.500 milioni?) per il rinnovo della parte del quarto prestito della libertà che nello scorso ottobre non fu convertito. Il più importante avvenimento del mercato del denaro è però da considerarsi la grande conversione italiana del consolidato. Ci asteniamo dal trattarla nella nostra rubrica, essendo a ciò dedicata gran parte di questo fascicolo.

IL MERCATO DEI CAPITALI NEGLI STATI UNITI. — Con le cifre dettagliate per il 1933 si ha una conferma della tendenza decrescente delle emissioni di capitali negli Stati Uniti: sono stati emessi, infatti, in complesso capitali per 716 milioni di dollari, in confronto a 1.192 milioni nel 1932 e 10.183 nel 1929, anno

Saggi monetari		gegn. 1933	31 ott. 1933	30 nov. 1933	30 dic. 1933	30 genn. 1934	15 febb. 1934
Milano	ufficiale	4	3,50	3,50	3	3	3
	privato 4 mesi	4-4,75	3,50-4,00	3,50-4,00	3-3,50	2 3/4-3 1/4	2 3/4-3 1/4
	finanz. a 4 mesi	5,50-7,50	4,50-6,75	4,50-6,75	4,50-6,50	4,50-6,50	4,50-6,50
	rendim. Consolidato	5,82	5,42	5,37	5,16	5,21	3,85
Londra	ufficiale	2	2	2	2	2	2
	sconto privato 4 mesi	1 1/2-1 3/4	1 1/2	1 1/2-1 1/4	1 1/2	1	1
	prestiti giornalieri	1 1/2	1 1/2-1	1 1/2-3/4	1 1/2-1	3/4-1	3/4-1
New York	ufficiale	2,50	2	2	2	2	1 1/2
	sconto priv. 4-6 mesi	1 1/2-1 1/4	1 1/4-3/4	1 1/4-3/4	1 1/4-3/4	1 1/4-3/4	1 1/4-3/4
	call money	1	3/4	3/4	1	1	1 1/2-1
Parigi	ufficiale	2,50	2,50	2 1/2	2,50	2,50	3
	sconto privato (breve)	1 1/2-1 1/4	1 1/2-2	1 1/2-2 1/2	2 1/2-2 3/4	2 1/2-2 3/4	2 3/4-3
	prestiti giornalieri	1-1 1/4	1 1/4	1 1/4	1 1/2-2	1 1/4	2
Berlino	ufficiale	4	4	4	4	4	4
	sconto privato (breve)	3 1/2	3 1/2	3 1/2	3 1/2	3 1/2	3 1/2
	prestiti giornalieri	4 1/2-5 1/4	4 1/2-5 1/2	4 1/4-5 1/4	4 1/2-5 1/2	4 1/2-5 1/4	4 1/2-5 1/4

Cambi	Italia (media dei cambi)					Parigi		Londra
	franco franc.	franco svizz.	fiorino oland.	marco	ster. lina	dollaro	ster. lina	dollaro
Parità reciproche	74.40	366.61	763.62	4.52	92.464	18.99	124.21	25.52
2° trimestre 1933								
massimo	77.25	379.—	790.70	4.66	67.50	19.51	89.25	25.44
minimo	74.55	365.50	760.—	4.45	63.95	14.95	84.55	19.53
3° trimestre 1933								
massimo	74.95	368.60	773.—	4.56	64.10	14.46	86.20	19.31
minimo	73.70	361.75	755.50	4.46	59.95	12.25	79.10	16.27
4° trimestre 1933								
massimo	74.87	369.80	772.—	4.59	62.90	13.57	84.60	13.18
minimo	74.27	367.25	764.50	4.51	58.62	11.23	78.67	15.05
Gennaio 1934								
massimo	74.77	369.02	776.—	4.58	62.18	12.19	83.48	16.40
minimo	74.50	368.10	769.—	4.54	59.40	11.68	79.45	15.66
Dal 1° al 14 febbraio								
massimo	74.80	368.85	778.—	4.55	59.55	12.—	79.75	16.17
minimo	74.72	367.60	766.50	4.54	57.80	11.47	77.07	15.92

record. Questo movimento è esattamente opposto a quello manifestatosi sul mercato dei capitali inglesi, dove l'ammontare dei capitali emessi è andato crescendo in questi ultimi due anni fino a raggiungere nel 1933, come già Borsa ebbe a segnalare, 133 milioni di sterline. Nelle cifre di entrambi i paesi non sono inclusi però i prestiti governativi, che, com'è noto sono stati assai rilevanti negli Stati Uniti. Inoltre mentre le emissioni americane e inglesi nel 1933 riducono decisamente il distacco che esisteva negli anni precedenti, si verifica un forte contrasto nell'ammontare dei prestiti piazzati all'estero: il mercato dei capitali degli Stati Uniti nello scorso anno non ha infatti destinato all'estero altro che 60 milioni di dollari che rappresentano una operazione di rimborso verso il Governo canadese. Il mercato londinese, invece, ha diretto quasi 33 milioni di sterline (circa il 29 % del totale) a paesi stranieri.

Ecco qui le cifre dettagliate del nuovo capitale emesso dagli Stati Uniti negli ultimi cinque anni, compilate dalla Commercial and Financial Chronicle di New York:

Nuovo capitale emesso negli Stati Uniti per categorie, 1929-33

	(milioni di dollari)				
	1929	1930	1931	1932	1933
Governi esteri . . .	120	548	41	26	—
Municipi	1423	1445	1236	764	491
Prestiti all'agricolt. . .	—	86	75	77	64
Ferrovie	547	797	346	13	12
Pubblica utilità . . .	1932	2365	949	274	34
Ferro, acciaio, carbone, ecc.	274	201	107	4	3
Attrezzam. di fabbriche	2	27	13	—	—
Motori e accessori . . .	82	16	—	—	1
Altre industrie	1077	520	137	11	106
Petroli	271	263	15	—	2
Terreni, fabbr. ecc. . .	520	245	129	8	1
Gomma	90	34	—	2	—
Navigazione	31	10	2	—	—
Società finanziarie . .	2222	233	4	1	1
Varie	1490	234	63	12	—
	10183	7023	3116	1192	716

La contrazione del 1933 rispetto all'anno precedente è in gran parte spiegata dalla voce Municipi, che ha subito una ulteriore contrazione, in confronto al già ridotto totale del '32, per effetto dei numerosi casi di insolvenza delle autorità civiche.

A diminuire il capitale emesso dalle società industriali ha altresì contribuito il Federal Securities Act, che entrò in funzione il luglio scorso, e che adossava gravi responsabilità sugli emittenti in caso di perdita. Si osservi infine che l'aumento verificatosi negli investimenti della categoria « altre industrie » va in gran parte attribuito al fatto che in questo gruppo sono comprese le distillerie e le birrerie costitutesi in conseguenza dell'abolizione del proibizionismo.

LE MONETE ERRANTI E SVALUATE. — Converterà ora fare una postilla alla nostra nota sulle monete erranti, pubblicata nella scorsa rassegna, nella quale avevamo segnalato il probabile ri-

Situazione degli Istituti di Emissione

BANCA D'ITALIA (in milioni di lire)

	30 dic. 1933	10 gen. 1934	20 gen. 1934	31 gen. 1934	31 gen. 1933
ATTIVO:					
Riserva aurea	7.091.6	7.693.8	7.097.0	7.099.1	5.856.6
Valute equiparate . . .	304.9	303.9	301.2	274.1	1.307.1
Portafoglio	3.633.3	3.650.5	3.669.8	3.664.6	5.034.0
Anticipazioni	1.009.6	467.8	517.9	619.9	525.6
PASSIVO:					
Circolazione	13.243.4	13.180.6	12.895.1	13.051.9	13.432.5
Debiti a vista	477.6	848.5	277.6	391.9	392.1
Depositi in c. c.	810.0	1.169.4	1.360.0	1.370.5	1.219.4
% copertura aurea . . .	53.5	63.7	54.7	54.2	43.6

BANCA DI FRANCIA (milioni di fra.)

	12 gen. 1934	19 gen. 1934	26 gen. 1934	2 febb. 1934	3 febb. 1933
ATTIVO:					
Oro in cassa	77.254.0	77.140.6	77.055.0	76.860.5	31.993.9
All'estero: depositi . . .	15.3	18.8	16.2	13.0	2.950.7
effetti	1.127.3	1.197.4	1.113.5	—	1.494.8
Effetti scontati	4.025.6	3.924.4	4.486.4	—	2.561.6
Anticipaz. allo Stato . . .	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0
altre	2.948.5	2.913.6	2.893.1	3.015.6	2.623.8
Cassa d'ammort.	6.118.6	6.118.6	6.118.6	6.114.0	6.679.8
Attività diverse	4.975.6	4.793.5	—	—	—
PASSIVO:					
Biglietti in circoiaz. . . .	80.838.3	79.693.7	79.474.1	81.059.1	84.561.7
Depositi dello Stato . . .	2.186.0	2.171.0	2.270.4	2.367.9	2.101.5
privati	14.265.2	15.151.5	15.592.1	13.508.5	18.318.9
Passività altre	2.376.3	2.228.7	2.216.2	—	2.502.9

BEICHSBANK (milioni di Reichsmark)

	6 gen. 1934	15 gen. 1934	23 gen. 1934	31 gen. 1934	31 gen. 1933
ATTIVO:					
Oro	389.2	383.5	380.3	376.2	321.9
» all'estero	39.5	33.8	30.6	23.4	38.1
Valute estera	10.5	8.0	13.1	6.9	100.6
Cambiali e chèques	2.072.0	2.779.0	2.636.0	2.892.6	2.503.1
Arg. e altre monete	237.0	259.0	347.2	250.3	250.6
Bancon. altre banche . . .	9.7	12.7	15.5	3.7	3.5
Anticipazioni	62.7	64.1	62.4	80.8	92.5
Investimenti	591.1	596.2	609.1	619.5	400.7
Altre attività	637.4	627.9	583.4	589.2	342.4
PASSIVO:					
Capitale e riserva	623.1	623.1	623.1	623.1	567.4
Circolazione	3.466.1	3.354.1	3.229.6	3.458.4	3.337.8
Obbligaz. giornaliera	495.7	456.9	537.0	497.6	334.9
Altre passività	224.5	228.3	237.3	240.2	765.3
copert. della circol.	11.5 %	11.7 %	12.2 %	11.1 %	27.6 %

BANCA D'INGHILTERRA (migliaia di Lst.)

	17 gen. 1934	24 gen. 1934	31 gen. 1934	7 febb. 1934	8 febb. 1933
ATTIVO:					
Divise e verghè	191.686	191.722	191.796	191.787	137.934
Circolazione	365.938	364.213	366.662	368.165	357.380
DEPOSITI:					
pubblici	19.368	12.315	25.159	17.272	13.502
bancari	114.981	115.080	100.593	101.440	100.699
altri	37.108	36.909	37.807	36.137	32.767
TITOLI:					
di Stato	81.771	78.793	77.058	69.541	90.308
Sconti e antic.	8.263	8.093	3.178	8.417	12.147
Altri titoli	13.656	11.500	11.318	11.447	17.125
RISERVE PRESSO IL BANKING DEP.	85.848	87.509	85.134	83.602	45.554
« proporzione »	50 %	52.1 %	52 %	53.9 %	30.9 %

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

	18 gen. 1934	25 gen. 1934	1 febb. 1934	8 febb. 1934	9 febb. 1933
ATTIVO:					
Riserva aurea	3.580.3	3.599.9	3.792.1	3.778.5	3.247.1
Altre riserve	244.9	248.2	234.8	220.9	195.2
Totale portafoglio	101.3	97.2	82.7	73.3	252.6
Cambiali acquistate in o. m.	111.9	111.9	111.4	96.9	31.4
Totale titoli di Stato	2.431.3	2.431.7	2.433.9	2.431.7	1.733.9
Totale attiv. product.	7.078.0	7.080.0	6.989.7	6.943.1	6.015.3
PASSIVO:					
Biglietti in circolaz.	2.959.6	2.931.4	2.926.2	2.946.2	2.773.2
Depositi Banche	2.788.1	2.850.9	2.851.9	2.735.7	2.419.4
Depositi del Governo	105.4	65.2	241.8	84.9	12.1
Totale depositi	3.036.9	3.053.0	3.035.0	2.962.5	2.499.6
Capit. e soprapr.	238.5	233.8	233.7	233.6	429.6
% riserve	63.5 %	63.6 %	63.6 %	63.9 %	65.3 %

sanamento legale della corona cecoslovacca. Si è invece avuta una grande sorpresa: la corona anziché risanarsi, si svaluterà. Questo l'annuncio inatteso dato dal Ministro delle finanze. La moneta cecoslovacca abbandona dunque l'ormai esigua schiera delle monete danubiane non deprezzate (si legga l'articolo pubblicato nelle pagine precedenti) e procede a un legale deprezzamento. La via scelta dalla Cecoslovacchia non può paragonarsi nè a quella seguita dall'Inghilterra nè a quella seguita dagli Stati Uniti. Non verrà infatti abbandonato il gold standard, e non si procederà, dicesi, a una inflazione: solo sarà fissato un rapporto con l'oro diverso da quello precedente e tale da provocare alla corona un deprezzamento, a quel che si dice, del 16 % in confronto alla precedente parità. Il provvedimento, che sembra dovrà attendere l'approvazione del parlamento, fa parte di un vasto piano di riorganizzazione economica per la difesa delle esportazioni, piano che comprende pure riduzioni dei salari e dei saggi del denaro allo scopo di permettere un miglior margine fra costi e prezzi. Un prestito di oltre un miliardo di corone al 5 1/2 %, venuto in scadenza, è stato infatti prorogato mediante un nuovo prestito al 5 % e sembra prossima l'emissione di altri 500 milioni di corone allo stesso interesse. Sembra anche che la prima tranche cecoslovacca del prestito austriaco, debba essere la prima che verrà sottoposta alla conversione di cui, come si è detto nella precedente rassegna, si stanno ora studiando le possibilità.

C. Van.

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

L'Organizzazione Scientifica del Lavoro

Rivista mensile dell'ENIOS

E' un completo osservatorio dei progressi tecnici ed organizzativi che si realizzano in Italia e all'estero.

Abbonamento annuo: L. 45
Un numero separato: L. 5

Direzione ed Amministrazione:
Piazza Venezia, 11 - Roma

RADIOMARELLI