

# BORSA

QUINDICINALE DEI MERCATI FINANZIARI

## Milano, quindici giugno

**L**e Conferenze che, oltre allo scenario, devono pur dire qualcosa al mondo ansioso e trepidante, spesso si aggirano in quella stessa catena di circoli viziosi che si presenta al medico nella prognosi di un malato il quale rifiuti ogni cura dolorosa. Allora si tenta di dargli delle medicine con molto zucchero.

Lo zucchero è la medicina dominante in questo amaro periodo di crisi, ma c'è il pericolo che il paziente finisca per diventare diabetico. Fuor di metafora, dalla Conferenza di Londra si attende troppo, volendo sacrificare troppo poco.

Lo stesso programma della conferenza, fissando quale obiettivo principale « un certo aumento nel livello dei prezzi », può ricadere con facilità nello stesso errore di sovraestensione della circolazione monetaria mondiale, errore che ci costò il 1929 e quattro anni di depressione, poichè ricerca una prosperità artificiosa, affrontando un fenomeno secondario e consequenziale, non causale.

E il ritorno vagheggiato alla « base aurea » delle monete non ha nessun valore fino a che permangono gli intralci agli scambi di merci e di capitali: la Conferenza mostra invece di far credere ad un feticcio del metallo giallo, che può portare ad equivoci quanto e più del mito dell'argento, ove non si giunga al disarmo delle « autarchie ».

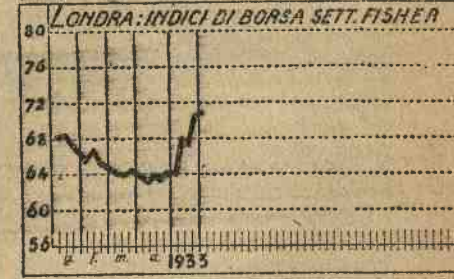
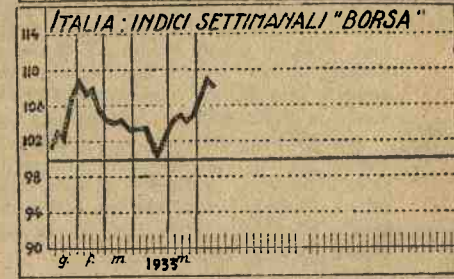
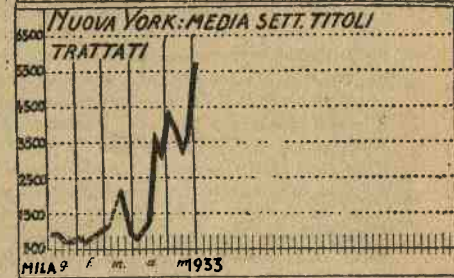
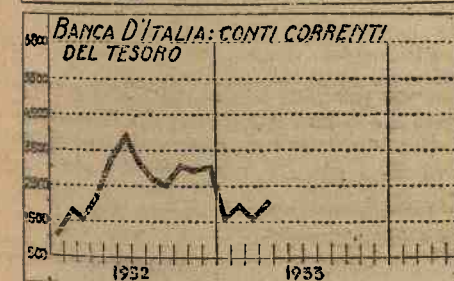
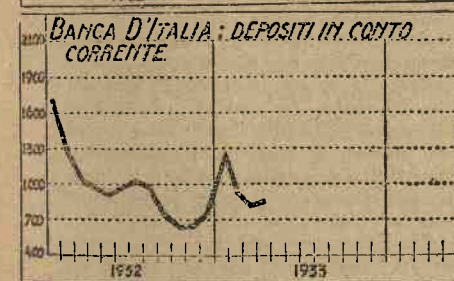
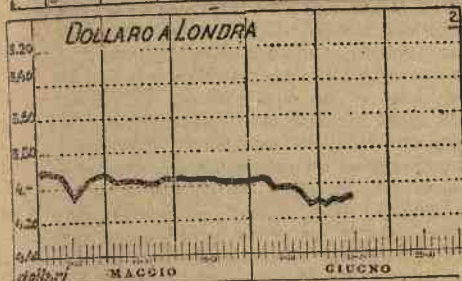
Spogliata di tutta la coreografia, di cui si dilettono i cronisti, la Conferenza di Londra è un gigantesco tentativo di determinare i valori comparati delle varie monete forse più che di stabilire relazioni di vitale cooperazione tra Paesi acciecati da innaturali autarchie. Il tema della moneta è senza dubbio predominante, perchè attraverso l'illusione monetaria i governi hanno la possibilità di influire nella vita economica in modo tanto profondo quanto inavvertito dalle masse, spostando continuamente le ripartizioni del reddito.

Si aggiunga che la tattica bellica monetaria ci ha fatto assistere finora ad armistizi densi di minacciose « azioni dimostrative », accompagnate sempre da propositi di buona intenzione. Gli Stati Uniti, affermando di volere arrivare ad ogni costo alla stabilizzazione delle monete, svalutano il dollaro con un ardore che stupisce; la Germania, affermando di voler tenere il marco, annunzia una moratoria sui debiti; Svizzera e Olanda annunziano ritorsioni doganali, pur dicendo di voler raggiungere un livello di minori intralci agli scambi.

Auguriamoci che la Conferenza di Londra non si dibatta dunque tra la morale che si predica e la morale che si attua, tra l'eloquenza per il pubblico internazionale e il timore di impopolarità per i nazionali, indulgendo alle facili strade dell'eroico egoismo, piuttosto che calcare le penose vie del sacrificio comune.

### SOMMARIO DELLE PAGINE INTERNE

Mercato monetario (m. m. m.), p. 2 — Credito e prezzi (ERNESTO D'ALBERGO), p. 3 — Intervista con Emanuele Sella (M. F.), p. 4 — Una « guida attraverso il caos mondiale » (LUIGI FEDERICI), p. 5 — Finestra (trem.), p. 6 — Londra « a sipario alzato » (CARLO PAGNI), p. 7 — Mercato valori (m. s.), pp. 8 e 9 — Le merci e i prezzi (c. v. - LUIGI USSI - BRUNO MINOLETTI), p. 10 — Massa d'affari in un semestre di borsa (c. v.), p. 11 — Il pensiero di Giorgio Mortara sul momento finanziario (L. L.), p. 12 — «... i risparmiatori sono ancor oggi sovrani » (Verber), p. 13 — La moratoria tedesca (G. F. CALABRESI), p. 14 — Titoli al portatore rubati o smarriti (F. TOFFANIN), p. 15 — Situazione degli Istituti d'Emissione, p. 16



«BORSA», esce il 1 e il 15 di ogni mese  
 Abbonamento annuo L. 40 (estero L. 65)  
 Un fascicolo . . . L. 2 (estero L. 3.-)  
**CASA EDITRICE ARACNE**  
 MILANO - Via Kramer, 33 - Tel. 31-543

1933 (XI)  
 17 giugno n. 9  
 c. c. postale



# Mercato

**Mentre si iniziano le discussioni londinesi - Il dollaro, dopo qualche giornata nervosa, torna al rapporto 1:4**

Saggi monetari		genn. 1933	28 febb. 1933	31 mar. 1933	15 apr. 1933	30 apr. 1933	15 mag. 1933	31 mag. 1933	16 giug. 1933
Milano	ufficiale	4	4	4	4	4	4	4	4
	privato 4 mesi	4-4.75	4-4.75	3.75-4.75	3.75-4.75	3.75-4.75	3.50-4.75	3.50-4.75	3.50-4.75
	rendim. Consolidato	5.50-7.50	5.50-7.50	5.25-7.50	5.00-7.25	5.00-7.25	4.50-7.25	4.50-7.25	4.50-7.25
Londra	ufficiale	2	2	2	2	2	2	2	2
	sconto privato 4 mesi	7/8-15/16	3/4-11/16	1/2-2/3	11/16	7/16-1/2	5/8	7/16	7/16-1/2
	prestiti giornalieri	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/4-1/2	1/4-1	1/4-1
New York	ufficiale	2.50	2.50	3.50	3	3	3	3	3
	sconto priv. 4-6 mesi	1 1/4-1 1/2	2 1/8-2 1/4	2-2 1/8	3/4	5/8	5/8	5/8	3/8-1/2
	call money	1	1	3	1 1/2	1	1	1	1
Parigi	ufficiale	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	sconto privato (breve)	1 1/4-1 1/2	2-2 3/8	1 7/8-2 1/4	1 7/8-2 1/4	1 7/8-2 1/4	1 3/4-2 1/8	1 3/4-2 1/8	1 1/2-2
	prestiti giornalieri	1-1 1/8	1 1/4-1 1/2	1 1/2	1 1/4	1 1/4	1 1/4	1 1/4	1 1/4
Berlino	ufficiale	4	4	4	4	4	4	4	4
	sconto privato (breve)	3 7/8	4 1/4-5 3/4	3 7/8	3 7/8	3 7/8	3 7/8	3 7/8	3 7/8
	prestiti giornalieri	4 1/8-5 1/4	4 3/8-5 3/8	5-6	4 3/8-5 1/2	4 5/8-5 3/4	4 1/4-5 3/8	4 1/4-5 1/2	4 3/8-5 1/2

# monetario

**- La "tregua" in atto - Poche variazioni nei dati degli Istituti d'Emissione - Saggi monetari sempre fermi**

Se la Conferenza di Londra è stata accolta da speranze più che da ottimismo, essa ha però subito dimostrato che certi scetticismi erano prematuri e forse infondati, poiché aleggia sul concilio internazionale un'atmosfera di sincero desiderio di accordi; e la piattaforma del concluso patto a quattro, i tentativi reiterati dei governatori di banche per arrivare ad una « tregua dei cambii », il più riflessivo atteggiamento degli Stati Uniti in materia di debiti, tutto ciò consente un prologo meno cattivo di quel che ci si attendeva.

I critici fanno rilevare che — a parte l'eterogeneità del programma, e le accentuazioni di conferenza esclusivamente monetaria — si tratta di raggiungere un accordo non soltanto tra sessantasei delegati, ma tra sessantasei parlamenti. E sono pochi i Paesi che possono contare su parlamenti disciplinati e consci degli interessi superiori della collettività; in molti Stati si devono distinguere le opinioni delle varie correnti di partito, della stampa interessata, ecc. Naturalmente questi critici pensano che sia difficile concentrare la saggezza collettiva in un accordo a sessantasei, e fanno l'esempio degli Stati Uniti, in cui probabilmente il Congresso non è dello stesso avviso di Roosevelt, e il F.R.B. ha forse ancora una diversa opinione in materia monetaria. Accentuano, i critici, l'importanza della moratoria tedesca, proprio alla vigilia della Conferenza, e si soffermano sulle recenti fluttuazioni dei cambi avvenute rispetto specialmente al dollaro (la Conferenza si è aperta il 12 giugno, con un cambio del dollaro a Parigi di 20,56, cioè il più basso raggiunto dopo il 19 aprile).

Senonché, la situazione va esaminata anche da altri aspetti. E' inutile, anzitutto, esagerare l'importanza della moratoria tedesca, che è senza alcun dubbio grave, ma che prelude ad accordi in vista di evitare la caduta del marco, la quale avrebbe trascinato il mondo in una nuova crisi assai pericolosa. Probabilmente un accordo coi creditori della Germania non è lontano; e il punto di vista di Schacht (« acquirente di più o riducete i nostri debiti ») rientra nella logica dei fatti economici. Per rifare quella scorta di oro e di divise, la cui mancanza metterebbe in pericolo il marco, Schacht non conta che sulla bilancia dei pagamenti attivi per la Germania: il che è sufficientemente logico, anche se ciò turba nuovamente i sonni dei creditori, il cui destino — nei periodi di prezzi calanti — è quello di essere sempre alla mercé del debitore. Si dice che Schacht chieda di ridurre il saggio di interessi a breve al 3 1/2 %, e un'analoga domanda di riduzione farà ad una prossima riunione di debitori a lunga scadenza. Quanto ai pagamenti, essi verranno fatti ad una Cassa di conversione (sul tipo di quella dell'Argentina) con autonomia completa, salva si intende la sorveglianza della Reichsbank: il collocamento delle somme così incamerate verrebbe curato d'accordo con i rappresentanti dei creditori. Vi sono piani per mettere a disposizione questo ammontare (circa un miliardo di marchi) delle Casse pubbliche, per la conversione dei debiti del Reich, o per il consolidamento di quelli a breve scadenza emessi dalle collettività pubbliche; altri piani riflettono grandi lavori pubblici. Comunque, questo miliardo di marchi non rimarrebbe immobilizzato, e si eviterebbe in tal modo da un lato un'estensione alla politica di sconto della Reichsbank, dall'altro una costrizione ulteriore. D'altronde Schacht cerca di introdurre una differenziazione tra vari tipi di creditori, e an-

nunzia che per i prestiti Dawes e Young si potranno trovare accomodamenti speciali (per ulteriori notizie sulla moratoria tedesca, cfr. l'articolo del dr. Calabresi in questo numero di Borsa).

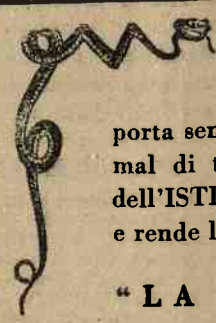
Quanto al dollaro, se è vero che i primi di giugno hanno visto fluttuazioni nervose di questa moneta, è altrettanto vero che accordi sembrano raggiunti nel senso di una relativa stabilità, e forse di un rapporto determinato tra dollaro e sterlina. Non è dunque fuor di proposito pensare che si sia sulla via di una « tregua dei cambii », almeno per la durata della Conferenza. Infatti la debolezza del dollaro nei primi giorni di giugno si rivelò per una singolare coincidenza di fattori tecnici con fattori psicologici: possibilità della creazione d'un mercato libero dell'oro a New York, che avrebbe consentito la vendita di dollari contro metallo; vicinanza della rata 15 giugno dei debiti senza soluzioni in vista; annuncio della moratoria tedesca (gli Stati Uniti sono creditori per 175 milioni di sterline) e quindi previsioni di un aumento di esportazione germanica a detrimento degli esportatori americani; esaurimento (a fine maggio) delle operazioni di copertura a sostegno del dollaro nel mercato; vendita di obbligazioni americane sui mercati internazionali; voci della creazione di un « fondo di regolarizzazione » del dollaro; infine, impressione diffusa che si tendesse ad aiutare ulteriormente gli agricoltori indebitati, facendo salire i prezzi « fino a che gli agricoltori siano in grado di restituire i dollari presi a prestito, nel loro equivalente in merci al momento in cui contrassero il debito ». La tendenza al ribasso del dollaro proveniva infatti dall'America: il che indica che laggiù si chiedevano monete europee sane con maggior abbondanza di quanto in Europa si chiedessero dollari. Anche il ripudio della clausola-oro da parte degli Stati Uniti poteva essere un fattore tecnico non senza influenza sul fenomeno considerato. A tutto ciò si aggiunge il dissenso, in alcuni progetti di legge, tra Roosevelt e il Senato, e un diffuso senso di incertezza sull'applicazione di provvedimenti per controllare l'industria (Industrial Recovery Bill), per garantire i depositi bancari, per limitare la produzione agricola, ecc. Tutto ciò prova ancora una volta, se ce ne fosse bisogno, che il problema monetario americano è soprattutto un problema legato a fatti d'ordine interno, anche se ha importanza internazionale di primissimo ordine.

La Conferenza di Londra trova naturalmente il terreno mosso da un vulcano quale quello della quadriennale depressione; e non le si possono chiedere miracoli. E', senza dubbio, una condizione analoga a quello del mondo dopo i quattro anni di guerra 1914-1918: si che

è lecito chiamare il raduno londinese, la Versailles della pace economica. Un trattato di « pace economica » è forse più difficile d'un trattato che suggelli contese armate; ma l'armistizio giova almeno a evitare peggioramenti e catastrofi. La Conferenza ha dunque due aspetti: uno tecnico e uno psicologico. I governatori di banche centrali che discutono a Londra suggeriranno le possibilità tecniche; i diplomatici discuteranno le possibilità politiche. Il problema centrale, così come è posto da alcuni scrittori di cose finanziarie, è di studiare quali mezzi monetari richieda la mutata fisionomia del mondo, dopo i vulcanici mutamenti nei sistemi creditizi del dopoguerra, e quale rapporto comparativo dare (ammesso che si possa dare, e che non esistano in questo momento saggi naturali di stabilizzazione) alle varie monete. Tali scrittori, infatti, ritengono che la successione di provvedimenti protezionistici non siano le cause, ma gli effetti (o gli sperati rimedi) della babele monetaria. Ragionamento che è in parte paradossale, per quanto brillante, ma conduce alla conclusione che la Conferenza debba soprattutto incaricarsi di sostituire un rapporto fisso al rapporto variabile tra le varie monete del mondo. Problemi tecnici subordinati affiorano fin d'ora: riduzione possibile delle percentuali di copertura (o sostituzione di parte della copertura con argento) delle Banche centrali, oppure determinazione di limiti per emissioni in base a un calcolo fondato su indici; modo di utilizzazione da parte delle Banche centrali del margine di emissione loro consentito, ecc.

Le prime giornate della Conferenza, lumeggiate in questo fascicolo di Borsa dal dr. Pagni, ci mostrano che alcuni punti trovano la concorde attenzione di tutti: problema della tregua doganale, della tregua dei cambi, necessità di risolvere la questione dei debiti in modo radicale e definitivo. In sostanza, richiamare la fiducia, scossa dalla lunga serie di « esperimenti » in materia di legislazione economica, rendere possibili rapporti contrattuali a lunga scadenza, cioè rimuovere la caligine formatasi sulla buona fede contrattuale, sulla morale contrattuale. La Conferenza del 1927 aveva fatto prevalere tesi intellettuali, ma non aveva indotto a soluzioni pratiche; era stata, in certo senso, la nutrice della politica di self sufficiency, giustificandola con ragioni geografiche, risorse naturali, ampiezza del Paese, ecc.: la Conferenza del 1933, alla lezione dell'esperienza, mostrerà che le autarchie economiche hanno i loro limiti inderogabili in ragioni di interdependenza tra Paesi. Se non fosse che per concludere ammonendo così, un buon passo verso la convalescenza, che è anche fatta di fiducia, sarebbe compiuto.

■■■■■



## 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**



# Credito e prezzi

(prof. Ernesto d'Albergo)

Una delle questioni che tengono desta l'attenzione degli imprenditori, nel senso più ampio del termine, è quella riguardante l'immediato futuro in materia di prezzi di merci, valori e servizi. Certamente notevole è l'argomento per i lettori di questo periodico, che reca la denominazione del più sensibile mercato, nel quale il prezzo è non solo segno riflesso di particolari vicende aziendali, ma l'indice a un tempo di complesse situazioni economiche interne ed internazionali.

Se si domanda la ragione per la quale ovunque si ritiene augurabile e talvolta si sollecita praticamente in vari modi l'aumento dei prezzi, si riscontra in fondo al pensiero e all'atteggiamento psicologico di ognuno, una nota di ottimismo che è quasi connaturata alla osservazione di variazioni di segno positivo, negli indici del ciclo economico. A prescindere dalle particolari circostanze contingenti, nelle quali operano fattori che comunemente si ritengono anormali o critici, non si può negare che, storicamente, la fase ascendente del ciclo degli affari, che contrassegna il periodo della prosperità, sia caratterizzata da un relativo aumento di prezzi. Le ragioni di tale andamento sono evidenti e per gli economisti e per coloro che dei fatti economici fanno quotidiana esperienza.

Nel caso attuale, l'aspirazione all'aumento dei prezzi, o nella media, o in tutte le quotazioni esistenti, in misura proporzionale o quasi, trae origine dalle circostanze in cui si è svolta questa fase delle fluttuazioni industriali, la quale dal 1929 ad oggi, per pacifica accezione, rappresenta un periodo di crisi economica. Tutti coloro che hanno tentato una genesi della crisi attuale, discordando nella ammissione delle cause determinanti, si sono trovati d'accordo nel ritenere essere la discesa dei prezzi, in media, l'indice più appariscente della depressione.

E se ciò è vero, perchè non si tenterebbe di far variare l'andamento dei prezzi, precisamente rovesciando la tendenza che finora è stata dominante?

Questa aspirazione generica si fraziona poi in tanti calcoli economici individuali, compiuti dalla grande maggioranza delle persone che durante la discesa dei prezzi, hanno visto crearsi uno squilibrio fra costi e ricavi, fra debiti e crediti, i primi spesso superando in ammontare i secondi.

Ciò premesso, si può ritenere che non sia salutare un aumento di prezzo che riequilibri le singole situazioni individuali ed aziendali e di conseguenza, faciliti il superamento delle generali difficoltà nazionali e mondiali?

Tutto ciò torna come calcolo teorico, compiuto da qualsiasi osservatore della congiuntura: ciò che occorre sapere è il modo nel quale l'effetto desiderato — ammesso che sia utile — possa conseguirsi.

Naturalmente in questo campo si invoca la collaborazione internazionale della quale è indice e strumento ad un tempo, la conferenza economica di Londra. Ma in qual senso deve intendersi e per quale via attuarsi la collaborazione o l'intesa per una comune concorde azione? Come sempre avviene, o il prevalere di interessi materiali determinati o l'atteggiamento generico di coloro che imprimono direttive alla politica economica, dà luogo ad iniziative: esse possono essere di natura letteraria o teorica (piano Keynes ecc.) oppure concretarsi nell'azione di singoli paesi. (Rappresentativa, da questo punto di vista, l'intensa opera legislativa e di regolamentazione, in generale, dei rapporti economici, che si svolge da qualche mese negli Stati Uniti).

L'aumento dei prezzi, da oggetto di programma di politica economica interna, assurge ad oggetto importantissimo della Conferenza mondiale: i paesi o il paese che già sperimentano gli effetti di una tendenza all'aumento delle quotazioni di materie prime, valori, salari ecc. per evitare anche che il movimento da essi creato sia effimero,

domandano la collaborazione anche in questo punto, e cioè l'adozione di analoghe, uniformi « *normae agendi* ».

Finora si è parlato di una azione sui prezzi: molti lettori sagaci possono osservare che una azione sull'« effetto » — che tale è il « trend » o la tendenza dei prezzi — può essere erronea o di dubbia efficacia, dovendosi per comune affermazione, agire sulle cause remote e recenti della depressione.

Ma può effettivamente pensarsi che l'azione sull'effetto o meglio la variazione dell'effetto sia senza conseguenze, non possa cioè assurgere al ruolo di causa di ulteriori modificazioni della congiuntura, nel senso desiderato dalle grandi maggioranze degli interessi? Coloro che operano nelle Borse sanno se la risposta possa essere in ogni caso negativa.

In questi termini, si approva senza volerlo ogni azione che specie all'estero e più precisamente negli Stati Uniti si è intrapresa, per provocare l'aumento dei prezzi: in questa materia gli strumenti vanno dalla svalutazione delle monete, alla manovra della circolazione monetaria e del credito, all'attuazione di programmi di spese pubbliche ecc., allo scopo immediato di conseguire l'effetto predeterminato.

Sino a che si pensi di conferire una spinta iniziale al sistema — la quale come avviene nel campo della meccanica, esige un costo o un consumo di energia — si può approvare qualsiasi atto di politica economica della natura anche di quelli qui sopra accennati. Il costo o danno che un settore o tutta una collettività, nazionale o mondiale, subisce nel campo della « distribuzione » oggi, per effetto ad esempio di una svalutazione monetaria, può essere compensato dall'effetto che tale fatto esercita in un secondo tempo, nel campo della produzione: ciò non si presta facilmente alla dimostrazione storica, e per questo nell'incerta valutazione delle conseguenze, prevale la politica prudente della moneta stabile.

Ma quello che dovrebbe sembrare pacifico è che una « politica » di variazioni del contenuto della moneta, di manovra della circolazione e del credito, non può meritare neanche tale denominazione, non potendosi concepire di durata illimitata, se non si vuole dar luogo ad effetti più dannosi di quelli contro i quali la si oppone, a guisa di rimedio. Non si dirà mai a sufficienza che la moneta e il credito, sono strumenti dell'azione di cause autonome e distinte, quelle che dalla premessa psicologica allo sviluppo tecnico dell'atto economico, creano ed alimentano il ciclo degli affari. Lo strumento ed il tramite degli scambi, nelle sue variazioni quantitative, può modificare le condizioni degli affari, ma non creare da solo la prosperità.

Del resto la genesi dell'aumento dei prezzi e delle materie prime oggetto di contrattazioni internazionali e della media delle quotazioni delle merci nel mondo, è meno facile di quanto sembri a prima vista: essa è nata, come andamento generale, da poche settimane nelle quali pare sia già in atto un rovesciamento di tendenze. Si può addebitare ad un processo diffuso di inflazione in uno o più paesi? Non pare che meriti in tutto tale nome, l'espansione del credito che negli Stati Uniti ed altrove si è verificata a vantaggio di taluni rami della produzione, nei quali si intende riportare l'assetto o in cui la situazione appare particolarmente delicata.

Nè la progressiva svalutazione delle monete rispetto all'oro, dal 1931 ad oggi, ha avuto l'effetto di far aumentare i prezzi, in quanto è continuata anche attraverso l'abbandono della parità aurea, da parte di decine di paesi, immutata la tendenza alla discesa dei prezzi fino all'ultimo del mese.

Tutto ciò ci dice che occorre trovare altrove la causa « permanente » di una modificazione della congiuntura, che potrebbe dirsi essere in atto o prossima, se non fosse pericoloso azzardare previsioni. La collaborazione economica che si invoca da tempo nella stampa di molti paesi ed ora ufficialmente a Londra, non significa uniformità di di-



rettive in ogni campo della tecnica finanziaria. I prezzi si sostengono sugli incrementi conseguiti, anche se non tutti i governi o le banche centrali si associano a quelli degli Stati Uniti, nell'attuale procedimenti in tutto analoghi o nella natura o nell'estensione.

Non si negano i vantaggi della collaborazione fra gli istituti di emissione per vari scopi di interesse comune, dalla difesa delle monete alla stabilizzazione dei cambi ecc., ma anche prima che tale razionale politica divenisse di frequente attuazione, si verificavano nel mondo movimenti ascendenti e discendenti del ciclo, a prescindere dalla manovra o dal controllo della moneta o del credito o da azioni uniformi concertate fra governi od istituti di emissione.

La morale è quindi, che le modificazioni dell'andamento degli affari possano avere portata reale e favorevole, nei confronti della prosperità, se esse conseguono a scelte indipendenti degli imprenditori, a valutazioni autonome di quanti agiscono sui mercati e nelle industrie. La politica dei governi o di loro organi singolarmente o in aperta collaborazione, è di grandissima utilità, specie nel momento presente, ma puramente strumentale.

**G**li atti provvidenziali ed illuminati, che si chiamano stipulazione del « patto a quattro », di altri accordi politici ed economici (riparazioni, debiti di guerra) destinati a rimuovere l'attrito costituito dal pericolo di conflitti, la stabilizzazione delle monete sul livello che risponda alle esigenze dei paesi interessati al ritorno alla valuta buona, l'intervento a favore di gruppi di imprese di cui il temporaneo squilibrio fra costi e ricavi non abbia pregiudicato la vitalità intrinseca, la stipulazione di convenzioni che arrestino, nel reciproco interesse, la corsa all'aumento delle barriere doganali, ecc.: questi ed altri argomenti di cui si occupa anche la Conferenza di Londra sono fatti — se realizzati — che possono liberare l'iniziativa individuale, finora frenata dall'in-

certezza e dalla perturbazione di rapporti economici interni ed internazionali.

Quando l'imprenditore nel senso ampio del termine, può contare sulla eliminazione di molti rischi, contro i quali può molto la politica economica dei Governi, la sua azione può intensificarsi con successo, in un ambiente in cui le valutazioni individuali possano liberamente orientarsi in senso positivo.

E allora la moneta, il credito divengono secondo la loro vera natura, mezzo utile dell'attività produttrice, in tutte le sue manifestazioni: e le formule teoriche che dovrebbero indirizzare preventivamente l'azione degli istituti di emissione o dei governi, vengono sostituite da decisioni empiriche bensì e contingenti, ma suggerite dal movimento reale degli affari.

L'azione attuale e transitoria di qualche governo nel campo monetario diviene un piccolo episodio con effetti utili, solo se è riuscita a significare la volontà del pubblico potere di collaborare con i privati nella decisa creazione dell'ambiente favorevole al ritorno della prosperità.

In un periodo in cui i sermoni abbondano, con pretesa di suggerire nuove direttive ai privati e al pubblico, come le più salutari, ai lettori di « Borsa », può probabilmente spiacere il sentirsi ripetere cose che essi forse pensano e in cui potrebbero recare il conforto della esperienza.

Ma può essere utile, forse anche per questo, riconfermarsi nella convinzione che la cosiddetta « ripresa » degli affari, come fase durevole del ciclo economico, può soprattutto essere assicurata dall'azione degli imprenditori assistiti dai pubblici poteri, nel campo riservato alla loro opera, e non soltanto dalla artificiosa ed isolata manovra degli strumenti (moneta, credito ecc.) di cui essi si servono in funzione delle prospettive di una proficua attività produttrice.

**Ernesto d'Albergo**

## **Battute di colloquio con un filosofo-economista**

### **(Intervista di « Borsa », col prof. Emanuele Sella)**

Un redattore di Borsa ha sorpreso il prof. Emanuele Sella della R. Università di Genova mentre nella sua avita biblioteca esaminava storici manoscritti. Non senza molte insistenze è riuscito a sottoporgli alcune domande, di carattere contingente.

— Che pensa delle possibilità della Conferenza economica mondiale? —

— E' come chiedermi cosa penso di una battuta in una sinfonia che non conosco. Ogni singolo fenomeno va considerato nel flusso melodico ed armonico dei timbri storici a cui appartiene. E' impossibile parlare di divise senza conoscere il meccanismo funzionale di tutta l'orchestra. L'orchestra sono gli stati e i popoli. La sinfonia, la storia.

Se mi è lecito avanzare un giudizio, dovrei dire che il problema della stabilizzazione delle valute è insolubile in sede monetaria, poichè è un corollario delle finalit  organiche dei grandi complessi etnopolitici.

Stabilizzare? In che misura? Su qual base? Per quanto tempo? E' da considerarsi questo come effetto dello jus imperii, o come un rapporto contrattuale? O di « status » inerentemente alle Società delle Nazioni? I protagonisti del dramma odierno possono impegnare direttive future? E chi ci crede?

— Dunque Lei considera il problema monetario come caratteristica della crisi mondiale...

— Ma naturale! Quando mai i vagoni ferroviari hanno imperato sulla volontà degli uomini? I protagonisti del dramma sociale, non sono le macchine: sono gli spiriti.

— Tutti chiedono quando... « passerà » la crisi: cosa ne pensa Lei?

— E perchè dovrebbe passare? Tutto è oscuro, anche nella terminologia. Che s'intende colla parola « passare »?

— Mi sembra chiaro: all'ondata del ribasso dovrebbe seguire quella del rialzo.

— Sì. Ma la cicloide o la sinusoide deformata che è la curva immagine del fenomeno, può essere ricamata su un'altra curva, a priori, qualsiasi. E cioè, in vario modo, crescente o decrescente. Le crisi periodiche di tipo jeevonsiano del secolo XIX sono fenomeni di fluttuazione (o accidenti) di curve espressioni uno stato di benessere crescente in termini di diminuzioni di costi, di produttività, di aumento di popolazione, di euforia del consumo ecc. Chi le dice che le oscillazioni del secolo in corso siano dello stesso tipo? Richiami ad esempio l'andamento dei fenomeni nella Gallia romana, dalla conquista di Cesare alla caduta dell'impero, quali sono descritti dal Sismondi che era non

soltanto uno storico insigne, ma altresì un grande economista. La popolazione decresce, con i redditi, con l'aumento delle spese pubbliche, con il crescente insopportabile onere fiscale. Le « élites » si esauriscono. I barbari più che alle porte urgono per entro il sistema. Crede Lei che la crisi finisca alla caduta dell'impero? Mai più. Prosegue per secoli. Vogliamo cercare un altro raffronto? La crisi dell'antica Ellade non è finita ancor oggi, nonostante la parentesi dell'impero bizantino. Tornando ai tempi nostri, il divario che passa tra il secolo diciannovesimo e il secolo ventesimo è questo: il secolo diciannovesimo è creazione, il secolo ventesimo è consumo di capitale.

— Ma, allora, ammette Lei che vi possa essere crisi del sistema anziché nel sistema?

— Che vuol dire la parola « sistema »? Il sistema può non essere che il riflesso di una crisi secolare: e cioè, data la crisi, ne ricavo il sistema. Per esempio: il sistema barbarico dei Merovingi dopo il sistema imperiale romano; il socialismo dopo il capitalismo russo. E allora, a che può mutare il sistema? Questo può essere conseguenza di una involuzione storica.

— Dunque anche la conferenza di Londra è inutile?

— E chi glielo dice? Potrebbe essere peggio, se non ci fosse.

**m. f.**



# Una "guida attraverso il caos mondiale",

**"Non ci capiterà mai di trovare stampato nei giornali un bollettino di vittoria con il titolo clamoroso *la crisi è finita*,"**

Esce in questi giorni, coi tipi dell'Hoepli, un volume del dott. Luigi Federici su « *Crisi e capitalismo - Una guida attraverso il caos mondiale* ». Eccone una anticipazione per i lettori di *Borsa*.

**L**a possibilità del ritorno all'oro o, per dir meglio d'un generale ripristino del regime monetario basato sull'oro si riduce in fondo ad una questione di libertà dei traffici. Ma se così è, e se dal ritorno al libero scambio delle merci i popoli potranno ragionevolmente attendersi enormi benefici economici perchè non si sono finora abolite queste benedette dogane? Per due ragioni: anzitutto perchè in ordine pratico la soppressione dei dazi manderà a rotoli i formidabili interessi e i parziali equilibri economici che, in ogni paese, si sono formati dietro il muro doganale. Ovunque si è cercato quindi di ritardare la misura in casa propria mentre la si è sollecitata per le case altrui. Con l'ovvio risultato di non riuscire mai a mettersi d'accordo come del resto, e avvenuto anche per il disarmo che se sarà benefico per i popoli sarà certamente disastroso per le fabbriche d'armi. E poi perchè il neoprotezionismo di oggi è un protezionismo sui *generis* ben diverso, per gli scopi a cui tende, da quello di altri tempi. Cento, cinquanta, trenta anni or sono la chiusura delle frontiere alle merci straniere aveva per ogni paese una finalità nettamente ed esclusivamente economica: anzi, commerciale. Invece oggi la politica delle dogane è in funzione della politica generale dello Stato perchè non mira più a proteggere il commercio e l'industria come attività a sè stanti, ma il commercio e l'industria come fattori dell'indipendenza politica. Il fatto che il dazio sul grano faccia rincarare il pane, che quello sulla ghisa faccia produrre macchine a costo elevato, e via dicendo, ha perduto quindi l'importanza critica che poteva avere una volta. I dazi sono ora istituiti nell'interesse comune e non per favorire questo o quel gruppo di produttori. Di maniera che l'aggravio che essi arrecano alla economia viene considerato come l'inevitabile costo che deve sopportare il paese per acquistare la desiderata potenza o, almeno, sufficienza economica.

Siffatto nuovo concetto di autarchia è, diciamo pure, anch'esso figlio della guerra. Fino al 1914 non si pensava ai danni che potevano arrecare i sottomarini ai paesi in lotta, impedendo il loro vettovagliamento. E se la grande esperienza non doveva andare perduta questo di « bastare a sè stessi » doveva pur essere uno dei suoi frutti.

Senonchè la guerra è passata da quindici lunghi anni e, per quanto forte possa esserci rimasto il suo sapore in bocca, è cosa certa che l'autarchia non sarebbe allignata nel mondo, malgrado la crisi, se non vagassero in aria nubi di sospetto e se ovunque non si respirasse un'aria di bufera. Questa è la verità. Il sospetto per il vicino, il timore per il futuro, l'insofferenza per le situazioni e per i confini attuali sono le cause che hanno determinata la recente politica economica e, nella specie, la prevalente politica di aggressione doganale. Non c'è Stato che non voglia assicurarsi un sufficiente raccolto di grano e una bastevole produzione di ferro, di prodotti chimici e di mille altre merci nella previsione, sia pur lontana e problematica ma sempre possibile e temuta, d'un'altra guerra. Il costo non importa. Ora se questo è vero, com'è vero, si potrà forse sperare in un piano concertato di collaborazione economica — che è quanto dire di divisione internazionale del lavoro e di reciproco scambio delle merci prodotte a miglior mercato — prima che muti la mentalità politica che è ancora una mentalità di guerra? O si potrà, peggio ancora, pensare sul serio a sistemi di economie controllate dagli Stati? Delle due l'una: o il controllo dev'essere internazionale e manca il presupposto d'una collaborazione degli enti politici che dovrebbero esercitarlo; o il controllo dev'essere, caso per caso, nazionale ed allora si creano delle potenze economiche greggianti in autarchia proprio per sottrarsi reciprocamente alla soggezione dei « trusts » stranieri. Ecco perchè i problemi fondamentali della crisi sono di natura politica, ed ecco perchè i rimedi tecnici valgono, isolatamente presi, ben poca cosa.

**P**er uscire dalla depressione occorrerà chiarire prima le fondamentali questioni che turbano la pace degli uomini e che dividono gli Stati. Disarmo, cancellazione dei debiti di guerra e fiducia, soprattutto fiducia reciproca, sono le premesse indispensabili per il nuovo equilibrio economico. Qualunque esso sarà.

Alla causa della pace ha portato un grande contributo il Governo Fascista la cui opera, prudente e lungimirante, è stata ed è sempre orientata, anche nel campo politico, verso il ritorno alla normalità economica. Purtroppo gli altri popoli non ci hanno seguito con la necessaria sollecitudine e sincerità e soltanto dopo il tracollo del dollaro — e cioè quando la situazione generale è di-

ventata insostenibile — i Governi hanno avuto timore delle loro responsabilità ed hanno iniziato quel tentativo di chiarificazione politica che dovrà permettere il ritorno alla prosperità.

Senonchè a proposito di tale ritorno ad epoche più tranquille, più felici e più prospere, bisogna fare alcune esplicite premesse.

Anzitutto i lavori della Conferenza Economica Mondiale non saranno nè semplici nè facili. Posto anche che sia raggiunto un pieno e completo accordo nei più assillanti problemi politici, a Londra verranno sempre in aspro conflitto mentalità e tecniche che sono agli antipodi. Tra l'altro si scatenerà la battaglia fra l'empirismo inflazionista anglo-sassone e l'ortodossia, razionale e lungimirante, dei paesi che non vedono si possa risolvere la crisi modificando il contenuto aureo della moneta e stampando altri biglietti. Prenderà forma anche il contrasto d'interessi che ora è sotto il drappo della protezione doganale.

Poi bisogna avvertire che malgrado qualunque costruttiva coordinazione di sforzi la crisi non finirà mai da un giorno all'altro. Noi siamo ormai abituati a considerare la depressione come uno stato di guerra, e sotto molti aspetti la concezione è esatta. Senonchè a differenza della guerra non ci capiterà mai di trovare stampato nei giornali un bollettino di vittoria con il titolo clamoroso: « La crisi è finita ». La crisi finirà; anche questa come le altre. Ma finirà lentamente, in modo graduale, con un processo di assorbimento del disagio di cui forse — ora per ora — nemmeno ci renderemo conto.

Infine occorre precisare che i mutamenti verificatisi nella struttura economica del mondo non permetteranno mai un completo ripristino della situazione esistente nel 1914. Nessuno s'illuda! Lo sviluppo agricolo dell'America e dell'Australia e quello industriale degli Stati Uniti e dell'Oriente asiatico sono realtà storiche che hanno colpito in modo irrimediabile la posizione, e direi quasi la supremazia, dell'Europa. Allo stesso modo l'aumento della popolazione nei paesi del centro e sud-oviente europeo crea gravi problemi di massa ai quali bisognerà pur provvedere. Ma come? Con la forza o con l'espansione pacifica?

Vi sono uomini d'immaginazione i quali propongono rimedi di fantasia. Così il Sörgel, per fare un esempio, pensa di chiudere il Mediterraneo a Gibilterra, con un canale tipo quello tagliato nell'istmo di Panama, per fare



abbassare il livello del mare di 200 metri e per far emergere 66 mila chilometri quadrati di terra fecondissima. Nulla d'impossibile, senza dubbio, nei riguardi tecnici e finanziari. Senonchè, malgrado tutto, il piano del Sörgel resta, e forse resterà sempre, un'utopia perchè come nel caso della Confederazione europea presuppone una inesistente ed irrealizzabile idea internazionale mentre sottovaluta i concreti interessi politici di ogni Stato mediterraneo.

In ogni modo tali orientamenti di pensiero esprimono la grave preoccupazione per l'avvenire dei popoli europei. Dove premerà la forza del numero? Ecco una cosa che certo non sapremo. Per quanto riguarda l'immediato avvenire è però augurabile che la esuberante massa di uomini d'Europa trovi ancora il tradizionale sbocco negli Stati Uniti: in quell'immenso paese d'immigrazione la cui potenza fu tenuta a battesimo dalle braccia e dai capitali europei, e la chiusura delle cui frontiere agli uomini degli altri continenti non ha meno concorso, dopo tutto, a provocare questo caos mondiale.

**Luigi Federici**

## Soffrite di stitichezza?

Riflettete a queste parole di **Augusto Murri:**

.....l'uso continuato di purganti violenti irrita l'intestino.

*Il Rim invece consegue lo scopo ed evita il danno*  
*Murri*

Preferite dunque il

# 6 RIM

squisiti bonbons di gelatina di frutta.

In tutte le Farmacie

I.A. Agenzia Gen. It. Farmaceutica C. Venetia, M. Milan

## FINESTRA

“Il pessimismo nasce gigante,”  
(Pigou)

**C**hissà perchè; ma quando i titoli ribassano in borsa, i giornali annunziano catastrofi, le conferenze internazionali trovano difficoltà, io comprerei titoli senza esitazione. Invece, tutti vendono. Magari vendono allo scoperto.

Gli è che tra il pessimismo e l'ottimismo non ci sono gradazioni, per il pubblico. O nero, o bianco. O propositi di suicidio, o allegria smisurata. Il pubblico vive di « stati d'animo », e si prende beffa dei discorsi « razionali ». Chi dovrebbe evitare questi sbalzi di temperatura, dal gelo polare al caldo tropicale, è proprio l'uomo d'affari, il cui modo di pensare dovrebbe essere pacato, legato al sillogismo matematico, così come un generale che deve aver pronto un attacco al momento in cui ordina la ritirata.

Invece, sono proprio gli uomini di affari che — con la propria azione suggerita da impulsi irrazionali — creano spesso la piccola palla di neve, inizio della catastrofica valanga. Un piccolo errore diventa in breve una somma di mille piccoli errori nella stessa direzione: e allora il fenomeno procede in un modo curiosissimo. Ad una spinta di 100, presa come causa, si verifica un effetto di 200: si ha cioè disparità sempre maggiore tra la velocità delle cause e la velocità degli effetti. Così, dice scultoreamente il Pigou, « il pessimismo nasce gigante ».

Crisi e ripresa non sono antitesi nette, cosicchè occorre diffidare del pessimismo così come del troppo rapido ottimismo: dalla depressione si esce piano piano, grado a grado, quasi insensibilmente, senza miracolosi salti nella prosperità. I « rimedii infallibili » non ci sono, e non bisogna crederci: i più rinomati fabbricanti di lozioni per capelli sono deliziosamente calvi.

Si è creduto, per un istante che — anzichè agire sui costi, in misura proporzionale agli sforzi di intelligenza e di capacità degli amministratori e dei tecnici, quindi in una gamma di risultati che va dall'impresa marginale all'impresa prospera — si potesse agire, assai più facilmente, sui prezzi, in via uniforme, svalutando la moneta. L'illusione è costata una calvizie che è un calvario a qualche Paese apostolo di questa infallibile lozione per capelli.

La strada è sempre una, per quanto esistano dei viottoli lusingatori. E' una strada che si deve percorrere tutta, con fatica, nelle discese e nelle salite. Il mulletto farebbe forse comodo; ma l'aeroplano non trova « campi di fortuna », e se cade, cade male.

trem.



## Publicazioni ricevute

**BESSIERE GUSTAVE** — *Contre l'inflation et ses risques* - pp. 130 in 16°, Parigi, Dunod, editore, 1933, s. p.

L'ing. B., ex segretario della Federazione degli ingegneri francesi, attacca risolutamente i rischi dell'inflazione, e si pronunzia per una moneta sana. Il libro non è scritto da un economista, ma conclude con saggi rilievi: « Pas d'imprudence, tenir les voies libres, et laisser agir la nature des choses ». E' un po' semplicista, forse, ma da un ingegnere ci saremmo attesi proprio il rovescio.

**BACHI RICCARDO** — *Il mercato delle azioni bancarie in Italia* - pp. 12, estratto dalla « Rassegna Econ. del Banco di Napoli » - Napoli, 1933, s. p.

Il B. nota che il complesso dei fattori che elevano o deprimono il valore di mercato delle azioni bancarie sono in gran parte il riflesso di quelli che elevano il mercato dei valori emessi dalle clienti della banca (particolarmente per le banche che svolgono operazioni di credito mobiliare). Le curve divergono però assai spesso, e il B. ricerca le probabili cause di tale mancata coordinazione. La stabilità delle azioni bancarie solo per gli ultimi anni può essere attribuita alla poca attività degli scambi, stabilità dovuta anche agli sforzi che le banche ordinarie tipicamente svolgono per evitare le brusche oscillazioni dei loro titoli. La sorte dell'azionista ipotetico del complesso delle banche sarebbe quindi stata — dice il B. — meno triste di quella dell'azionista delle altre imprese. Enorme fu il decremento degli affari negli ultimi tre anni, per quel che riflette scambi di titoli: il B. ne ricerca le principali ragioni specifiche.

**PUGLIESE MARIO** — *La finanza e i suoi compiti extra fiscali negli stati moderni* - pagine 36, estratto dalla « Riv. Ital. di Statistica », Bologna 1933, s. p.

Constata che, di fronte a uno stato interventista, anche la finanza si è logicamente trasformata in finanza interventista: è un problema « storico » la cui soluzione dipende dalle condizioni di ambiente. Si verifica quindi la fusione necessaria del principio fiscale puro e di quello dell'intervento. La politica fiscale non è più indipendente. Resta sempre naturalmente a rilevare che altro è la scienza delle finanze, altro è la politica finanziaria.

**KEMPSTER J. W.** — *Banking credit and the crisis* - pp. 390 in 8° - prefaz. di J. Stamp - London General Press, 6 Bouverie Str., London E. C. 4 - prezzo 12/6.

**BATTISTEL-AMIOTTI** — *Grafico Logaritmico delle principali materie prime* - Milano, 1933, via Giulini, 3 - s. p.

Le curve delle quotazioni delle principali materie prime sono riportate in questa interessante tabella, che comprende il periodo 1927-1932.

**AMERICAN PRODUCE TRADING CORP.** N. V. — *Grafico delle quotazioni delle principali materie prime dal 1927 al 1931* (favoritoci dal rappresentante della Casa di Amsterdam, ditta Assaël, Milano, palazzo Borsa, s. p.).

Altro ottimo « strumento » per gli studiosi ed i pratici che vogliono rendersi conto dell'andamento del mercato delle principali materie prime.



# Londra "a sipario alzato"

.. Seconda in importanza solo alla Conferenza di Versaglia ..

(dal corrispondente londinese di "Borsa",)

La Conferenza è « partita ». I capi-delegati di qualcuna delle maggiori nazioni partecipanti hanno già compiuto la serie dei discorsi ufficiali, apertasi coll'indirizzo inaugurale del Re d'Inghilterra e il sobrio riassunto introduttivo del Primo Ministro e Presidente della Conferenza, nel quale un fugace ma netto accenno è stato fatto alla questione dei debiti di guerra che incombe sulle prime giornate dell'imponente convegno.

In primo piano stanno fin da ora le dichiarazioni di Daladier e di S. E. Jung: le prime rigidamente conformi alla ripetutamente affermata posizione della Francia, che si impernia sulla strenua difesa del gold standard all'interno del paese e sulla stabilizzazione delle altre monete — e quelle del nostro primo delegato, sagge e misurate, in difesa del principio della buona moneta —, un severo monito contro le lusinghe dell'inflazione —, in favore di un'azione concorde e simultanea sia riguardo al risanamento della situazione monetaria internazionale, sia per le altre misure comprese nell'agenda della Conferenza.

I primi giorni della nuova assise internazionale, seconda in importanza solo alla Conferenza di Versailles per il numero dei partecipanti e per la gravità dei problemi che è chiamata a risolvere, sono tutti occupati dal resto dei discorsi ufficiali, unanimemente intonati al riconoscimento della necessità di sciogliere il viluppo dei problemi gravanti sull'economia mondiale. Ai lavori veri e propri, alle proposte e trattative concrete si arriverà più tardi. Intanto, mentre si snocciola il rosario delle gremiadi sulla crisi e si alza in tono minore — se non proprio in falsetto — il canto della speranza, giova gettare un rapido sguardo sul programma della Conferenza quale ora si presenta nell'imminenza delle discussioni.

La lettera del programma è rimasta immutata, e si contiene nell'agenda preparata dagli esperti fin dallo scorso gennaio. Comprende, come è noto, due principali sezioni, finanziaria l'una, economica l'altra, e sbocca in sei principali raccomandazioni — soluzioni abbastanza bene discernibili pur nel linguaggio « in bilico » solitamente adottato in documenti consimili.

I « punti » stabiliti nell'agenda degli esperti sono: 1) ritorno generale al gold standard, rimanendo da discutere e fissare il tempo entro il quale i paesi che ne sono fuori debbano ritornarvi, e il livello di parità delle differenti valute; 2) politica di moneta a buon mercato, universale anche questa, per stimolare e poi soccorrere la incipiente prosperità; 3) accordi tra stati creditori e stati debitori, a vantaggio mutuo, preferendo moratorie e altre facilitazioni alla opposta politica delle forzate liquidazioni; 4) rimozione o quanto meno forte attenuazione degli ostacoli al commercio internazionale costituito da provvedimenti eccezionali di carattere doganale o monetario; 5) riduzione delle tariffe doganali attraverso stadi progressivi, con una tregua doganale immediata e successivi alleggerimenti e facilitazioni, avendo di mira il ritorno più generale possibile alla clausola incondizionata della nazione più favorita; 6) un certo grado di cooperazione internazionale per regolare la produzione, considerando tra i mezzi possibili per effettuarla, il controllo dei governi sull'attività economica dei paesi interessati.

Presumibilmente, i vari punti accennati avevano, nella mente degli esperti che li hanno formulati, pari importanza, e dovevano essere attaccati simultaneamente. O meglio, l'attacco del complesso dei problemi da un punto o

dall'altro era considerato indifferentemente, purchè tutti fossero trattati.

Stando alla situazione economico-monetaria dello scorso gennaio e ancora fino alla metà d'aprile, quando gli Stati Uniti decisero l'abbandono del gold standard, la probabile sequenza dei vari punti programmati appariva così: 1) accordo monetario, mantenimento del regime aureo nei paesi che già ne fruivano, progetti di ritorno ad esso ad epoche da decidere nella Conferenza, dei paesi che ne erano fuori; 2) accettato ciò, accordi doganali, facilitati da una parte dalla riduzione delle alea al commercio internazionale, e dall'altra dalle prospettive di miglioramenti economico generale, tutte conseguenti al risanamento monetario.

Già compresi in queste due soluzioni sarebbero già stati, almeno in parte, gli accordi tra stati creditori e debitori, i quali avrebbero servito da modus per le condizioni concrete delle stabilizzazioni monetarie e delle facilitazioni doganali e altre relative al commercio internazionale.

Le raccomandazioni relative al credito a buon mercato e alle conclusioni di intese internazionali per disciplinare la produzione sarebbero probabilmente rimaste allo stato di desiderata: le prime perchè, una volta avviata la prosperità al risanamento monetario e la sbardatura doganale, il credito avrebbe finito per diventare facile da sè (chechè ne pensino i mangiabanche) e i prezzi col salire; le altre perchè estremamente difficili a mettersi in atto tra molti paesi, a volgersi nell'interesse generale a mantenersi nel tempo. Questa interpretazione del programma e della sua applicazione mi sembra fosse l'unica consistente con una unità logica dei suoi punti. Poichè, se invece di fare pietra d'angolo sul punto 1) risanamento monetario e ritorno al gold standard (dopo un possibile periodo di manovra monetaria preparatoria), ci si fosse basati sul punto 2) credito facile, interpretato come più o meno aperta inflazione, si sarebbe perciò stesso invalidato, messo fuori questione il ritorno a monete sane e a stabilità di valute. Anche qui i giri di parole non valgono a mascherare la realtà. O la moneta facile si traduce in credito utilizzato, e allora è inflazione, oppure rimane lettera morta, come insegna la esperienza degli Stati Uniti nell'inverno 1931-32 e nella successiva primavera. E con siffatta premessa la riduzione delle dogane sarebbe rimasta campata in aria peggio di prima.

A questo punto un osservatore spassionato non può fare a meno di notare che il programma ginevrino è troppo largo, comprende troppi scopi. Per la chiarezza delle discussioni e per raggiungere risultati concreti valeva meglio senza dubbio concentrare gli sforzi su un solo obiettivo, e precisamente sul risanamento monetario, che era il più comprensivo di tutti, il minimo comune multiplo di tutti gli altri. Quelli, infatti, che secondo la esigenza logica sopra tracciata, sono dei corollari, corrono rischio di essere assunti come scopi autonomi, a tutto danno delle idee e della pratica risanatrice. Il problema è molto più complesso in teoria e in pratica, quando invece di un solo fine chiaro, energeticamente posto avanti, ve ne siano parecchi, tra loro collegati, senza preliminare indicazione della loro gerarchia di valori.

Si dà adito a discussioni, a casuismi, a proteste insincere di buona volontà condizionata da ciò che gli altri partecipanti faranno. Nascosti volta a volta dietro questo o quel problema particolare, la cui soluzione dipende dalle decisioni altrui, è possibile giocare a rim-

piattino all'infinito e fare della Conferenza un torneo di buone intenzioni senza pratico risultato.

Dopo l'abbandono del regime aureo in America, le prospettive sono radicalmente mutate. Pur rimanendo valida la lettera del programma, si è alterata l'importanza relativa dei vari punti e l'ampiezza del programma nel suo complesso, e la possibile linea di azione non appare più quella di prima.

Anzitutto, il ritorno al regime aureo sembra per ora fuori questione per l'America e la Gran Bretagna. Quel che si può ragionevolmente proporre e sperare di raggiungere (come nota Sir Arthur Salter in un articolo sul Times) è una stabilizzazione del dollaro e della sterlina su un livello di cambio da scegliersi più tardi, dopo un periodo di stabilizzazione di fatto delle due monete in base a fattori normali di movimento commerciale e di capitali. Che è quanto dire « campa cavallo... ».

Per le dogane, sempre secondo il Salter, ci si dovrebbe contentare di accordi regionali, tra gruppi ristretti di Stati, nella speranza che servano di incentivo a successivi accordi più generali. Addio clausola della nazione più favorita. E, allo stato delle cose, non si può dire che Salter sia esageratamente pessimista.

La panacea del credito facile, coll'illusione che possa riuscire a rialzare i prezzi in tutto il mondo, sembra stia per diventare il piatto forte della Conferenza, sul quale peraltro è poco probabile trovare un accordo generale date le resistenze dei paesi a base aurea come la Francia, l'Italia, il Belgio, l'Olanda, la Svizzera.

Gli accordi tra creditori e debitori — almeno per quanto riguarda uno dei maggiori interessati, la Germania — già sono in corso, di buona o di mala voglia, dopo la dichiarazione di moratoria sui debiti a lungo termine a partire dal primo luglio prossimo, epilogo delle recenti conversazioni indette dalla Reichsbank.

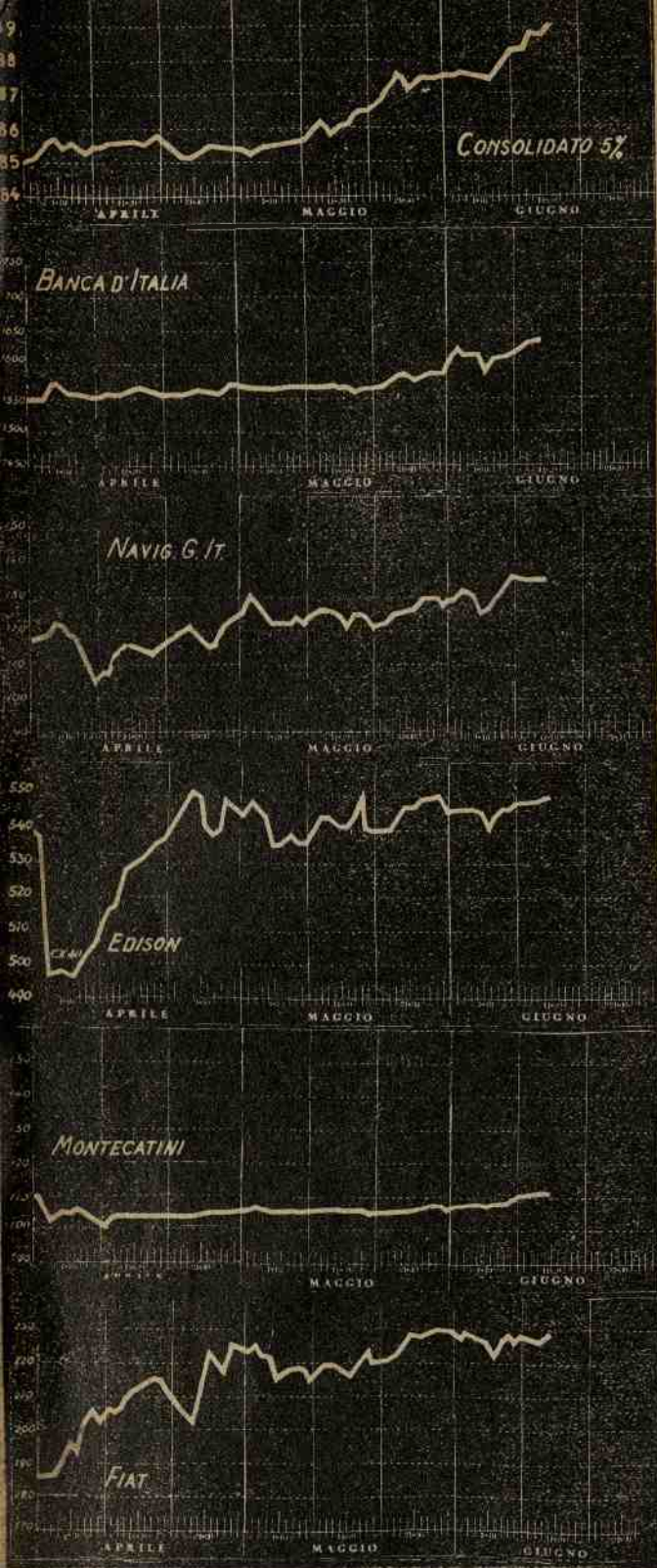
E' significativo che Daladier, al momento di lasciare la Francia per partecipare al Convegno internazionale, abbia ottenuto dalla Camera il potere di modificare le tariffe doganali mediante decreto (e non certo per diminuirle), che Roosevelt sia stato similmente investito dal Congresso del potere di porre nuovi freni alle importazioni in America, che mentre in Gran Bretagna si proclama la necessità di sciogliere i vincoli del commercio internazionale sia stato approvato il progetto di legge sugli scambi di prodotti agricoli, che praticamente restringe le importazioni al margine di domanda residuo dopo collocata l'intera produzione nazionale, di alcune principali derrate dei paesi maggiori, quello che fa migliore figura per la coerenza del suo atteggiamento è senza dubbio l'Italia, la quale, ferma al principio della buona moneta, non è corsa come gli altri ai « ripari » doganali dopo i recenti turbamenti monetari americani, e si attiene ora come prima alla clausola della nazione più favorita.

E' superfluo, in tali condizioni, unirsi al coro dei pessimisti. Può essere di maggior buon gusto recitare un ennesimo atto di fede, in attesa che l'atmosfera si chiarisca: poichè, se è vero che un eventuale insuccesso della Conferenza non sarebbe poi la fine del mondo — nonostante l'opinione contraria di alcuni che per ironia di cose sono tra i maggiori responsabili della sua presente aggravata difficoltà — esso darebbe pur sempre un nuovo grave colpo alla fiducia e direttamente retarderebbe il ritorno della ripresa.

Carlo Pagni



# M e r c a t o



## B O R S A

Alcuni operatori ci avevano suggerito di istituire un albo dei loro colleghi che non hanno ancora cercato ordini al nuovo Istituto dispensatore di lavoro.

Poichè non abbiamo alcun interesse a tenerci buono questo o quell'uomo, poichè siamo contrari a qualsiasi forma di esibizionismo, poichè è logico che gli operatori vadano a cercare gli ordini precisamente da chi li dà, pur riconoscendo che l'albo proposto non ci sottrarrebbbe molto spazio, siamo costretti a lasciar cadere l'idea.

\*\*\*

Non essendo stato reso pubblico il risultato delle indagini svoltesi tempo fa sulla natura dei compratori e dei venditori di alcuni titoli, crediamo poter asserire che i risultati si possano brevemente riassumere così: alcuni titoli furono venduti da chi li aveva comperati (o sottoscritti) precedentemente. Altri titoli sono stati comperati da chi desiderava averli nel proprio portafoglio.

### Milano, 17 giugno

Il mercato dei valori di New York, malgrado la notevolissima attività, sta perdendo le caratteristiche internazionali, poichè i fatti ed i fattori interni influenzano in modo preponderante quella borsa. E' per questo che le borse europee non risentono che in minima misura le variazioni giornaliere di Wall Street. Le variazioni del dollaro determinano la tendenza di New York e, in quest'ultimo periodo, la disavventura di un titolo ferroviario ha influito su quell'importantissimo comparto.

Le borse europee seguirono con molto interesse, invece, gli avvenimenti e le decisioni della Germania. Scontata la moratoria tedesca, la firma del patto a quattro, ha ridato attività e tono, ma la Conferenza di Londra, in questi ultimi giorni ha fatto assumere a tutti i mercati un contegno d'attesa.

Se, da un lato Parigi è stata assai movimentata, ed in complesso ferma (salvo le due ultime riunioni, che furono deboli e meno attive). Londra, invece persiste ad essere calma e irregolare. Berlino subisce ancora un faticoso travaglio, che non può certo favorire la speculazione.

Le nostre borse hanno trascorso quest'ultimo periodo assistendo a due fenomeni distinti ed indipendenti: da un lato, una minor attività speculativa, che non è andata a scapito del contegno dei titoli azionari; dall'altro, una vivace ripresa del movimento dei titoli dello Stato: la firma del patto a quattro, il successo delle obbligazioni ferroviarie e le speranze su Londra, hanno portato Consolidato e Rendita di nuovo verso i massimi prezzi raggiunti in questi ultimi anni.

Nel mercato azionario persistono le caratteristiche già messe in luce altre volte: ogni giorno vi è un titolo che concentra ed accentra l'attenzione degli operatori, poi, senza che accadano fatti nuovi, il preferito ritorna nelle file. Se il paragone non fosse irriverente, diremmo che, così, il mercato sembra il quadro finale di una rivista: ogni attore, per turno, si stacca dal semicerchio formato da tutta la compagnia e, davanti al suggeritore, canta un breve «couplet» e si ritira nel gruppo, per lasciare il posto al successivo. I migliori cantano più volte.

Le Italgas, da oltre novantamila azioni scambiate in una riunione, passano ad un migliaio, le Cotoniere, le Petroli, le Montecatini, ed altre, raggiungono o superano in una sola seduta il 50% dei titoli trattati.

Unica eccezione in questo campo, le famigerate Lanificio Rossi: in tre riunioni ne vennero scambiate cinquantacinque, ed il titolo registrò quattrocento punti di rialzo.

Nel complesso, salvo appunto rare eccezioni (oltre le Lane Rossi, vi è stato il movimento delle Cementi, di minor ampiezza, ma con scambi più intensi), il mercato dimostra di aver perfettamente digerito gli acquisti, di aver perso una buona parte della sua vitalità, per la logica ragione che i risultati della Conferenza di Londra potranno influire non poco sulla situazione mondiale, od almeno, sulle speranze che vi si fondano. Per la verità, però, l'attesa era dovuta anche al fatto concomitante della scadenza del 15 giugno ed a un naturale periodo di riposo nell'attività speculativa, dopo il lungo ed ininterrotto rialzo.

Mettiamo in luce questo fatto, perchè non si creda che molto s'aspetti da Londra: di peggio, non è possibile, per quanto si riferisce agli scambi internazionali ed alla babele monetaria; e ciò anche perchè forse, effettivamente molti partecipanti sono animati dalle migliori intenzioni, per quello che si riferisce alle misure che dovrebbero prendere tutti gli altri paesi. Lo scetticismo che accoglie ormai questi grandi consessi permetterà di accettare tutto quanto verrà concluso con maggior entusiasmo.

Per ora, ecco giustificata la benevola attesa del nostro mercato, per quanto si riferisce ai fattori internazionali. Ma vi sono ancora altre ragioni, d'ordine locale: ogni giorno, quasi, si hanno notizie di movimenti di quantitativi notevoli di azioni, movimenti che devono con-

cludersi con l'assestamento di Società o di gruppi.

La prossima assemblea dell'Adamello, ad esempio, approverà l'operazione proposta dal Consiglio, per giungere alla sistemazione del gruppo.

Si sussurra che, nel campo elettrico, questa sia la prima di una serie di movimenti che dovrebbero concludersi col risanamento di alcune industrie e la riorganizzazione di alcuni nuclei produttori e distributori.

Le prossime assemblee, e sono sufficientemente numerose, daranno altri elementi per giudicare dell'andamento generale dell'attività del Paese. Da esse trarranno, gli azionisti, forse, nuovi spunti e nuove direttive per il futuro immediato.

M. S.

### Londra, 15 giugno

Sul mercato londinese è continuato con notevole intensità il vivace ritmo delle contrattazioni, senza per altro provocare notevoli spostamenti nelle quote. Durante le conversazioni di Berlino e dopo la dichiarazione di moratoria i valori tedeschi hanno dato prova di debolezza, riprendendosi, in seguito, per una reazione in senso rialzista. Sono stati soggetti di grande interessamento i titoli auriferi sud-africani, con alterne vicende in riflesso alle notizie e ai commenti intorno alle nuove imposte: il progresso segnato nelle quotazioni del 10 corr. è stato poi compensato dalla pesantezza delle riunioni successive. Le notizie intorno alla situazione politica nell'Estremo Oriente hanno fatto progredire i titoli giapponesi e cinesi. I titoli industriali sono generalmente fermi. L'indice quotidiano elaborato dal «Financial News» su trenta titoli industriali si aggira su 73.73,2 pari al massimo raggiunto lo scorso anno. Gli scambi sono intensi nel gruppo «Trasporti e comunicazioni», mentre sono ridotti nel gruppo dei titoli petroliferi per le non incoraggianti notizie sull'industria e sui pozzi negli Stati Uniti. La quota complessiva dei titoli a reddito fisso è immutata.

L'attenzione degli operatori è concentrata sullo svolgimento dei lavori della Conferenza Economica per la quale non si nutrono molte speranze, dato anche l'aggravarsi del problema monetario in seguito al ribasso del dollaro e del marco.

### New York, 15 giugno

L'attività del mercato si mantiene assai intensa e le quotazioni sono tutte in aumento, anche per riflesso della debolezza del dollaro. Appare ormai superato quel temporaneo arresto verificatosi nelle ultime settimane di maggio allorchè mentre anche il volume degli affari tendeva a contrarsi, l'indice dei prezzi, nei calcoli del Fisher, saliva solo da 40.8 a 42.8. Nella prima settimana del mese corrente, invece, l'indice delle quotazioni sale a 46 prima e a 48 poi, con un attivissimo volume di scambi, che tocca il massimo di tutto questo agitato periodo.

Unica eccezione al generale rialzo è data dal confronto delle ferroviarie, dove insieme alla

### Gli indici "borsa" del

	Banche	Assicurative	Minerarie	Meta-urgiche	Mechanich e automobilitistiche	Chimiche
Dicembre 1932 . . . . .	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2-7 gennaio (1 sett.) . . . . .	101.47	102.07	103.82	103.13	100.99	131.14
30 gen.-4 febr. (5 sett.) . . . . .	103.77	106.18	118.83	120.23	119.06	117.72
27 febr.-4 marzo (9 sett.) . . . . .	101.43	104.41	113.70	105.20	106.53	107.84
27 marzo-3 apr. (13 sett.) . . . . .	98.71	104.03	111.10	107.27	104.92	107.84
24-29 aprile (17 sett.) . . . . .	98.01	109.11	113.86	105.58	120.06	112.18
1-6 maggio (18 sett.) . . . . .	97.99	107.26	104.69	111.97	120.27	110.90
8-13 maggio (19 sett.) . . . . .	98.02	109.32	104.84	111.01	121.72	108.52
15-20 maggio (20 sett.) . . . . .	98.48	111.59	106.77	112.65	124.91	107.40
22-27 maggio (21 sett.) . . . . .	98.92	116.56	108.38	113.66	126.94	115.22
29 mag.-3 giug. (22 sett.) . . . . .	99.03	115.85	108.85	112.61	125.56	116.75
6-12 giugno (23 sett.) . . . . .						



# v a l o r i

Atchison, che ripiega a causa del ridotto dividendo trimestrale, anche altri titoli marcano un tempo d'arresto. La causa è altresì da ricercarsi negli attuali propositi dell'amministrazione di Roosevelt in ordine alla sistemazione delle ferrovie. Frattanto l'indice del comparto, calcolato dalla Standard Statistic Company Inc. passa da 41.5 il 31 maggio a 42.8 il 7 giugno, mentre l'indice complessivo per 404 azioni sale da 68.7 a 72.8. I minimi toccati lo scorso anno erano 13.1 per i ferroviari e 32.8 per l'indice complessivo, calcolato con base 1926 = 100. Il saggio di capitalizzazione di 50 titoli significativi, che aveva toccato il massimo del 10% nello scorso anno, scende dal 3.25 al 3.10%. Il volume degli affari è sempre intenso: contro una media giornaliera di 5.650 mila titoli trattati nella settimana chiusa col 3 giugno, nei giorni successivi le contrattazioni sono salite fino a 6.640 mila titoli il 7 giugno. Il valore di borsa delle azioni quotate, che era di 19.701 milioni il 1. marzo, è salito a 26.815 milioni il 1. maggio e a 32.473 milioni il 1. giugno.

Notevole successo hanno avuto le recenti emissioni del tesoro americano per complessivi 900 milioni di dollari; le obbligazioni, con una durata di 5 e di 9 anni, che contenendo una clausola che le esentava da ogni imposta, non contemplavano naturalmente la clausola oro. Le sottoscrizioni hanno superato i 5 miliardi, più di cinque volte, cioè, le somme domandate.

La fermezza di Wall Street è stata poi alimentata dall'approvazione del « bill » che conferisce a Roosevelt i poteri per favorire i rialzi dei prezzi con controlli sulla produzione, formazione di intese, diminuzione delle ore di lavoro, aumento dei salari ecc.

## B I L A N C I

### Soc. Gen. Elettr. dell'Adamello

Confronto del bilancio precedente con quello che verrà presentato alla prossima assemblea (in milioni di lire con un decimale). Il Consiglio proporrà la distribuzione di un dividendo di L. 4 per ogni azione del valore nominale di L. 250. L'ultimo dividendo venne distribuito per l'esercizio chiuso al 31 marzo 1930, in L. 14 per azione.

	31-3-1932	31-3-1933
<b>ATTIVO</b>		
Cassa	0,1	1,0
Impianti	572,0	706,7
Beni immobili	13,6	7,1
Merchi in magazzino	3,8	2,6
Materiali in servizio ecc.	9,1	7,5
Partecipazioni	103,2	79,5
Valori di proprietà	46,0	12,5
Debitori	58,4	49,1
Avalli e fidejussioni	33,0	22,5
Azioni Allione non cambiato	—	0,1
Dep. tit. presso Cassa Dep. e Prest.	—	1,6
Dep. amministratori	0,9	0,5
<b>PASSIVO</b>		
Capitale	450,0	400,0
Riserva ordinaria	9,5	12,3
Riserva straordinaria	2,7	2,7
Fondo ammort. e rinnov. impianti	68,1	100,0
Obbligaz. 4½ e 6%	88,3	86,0
Mutuo 7% in dollari	119,3	118,3
Fondo previdenza impiegati	0,5	—
Creditori	131,8	143,9
Avalli e fidejussioni	33,0	22,5
Ex azionisti Allione	—	0,1
Dep. amministratori	0,9	0,5
Dep. utenti distribuzione	—	0,1
Utile esercizio	(1,2)	6,9
	905,1	890,7

## quotazioni dei titoli

Immobiliari	Alimentari	Navigh-zione	Finanziario	Varie	Indice gen. azioni	Obbligaz. fondiarie	Obbligaz. industriali	Obbligaz. gar. Stato	Indice gen. obblig.
100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
102.49	91.27	97.39	99.48	101.73	101.60	100.08	100.63	111.19	100.37
110.23	103.70	109.91	105.26	110.45	108.82	100.51	103.53	102.68	101.31
102.51	100.20	101.40	99.21	105.64	104.16	100.51	102.62	101.40	100.94
104.30	101.25	94.78	89.45	100.86	103.45	100.62	103.11	100.40	100.88
108.46	93.52	87.20	86.01	108.23	104.40	100.93	103.19	100.15	101.05
110.26	102.16	87.56	97.05	110.67	105.47	100.92	103.16	100.24	101.06
108.83	101.48	88.11	96.26	110.49	104.81	101.02	103.23	100.32	101.16
110.08	101.87	87.79	96.65	111.15	105.23	101.09	103.01	100.36	101.18
110.82	106.29	86.81	99.05	113.51	107.03	101.07	102.87	100.70	101.22
111.76	110.83	83.95	101.50	116.77	108.91	101.09	102.89	100.65	101.22
110.47	109.91	82.76	100.42	117.19	108.36	101.14	102.87	100.79	101.29

## Esami di bilanci

### S. A. Saline ed industrie della Somalia settentrionale "Migiurtinia"

Centotrentasette azionisti presenti, due ore di discussione, capitale ridotto da 40 a 20 milioni, e nemmeno una riga sui cosiddetti giornali finanziari. Ecco una relazione moderna, concisa, ed espressiva come gli affreschi della Triennale.

La « Migiurtinia » è una società che avrà certo un grande avvenire, ed ha avuto un passato assai procelloso ed infine ha suscitato l'interesse del pubblico nel 1930, quando, in occasione dell'aumento di capitale da 30 a 40 milioni, venne lanciato il titolo fra i risparmiatori.

L'assemblea, come spesso accade, non ha portato molta luce alla situazione della Società, poichè gli oratori si sono limitati ad esaminare come fosse possibile raggiungere l'accordo tra l'attuale Consiglio d'amministrazione ed un gruppo che desiderava ottenere qualche posto nel Consiglio stesso.

L'accordo non fu difficile e l'assemblea venne tolta, dopo l'approvazione della lista dei nove Consiglieri (sei su sette del vecchio Consiglio e tre nuovi).

Un ex-amministratore tentò la propria difesa, non richiesta, in quanto appartenente al passato ormai lontano, ma venne reso silenzioso da alcune efficaci parole del Presidente, che richiamò alla memoria dell'ex, pochi fatti ma assai significativi, riferentisi alla passata gestione.

Dalla relazione al bilancio, risulta che i progressi raggiunti dall'organizzazione industriale e commerciale sono notevoli e lasciano sperare molto nel futuro, anche per il fatto che i prezzi del sale registrano un principio di ripresa, ed i costi si sono ridotti, nel corso del 1932 del 60 per cento.

L'utile industriale sarebbe stato di oltre cinquecentomila lire, ma i pesi finanziari e « l'irreale valore bilanciato degli impianti » (dalla relazione dei sindaci) portano ad una perdita dell'esercizio di oltre un milione, malgrado un concorso governativo di cinque milioni, e per quarto gli ammortamenti si siano limitati a poco più di un milione, su oltre 111 di impianti.

La situazione è questa: con un capitale ora ridotto a 20 milioni, ve ne sono più di 77 di mutui governativi, 8.250.000 di debito ipotecario verso il Credito Italiano, e 3.752.400 verso diversi creditori. All'attivo, oltre alla voce giudicata troppo ottimista dai sindaci, ve ne sono altre di non grande importanza, salvo la *rimanenza sale*, che ammonta a 3.614.135 lire (in aumento di quasi un milione sull'anno precedente).

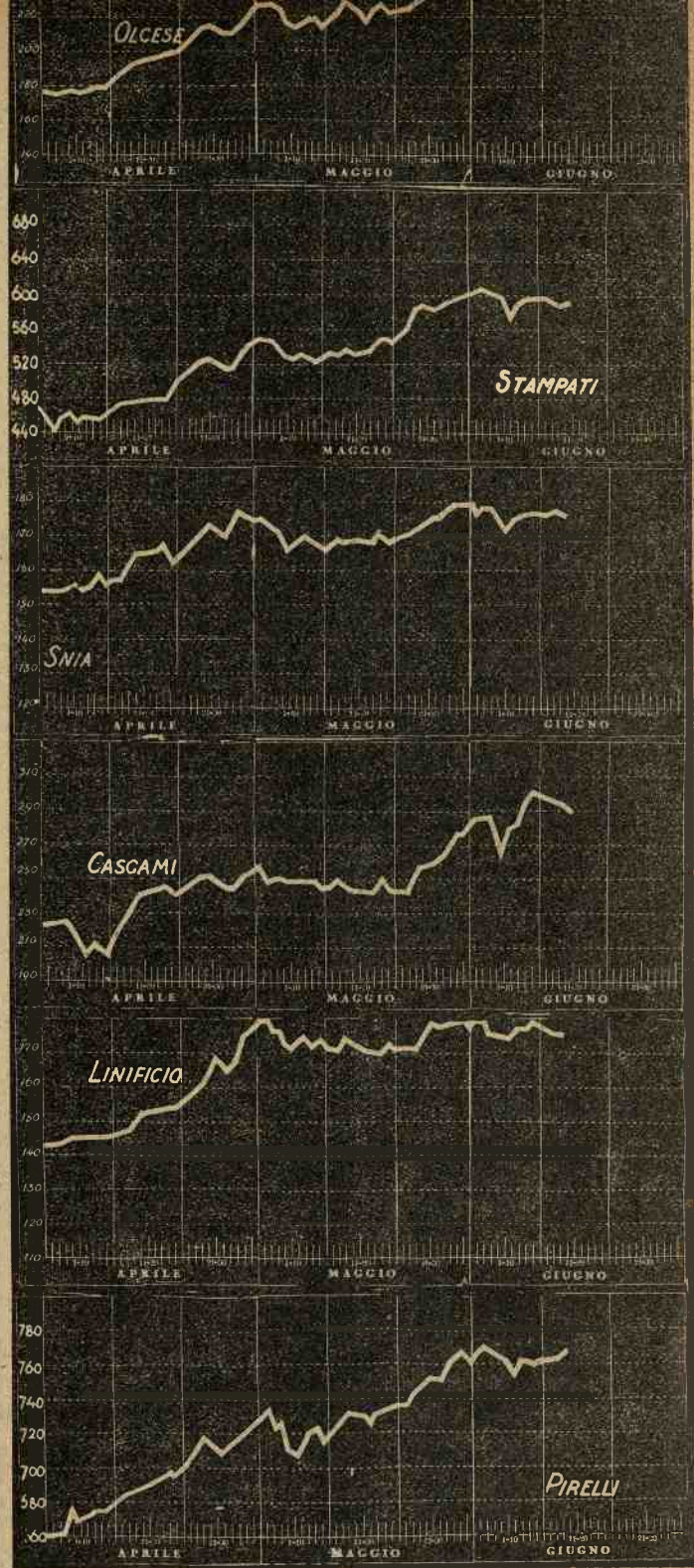
Il conto Spese e Rendite porta la voce « Rimanenza sale » all'entrata e all'uscita, il che ingenera confusione, sarebbe più chiaro un conto esercizio, il cui saldo dovrebbe esser portato poi nel conto Rendite e Spese.

La costituzione di una riserva straordinaria di 8.789.464 lire (differenza tra i 20 milioni di svalutazione del capitale e 11.210.536, perdita degli ultimi due esercizi), quando non vi è riserva ordinaria e quando la valutazione degli impianti è giudicata irrealistica dai sindaci, forse non è eccessivamente logica. Si può considerare poi praticamente inutile, giacchè si attende una soluzione del problema dei debiti e della deurtazione nel valore degli impianti.

L'interessamento dimostrato dal Governo per questa azienda, anche attraverso le parole del Presidente della Società, lascia sperare in una pronta sistemazione; prima che questa sia avvenuta, sarebbe inutile esaminare più a fondo la situazione.

La riduzione dei costi, lo studio degli sbocchi, la politica di raccoglimento instaurata dal nuovo Consiglio dovrebbero dare i loro frutti in avvenire.

M. S.



## Associazione tra Commissionari di Borsa e Cambiavalute

Il Comm. Pietro Giuseppe Pozzi, Presidente dell'Associazione Nazionale Sindacale fra Ditte e Commissionari di Borsa e fra Cambiavalute, è stato nominato Delegato al Consiglio Nazionale della Confederazione Nazionale Fascista del Credito e della Assicurazione, per il biennio 1934-'35.

\*\*\*

Il Consiglio Direttivo della Associazione Nazionale Sindacale fra Ditte e Commissionari di Borsa e fra Cambiavalute nella sua seduta del 5 giugno corr. sotto la Presidenza del comm. Pietro Giuseppe Pozzi ha nominato Segretario della Associazione stessa il Dott. Ottorino Capuzzo.

## Notizie della Borsa di Milano

Nuove richieste di nomina di commissari — Soc. An. Banco Cambio già Vicini e Bossi, per il rag. Giacomo Mambretti e il sig. Augusto Vicini.

Richieste di nomine di rappresentanti di agenti di cambio — rag. Guido Norsa per il rag. Gino Norsa.



# L e m e r c i e i p r e z z i

## Prezzi oro e prezzi carta

La caduta del dollaro, privandoci del termine di confronto che precedentemente era utilizzato per ricondurre alla base aurea gli indici dei prezzi dei vari paesi, ci fa perdere di vista le variazioni effettive dei prezzi stessi. Non tanto per l'Italia, la cui valuta è stabile rispetto alle altre divise auree, quanto per l'Inghilterra, la cui sterlina ha subito non indifferenti fluttuazioni.

Conviene pure accontentarsi, e dall'esame dei nostri consueti indici rilevare come nella prima settimana di giugno si sia avuta una rapida ascesa degli indici dei prezzi all'ingrosso sia in Italia, come in Francia e in Inghilterra, ciò che farebbe ritenere in atto una effettiva inversione della tendenza pur senza il ricorso a mezzi monetari di stimolo.

L'indice dei prezzi negli Stati Uniti continua la sua vivace ripresa già segnalata, è utile rilevare come attualmente l'indice dei prezzi segni un progresso del 10% mentre a circa il 20% ammonta attualmente la svalutazione della moneta. Da ciò si può dedurre come i prezzi interni non stiano troppo indugiando nel cercare di compensare il deprezzamento della valuta; se però considerassimo lo stesso indice espresso in oro non mancheremmo di rilevare un andamento decrescente.

INDICI DEI PREZZI ALL'INGROSSO (1913 = 100)

	Italia lire corr.	Francia fr. corr.	Inghilterra carta	Germania	Stati Uniti
1930 media . . .	411	545	111	124	123
1931 » . . .	341	464	92	111	102
1932 » . . .	309	407	89	96	88
1933 gennaio . . .	296	388	87	91	80
febbraio . . .	292	389	86	91	79
marzo . . .	287	386	85	91	80
aprile . . .	282	386	86	90	82
maggio . . .	282	383	88	92	86
giugno 1 <sup>a</sup> . . .	285	386	89	93	90

Questo calcolo è stato fatto dall'Annalist in base al suo indice costruito sui prezzi di alcune merci a New York. L'indice, con base 1913 = 100, dava 81.9 come media del mese di marzo; alla fine di maggio era salito a 92.7, con un aumento del 13% circa. Lo stesso indice, calcolato in oro in base al cambio col franco francese, svizzero, belga e col fiorino, discendeva da 81.4 a 77.3. La ragione di questo andamento è evidente: nel calcolo dell'indice sono infatti considerate delle merci il cui mercato, tipicamente interno, non risente ancora della svalutazione estrema della moneta e che non è sensibile alle promesse dell'inflazione.

Non così invece le merci che hanno un mercato internazionale e che, per essere quotate sul mercato a termine, risentono fortemente l'influsso della speculazione. Già rilevammo, infatti, come per alcune di queste merci il rialzo dei prezzi sia stato superiore al deprezzamento del dollaro.

Sui mercati italiani, hanno avuto un andamento abbastanza sostenuti i prezzi dei grani, pur ripiegando dai massimi toccati nei primi giorni di giugno, subito dopo le decisioni del Comitato permanente dei grani. Unico andamento interessante ha avuto il mercato serico, il cui esame pubblica qui il nostro corrispondente, al quale lasciamo la penna; non senza prima esprimere l'augurio che alla Conferenza di Londra si riesca veramente a concertare le misure concordate per provocare quell'effettivo rialzo dei prezzi che ne costituisce uno degli scopi più importanti.

C. V.

## Il mercato serico

La violenta reazione che il mercato internazionale della seta ha presentato agli ultimi avvenimenti economico-politici, era stata da tempo prevista dagli studiosi di questa attività industriale e commerciale: s'attendeva il momento, anzi, il fatto che avrebbe sciolto l'innaturale sistema «prezzi-sfiducia» e dalla durata e dalla profondità della compressione, si speculava l'ampiezza della corsa di ricupero; ma perfettamente circoscritta era ormai la situazione di squilibrio nella quale permanevano le quotazioni dei prodotti sericoli, che avevano interrotta ogni correlazione con i costi di produzione della materia, col suo valore d'impiego, in rapporto con quello degli altri tessuti.

Era stato seguito sempre con interesse il fenomeno del costante ridursi degli stoks mondiali dei filati: le cifre ufficiali, già dalla fine del 1931, denunciavano che la produzione s'era ridotta a non più coprire nemmeno la richiesta di una tessitura che batteva a ritmo rallentato e d'un consumo che aveva orientato il gusto verso la lana ed il rayon, sicchè, ogni mese, si metteva mano alle riserve accumulate negli anni in cui le previsioni felici avevano largo corso. Le ultimissime rilevazioni davano una esistenza ufficiale presso New York (il più importante mercato d'importazione) di circa 40 mila balle (240 mila chilogrammi), inferiore, dunque, alla fornitura richiesta dalle tessiture americane in un solo mese di lavoro.

Nè è a credersi che la filatura fosse pronta a fronteggiare rapidamente una migliore disposizione: in Italia, fino all'intervento delle provvidenze governative in favore dell'industria serica, (e cioè fino al marzo scorso) oltre il cinquanta per cento degli stabilimenti sono stati posti in disarmo, costretti all'inattività dalla scarsità del raccolto bozzoli dell'annata scorsa e dalla impossibilità di esercizi remunerativi; in Giappone, se è vero che le filature di seta godono di costi di produzione sensibilmente inferiori ai nostri, condizioni generali economiche particolarmente difficili, sono intervenute a ridurre anche colà, l'efficienza di quest'industria.

Infine, e ripetiamo solo per conservare l'organicità della esposizione, i corsi internazionali dei prezzi, imponevano alle filature italiane nel mese di gennaio (ci mancano gli elementi per redigere un bilancio sufficientemente reale di costi e dei ricavi delle filature nipponiche) una perdita che s'era elevata in media ad un livello variabile fra le 2 e le 4 lire per chilogramma di seta prodotta: donde, la selezione (provvidenziale, abbiamo scritto noi allora) delle organizzazioni industriali e la caduta di quelle meno dotate e peggio organizzate.

Dunque, la condizione per un rovesciamento delle tendenze sussisteva ed era ancora matura; e ben a ragione, l'osservatore dai nervi ancora a posto (non l'uomo dell'industria, vogliam dire) considerava i larghi acquisti che la «Gerli e Co.» di New York aveva operato sul nostro mercato in marzo ed aprile, col favore delle disposizioni governative, come un'ottimo affare e come il raggiungimento di una condizione di salubrità del mercato italiano (si calcola che quasi 2 milioni di chili di seta siano stati venduti oltre frontiera, mercè lo stimolo del premio governativo sulla produzione) quale da oltre un decennio non si conosceva.

\*\*\*

Gli avvenimenti monetari e politici degli ultimi giorni sono a tutti noti: essi hanno coinciso — interessante avvicinamento — con un deciso orientamento della moda verso l'impiego della seta naturale: a New York, a Yokohama, speculazione ed industria, rovesciate le tattiche entrate ormai nella tradizione, han cercato affannose e spettacolose coperture, ripetendo su quelle borse quegli ormai noti episodi di frenesia collettiva che fan talvolta dubitare della idoneità di questi istituti ai compiti loro prefissi: decine di migliaia di balle contrattate, scarti di prezzo di 7, 8 lire, in una sola seduta. A Milano, grosse case estere esportatrici, hanno offerto, per forniture ingenti,

dieci lire di sovrapprezzo su quello che avevano pagato tre giorni innanzi; ma in generale, quest'ultimo mercato, si presenta alla congiuntura estremamente sprovvisto e disassortito e con la prospettiva di un prossimo raccolto bozzoli assolutamente insufficiente.

L'incremento totale medio dei prezzi delle sete sui tre mercati d'interesse, si aggirava a tutto il giorno 15 corr. sul 33 per cento, il che sta a dimostrare come esso abbia scontato non il solo abbandono della parità aurea da parte del dollaro.

L. Ussi

## Il mercato marittimo

Il mercato internazionale dei noli, che verso la fine del 1932 accennava a segnare qualche ripresa, dal mese di febbraio in poi ha risentito di una sempre crescente debolezza. I numeri indici generali dei tassi dei noli per trasporti a carichi completi, elaborati dai Lloyd's List e pubblicati in Italia dal Corriere mercantile (1923 = 100) danno il seguente andamento:

I trimestre 1932 . . . . .	69,99
II » » . . . . .	66,95
III » » . . . . .	63,68
IV » » . . . . .	67,54
I » 1933 . . . . .	66,50
aprile » . . . . .	63,45
maggio » . . . . .	62,60

Notisi che questi numeri indici, così come quelli elaborati dalle altre fonti inglesi (Chamber of Shipping, «The Economist») sono preparati su dati in valuta cartacea, prevalentemente inglese ed americana.

Il Consiglio provinciale dell'Economia Corporativa di Genova, che elabora un numero indice dei noli per il trasporto del carbone dal Regno Unito e dagli Stati Uniti all'Italia, ha introdotto, dal settembre 1931, il calcolo dei noli oro. Tale numero indice ha avuto le seguenti variazioni (1922-25 = 100):

I trimestre 1932 . . . . .	44,63
II » » . . . . .	46,68
III » » . . . . .	42,87
IV » » . . . . .	41,21
I » 1933 . . . . .	40,82
aprile » . . . . .	41,65
maggio » . . . . .	47,96

Il miglioramento dimostrato negli ultimi mesi da questo numero indice si riferisce, come si è detto, esclusivamente al gruppo di rotte indicato.

La situazione dell'industria armatoriale, efficacemente espressa dalla sintesi dei numeri indici, è in tutto il mondo straordinariamente grave e più, forse, di quella di ogni altra industria risente del rallentamento notevolissimo degli scambi internazionali. Ridottissimi questi, secondo il computo della Società delle Nazioni, di oltre il 50% dal 1929 al 1932, si è in uguale misura ridotto il contributo portato dalle marine mercantili (per le nazioni per le quali i dati sono a nostra conoscenza) alle bilancie dei pagamenti internazionali dei rispettivi paesi.

La crisi marittima ha portato come diretta, sebbene alquanto sfasata, conseguenza la crisi nell'industria delle costruzioni navali, le artificiali spinte di alcuni Governi non essendo state sufficienti a stimolare la richiesta di nuove navi in misura sensibile; e per la prima volta dopo una serie lunghissima di anni la consistenza complessiva del naviglio mercantile mondiale è diminuita, anziché accrescersi. Ed ha portato altresì un accrescimento imponente nella massa delle navi in disarmo nei porti. Queste ultime ammontano attualmente in tutto il mondo a circa 13.2 milioni di tonnellate di stazza lorda (circa il 20% del naviglio esistente nel mondo), delle quali 578.000 nei porti italiani e 322.000 in quello di Genova.

Bruno Minoletti

## Bollettino delle Aste e delle Occasioni

unica pubblicazione ufficiale autorizzata dalla R. Corte d'Appello di Milano per le aste giudiziarie e le vendite fallimentari, compre e vendite d'occasione.

Amministrazione: Via Leopardi, 28.  
Redazione: Via Crocefisso, 6 - Tel. 83-444.  
Abbonamento: L. 10.  
Una copia: L. 0,30.



# Massa d'affari e quotazioni dei titoli in un semestre di borsa a New York, Londra e Milano

	New York		Londra		Milano	
	Media giornaliera 1000 titoli trattati	Quotaz. : Indice Fisher 1928 = 100	Media giornaliera contratti stipulati	Quotaz. : Indice Fisher 1928 = 100	Media giornaliera titoli trattati	Quotaz. : Indice « Borsa » 1932 = 100
<b>Gennaio</b>						
1ª settimana	965	28.6	7.166	68.1	28.372	101.80
2ª »	966	29.4	6.914	68.2	37.320	103.90
3ª »	953	29.0	6.017	67.7	32.672	103.03
4ª »	958	29.2	5.970	66.8	65.592	107.29
<b>Febbraio</b>						
1ª settimana	818	28.2	7.748	65.7	47.713	108.82
2ª »	685	27.7	8.086	66.9	32.937	107.51
3ª »	866	28.7	7.256	65.6	19.425	106.35
4ª »	958	25.5	6.364	65.1	29.220	105.04
<b>Marzo</b>						
1ª settimana	1.108	24.6	6.171	64.4	19.057	104.16
2ª »	—	—	5.779	64.0	21.370	104.05
3ª »	2.170	29.9	5.740	64.0	20.294	104.66
4ª »	850	27.2	6.050	64.5	21.720	103.87
<b>Aprile</b>						
1ª settimana	613	26.0	5.954	63.6	18.192	103.45
2ª »	846	27.1	6.280	63.3	30.252	100.99
3ª »	1.312	29.0	7.012	63.9	37.107	100.69
4ª »	3.583	33.1	6.413	63.6	45.760	102.19
5ª »	3.108	36.1	6.269	64.1	54.995	104.40
<b>Maggio</b>						
1ª settimana	4.363	38.7	7.564	64.0	68.522	105.47
2ª »	3.708	40.8	8.353	67.9	29.383	104.81
3ª »	3.318	41.7	7.460	67.5	28.117	105.33
4ª »	3.801	42.8	8.042	70.5	56.428	107.03
<b>Giugno</b>						
1ª settimana	5.650	46.0	9.500	70.6	99.072	108.91
2ª »	—	48.0	—	70.5	34.634	—

Per giudicare della situazione del mercato dei valori non è sufficiente, in genere, considerare solo le variazioni dei prezzi, sia considerati singolarmente per ogni titolo, sia raccolti in un indice sintetico, come l'indice Fisher per i principali mercati stranieri, o come l'indice *Borsa* per i titoli trattati nelle borse italiane. Talvolta, infatti, le variazioni dei prezzi possono essere soltanto nominali, senza cioè aver dato luogo a effettive contrattazioni. Non è raro il caso che per certi titoli a mercato ristretto, una semplice e non rilevante offerta faccia crollare il prezzo, oppure una tenue domanda faccia notevoli plus-valenze. Interessa perciò sapere anche quale fu effettivamente in un dato mercato e in un periodo determinato l'ammontare delle contrattazioni. Così soltanto si può meglio individuare il movimento di affari del mercato e interpretare con maggior correttezza l'andamento delle quotazioni. Tanto più che, ponendo in correlazione i due fenomeni, non è difficile riscontrare come di pari passo alle variazioni dell'indice dei prezzi vadano le variazioni dell'ammontare degli affari. E' ovvio, infatti, che allorché il mercato assume un tipico dinamismo, allora appunto interviene la speculazione per scontare le previsioni, sia al rialzo, sia al ribasso.

Ci siamo perciò proposti di esaminare, in visione panoramica, come siano variati di conserva gli indizi di borsa e il volume della contrattazioni in questo agitato periodo di attività borsistica. Ed abbiamo preso in esame il mercato di New York, nel quale hanno potentemente influito le note vicende monetarie, il mercato di Londra che rispecchia, in altro modo, la ripercussione di queste stesse vicende, e il mercato italiano, che ha avuto in questi ultimi mesi un andamento così tipico e vivace per riflesso di tanti fattori che conciliano all'ottimismo. Per gli indici di borsa abbiamo preso quello Fisher per i due mercati stranieri e l'indice « *Borsa* » per il mercato italiano, mentre per l'ammontare delle contrattazioni abbiamo considerato per ogni settimana la media giornaliera delle azioni scambiate a New York, dei contratti stipulati a Londra e delle azioni trattate a Milano. Con questi dati abbiamo tracciato i diagrammi che figurano in prima pagina e offrono la visione panoramica delle rispettive variazioni.

Giova avvertire che non sempre la media giornaliera rispecchia correttamente l'andamento della settimana: nella media è, infatti, compreso anche il sabato, allorché il ridotto orario di borsa a Londra e a New York riduce la massa degli affari, ciò che abbassa la media dei giorni precedenti; talvolta, invece, il sabato è del tutto festivo, così che la media della settimana è più alta, ma non del tutto paragonabile a quella di altre settimane. Ai nostri scopi però, esaminando l'andamento di un intero semestre, l'inconveniente è tuttavia minore di quello che si incontrerebbe se si considerasse

la somma degli affari nella settimana in esame, poiché questo dato sarebbe ancor più influenzato dall'inattività dei giorni festivi.

\*\*\*

Il numero delle azioni scambiate a New York, nei primi due mesi dell'anno si manteneva su livelli modestissimi, non raggiungendo il milione di titoli giornalieri e con un minimo di 650 mila. Solo nella settimana precedente l'elezione di Roosevelt giungendo a una media giornaliera di 1.108 mila titoli, l'ammontare degli affari segnò una maggiore intensità: ma in questa settimana, appunto, festeggiandosi il 4 marzo, non sono calcolati i titoli trattati nelle due ore di seduta del sabato. Contemporaneamente l'indice delle quotazioni discendeva con costante progressione.

Con l'elezione di Roosevelt si inizia il periodo turbinoso dell'attività borsistica. Dopo la settimana di chiusura, immediatamente la quantità dei titoli scambiate sale a oltre 2 milioni, mentre le quotazioni hanno un rapido sbalzo del 20 per cento circa. Ma il fermo atteggiamento di Roosevelt, che sembrava voler seguire la via del risanamento bancario attraverso una rapida e severa selezione, fece subito ridurre tanto i prezzi quanto gli affari, giungendo anzi per questi al livello minimo di tutto l'anno, poco più di 600 mila.

Gli avvenimenti successivi, a tutti noti, hanno portato di colpo alla più vivace attività. L'indice delle quotazioni sale, ma più rapidamente si accresce il volume degli affari che da 1.300 mila titoli scambiate in media nella terza settimana di marzo arriva fino a 4.300 mila titoli nei primi giorni di maggio. L'attività maggiore si ebbe nei giorni 19 e 20 di aprile, allorché si scambiarono rispettivamente 5 e 7 milioni di titoli. Nè queste cifre rappresentano un record, poiché nei giorni della prima settimana di giugno i titoli trattati in media salgono a 5.600 mila, mentre l'indice in confronto ai primi di aprile, è salito del 70 per cento. Tale movimento è continuato nei giorni successivi, come è detto nella nostra corrispondenza dalla Borsa di New York.

I dati sulla massa d'affari nel mercato londinese, non sono completamente paragonabili a quelli di New York: mentre qui, infatti, si parla di numero di titoli scambiate, il dato di Londra, elaborato dal « *Financial News* », rispecchia il quantitativo dei contratti di borsa. L'indice non è tuttavia privo di significato. E' facile vedere come il numero dei contratti sia andato progressivamente calando nel mese di gennaio, allorché l'indice delle quotazioni segnava non apprezzabili variazioni. Nelle prime due settimane di febbraio, invece, mentre l'indice subiva vicendevolmente una più rapida contrazione e un'altrettanto rapida ripresa, subito aumenta il volume degli affari, che si rallenta poi in correlazione all'andamento delle quotazioni. La crisi bancaria ame-

ricana si riflette sul mercato londinese con un rallentato ritmo di affari e con debolezza dei prezzi. La crisi del dollaro poi, nei primi giorni, offre occasione di più vivace attività, ma di un immutato indice delle quotazioni. Solo nel mese di maggio ha inizio un sostenuto movimento di ripresa. I contratti registrati toccano un record il 12 maggio con 10.340, mentre contemporaneamente l'indice si apprezzava di un buon 6 per cento. L'ascesa dei prezzi fu sensibile specialmente nella quarta settimana di maggio e nella prima di giugno, allorché anche i contratti ammontavano a circa 8-9 mila per giorno. Si badi però che la media giornaliera della prima settimana di giugno risente fortemente della vacanza del sabato 3 giugno, allorché d'ordinario i contratti effettuati aumentano alla metà, circa, dei contratti degli altri giorni.

Sull'andamento del nostro mercato si è sempre ampiamente occupato il redattore di *Borsa*. Rileviamo solo come l'attività fosse assai vivace nelle settimane fra gennaio e febbraio, allorché anche l'indice delle quotazioni segnò una vivace ripresa, di carattere in parte stagionale, in quanto rispecchiava il tipico andamento del periodo precedente le assemblee. Nelle settimane successive, mentre l'indice ripiegava, anche il volume degli affari si riduceva toccando il livello inferiore nella media della prima settimana di aprile, per quanto cifre ancor più esigue fossero state segnate anche in alcuni giorni delle settimane precedenti.

La ripresa degli affari, e con essi dei prezzi, si verificò nelle ultime settimane di aprile, contemporaneamente quasi alla ripresa degli affari sul mercato americano, per riflesso di circostanze che non è più il caso di analizzare. Nella seconda e terza settimana di marzo, mentre l'indice ripiegava sul livello precedente, anche il volume degli affari si contrae notevolmente, per estendersi solo l'ultima settimana, insieme alla ripresa delle quotazioni.

C. VAN.





# Il pensiero di Giorgio Mortara sul momento finanziario

(Scorribanda attraverso un capitolo delle nuove « Prospettive »)

Giorgio Mortara lancia in questi giorni di tormentosa e appassionata discussione londinese, le « Prospettive 1933 »: libro che, sempre più limato nell'analisi e sempre più denso nella sintesi, è costretto da questa crescente necessità di rigore scientifico ad esser pubblicato a metà anno, spezzando cronache che si vivono ancora in attesa di segnare delle tappe e interrompendo elaborazioni di pensiero che, allontanandosi dalla cronaca, tendono ad un panorama di storia.

Il redattore statistico di « Borsa » ha voluto offrire ai lettori il risultato di una scorribanda in un capitolo particolarmente interessante, quello della moneta e delle finanze.

**L**e infermità monetarie che, verso la metà del 1929, sembravano definitivamente sanate, subirono, col sopraggiungere della crisi mondiale, una riacutizzazione. I focolai del male risiedettero, soprattutto, nelle repubbliche sud-americane: ché esse, per la loro struttura economica, furono le prime a risentire degli effetti della depressione. Ma tutto il 1930 passò senza che la macchia d'olio dei disordini monetari si allargasse molto. Fu il collasso della sterlina, per le ragioni note, nel settembre 1931, che diede un violento scrollone alla stabilità monetaria mondiale. Infatti molte monete, un po' per minetismo ed un po' per reali necessità internazionali, si disancorarono dall'oro. E così apparve, per la prima volta nel dopoguerra, un tipo nuovo di svalutazione monetaria: quello non imposto da circostanze impossibili da dominare, ma deliberatamente voluto dai governi.

Tale svalutazione, non v'è dubbio, sembra sostenuta da una larga corrente di opinione pubblica: tutto, però, sta a vedere se questa *opinione pubblica* non rappresenti che una esigua minoranza di interessi privati che tanto più strilla quanto meno ha ragione. Alle svalutazioni monetarie si aggiunsero, poi, i vincoli sui cambi, le restrizioni all'esportazione delle divise, ecc. cosicché al principio del 1933 il gruppo di monete con equivalenza aurea realmente stabile comprendeva soltanto nove paesi: Stati Uniti, Francia, Italia, Polonia, Olanda, Belgio, Svizzera, Lituania, Albania oltre la città libera di Danzica. Tenuto conto delle colonie, il Mortara stima che circa il 19% della popolazione del mondo fosse compresa in questo gruppo, al quale però corrispondeva circa il 38% del valore del commercio internazionale svoltosi nel mondo nel 1932. Il gruppo dei paesi con equivalenza aurea apparentemente stabile, cioè mantenuta mediante moratorie sui debiti esteri, controllo sui cambi e simili provvedimenti, compren-

deva sei stati: Germania, Rumania, Cecoslovacchia, Ungheria, Bulgaria ed Estonia: 5,06% della popolazione del mondo e 12,5% del commercio mondiale.

Questi due gruppi, dunque, rappresentavano un quarto della popolazione mondiale ma circa la metà degli scambi internazionali. Da queste percentuali appare meglio l'importanza dei paesi fedeli all'oro: indubbiamente superiore a quella che potrebbe apparire da una semplice lettura dell'elenco nominativo di essi.

In questa situazione, però, veniva maturandosi la grande sorpresa monetaria del 1933: l'abbandono dell'ancoraggio aureo del dollaro. Gli S. U., come del resto molti altri paesi, hanno risentito in maniera assai grave della depressione: e particolarmente colpito è stato il sistema bancario libero niente affatto in accordo col progresso dei tempi. Da ciò numerose moratorie bancarie finché il 6 marzo il Presidente ordinava una temporanea sospensione dei trasformamenti aurei all'estero, una temporanea sospensione delle operazioni bancarie di ogni sorta, mentre prometteva una riorganizzazione bancaria. Il Congresso immediatamente si occupò della questione dando direttive e concedendo ampi poteri al Presidente. Il pubblico venne invitato a riportare alle banche l'oro ritirato nel periodo del panico e le banche furono invitate a compilare elenchi di coloro che avendo ritirato ora dal 1° febbraio in poi non lo riportassero entro il 13 marzo. Il Segretario del Tesoro, l'11 marzo, constatava con compiacimento che una vasta corrente aurea rifluisse alle banche e manifestava la speranza che il pubblico si sarebbe « affrettato a depositare i propri fondi, liberandosi così dall'incomodo e dal rischio di tenere presso di sé forti somme in moneta ». Quanta ironia, nota il Mortara, appare, alla luce dei posteriori avvenimenti, in questa tenera sollecitudine per le tasche del cittadino, sfondate dal soverchio peso dell'oro. Ironia, spera il Mortara, involontaria. Perché sembra incredibile che un governo serio inviti il pubblico a cambiare l'oro in carta senza avere la serena volontà di tener fede al tipo aureo. Fino a quell'epoca, dunque, si deve presumere che gli S. U. non considerassero ancora l'eventualità dell'abbandono della parità: tutti i fattori, del resto, erano favorevoli, come è ben noto, ad una politica

di dirittura monetaria. Invece, poco dopo, il crollo. Circa le cause di tale voltafaccia non si sa ancora nulla di preciso: non certo fattori internazionali: quasi sicuramente la pressione dei debitori ansiosi di veder allevato il loro onere reale, mercè un rialzo di prezzi ed un conseguente aumento di profitti. Sta di fatto che se questi dovessero essere accontentati in pieno la svalutazione dovrebbe spingersi ben più in là del 15% attuale: questa percentuale, ad ogni modo, rappresenta il livello minimo della svalutazione definitiva: sembra, invero, che si possa escludere una rivalutazione parziale. Il tentativo di ravvivare l'attività economica americana con eccitanti malsani non può suscitare, nota il Mortara, entusiasmi negli osservatori disinteressati: però non è neanche lecito prevederne l'insuccesso: tanto più che assieme alle medicine cattive ne verranno adoperate delle buone per cui, in caso di riuscita, ci sarà sempre chi sosterrà che le medicine buone son proprio quelle che a noi sembrano soltanto degli eccitanti malsani. Ma, del resto, chi si azzarda a far previsioni quando Roosevelt è autorizzato a svalutare il dollaro sino al 50%? Da tutto questo appare che la svalutazione monetaria ha dei requisiti che la fanno spesso preferire ad altri sistemi di soluzione del problema economico, specialmente dove i Governi non sono abbastanza forti da resistere a pressioni di interessi particolari: non pesa sul bilancio pubblico (anzi ne allevia l'onere dei debiti); non esige speciali competenze né poderose organizzazioni, poichè per essere attuata basta un tratto di penna; non incontra opposizioni violentissime perchè gli interessi che lede sono numerosi, sì, ma disuniti: tra queste ragioni si trova, forse, il perchè della politica monetaria americana.

Della moneta italiana è inutile dire molto: uscita in salvo da gravi tempeste, essa appare oggi in condizioni propizie al mantenimento della parità aurea: e la volontà, come è ben noto, del Governo è su questa strada.

Problemi finanziari e problemi monetari sono intimamente connessi: la depressione sorprese i bilanci statali in un momento di assestamento conseguito in generale piuttosto coll'aumento di entrate che con diminuzioni di spese. Per dare un'idea del carico tributario complessivo alla vigilia della crisi, il Mortara ha fatto delle stime per i quat-



tro principali paesi europei. La prima cifra è il totale delle entrate tributarie, la seconda la stima dei redditi privati e la terza il carico tributario. Italia: lire 25.500 milioni, lire 90.000 milioni, 25%; Francia: franchi 62.400, franchi 200.000, 23,2%; Regno Unito: sterline 881 milioni cioè 81.457 milioni lire attuali, 360.000 milioni lire attuali, 22,6%; Germania: marchi 14.927 milioni cioè 64.709 milioni di lire attuali, 330 milioni lire attuali, 19,6%.

La crisi, si è detto, colpì violentemente i bilanci pubblici.

A questo fatto si cercò di porre rimedio mediante nuove imposte, rialzi di aliquote, abbassamenti di minimi imponibili, inasprimenti di dogane e così via. Ma i risultati furono scarsi: parecchi Stati avevano adeguato la loro organizzazione finanziaria alla previsione di un indefinito aumento di entrate e si trovarono, quindi, nella stessa condizione di molte industrie che si erano attrezzate per uno smercio di prodotti sempre crescente: che furono quelle maggiormente colpite dalla crisi.

Le spese, per ragioni ovvie, non poterono essere ridotte che in una misura assai esigua per cui ovunque si ebbero squilibri nei bilanci delle pubbliche amministrazioni.

Riferiamo questi dati. In Francia le spese dello Stato passarono da 45.4 miliardi nel 1929 a 50.6 miliardi di franchi nel 1932. Le entrate declinarono da 49.2 miliardi a 47.9. Un calcolo approssimativo induce il Mortara a credere che il carico tributario francese sia oggi prossimo al 30%. In Germania le entrate complessive dell'Impero, degli Stati, delle città anseatiche e dei Comuni passarono da 19.7 miliardi di marchi nell'esercizio 1928-29 a 16.4 nel 1931-32. Le spese da 20.8 a 17.0. Il carico tributario si stima oggi del 23%. Nel Regno Unito le entrate dello Stato che nel 1928-29 erano di 836 milioni di sterline declinarono a 827 milioni nel 1932-1933. Le spese passarono da 818 milioni a 830 milioni di sterline. Si deve tener presente, però, che in Inghilterra gli ammortamenti eseguiti sul debito pubblico hanno superato l'ammontare dei disavanzi verificatisi negli esercizi dopo il 1929: cosicché la situazione finanziaria inglese appare buona. Il carico fiscale si aggira intorno al 27%.

L'incidenza della crisi ha assunto forme violente negli Stati Uniti. Le entrate sono diminuite da 4178 milioni di dollari nell'esercizio 1929-30 a 3190 nel 30-31, a 2121 nel 31-32 e a 2624 nel 32-33. Le spese, invece, aumentarono da 3994 nel primo esercizio a 4092 nel secondo a 5006 nel terzo e si ridussero a 4269 nel quarto. In tre esercizi si è accumulato un disavanzo di 5432 milioni di dollari con una previsione di 800-900 milioni di dollari di disavanzo per l'esercizio 1933-34. Dal giugno 1930 al febbraio 1933 il debito pubblico è aumentato di 4662 milioni di dollari, cioè del 29%.

Più note sono le vicende del bilancio italiano: anch'esso subì gli effetti della

crisi come appare dalla seguente tabella che indica i risultati del bilancio, la variazione del debito pubblico interno e l'eccedenza dei residui passivi. (In milioni di lire).

Esercizi	Avanzo o disav. del bilancio		Variaz. debito pubblico	Ecced. residui passivi
	di compet.	di cassa		
1928-29	+ 555	- 2576	+ 678	6471
1929-30	+ 170	- 507	+ 825	3919
1930-31	- 504	- 287	+ 3493	2271
1931-32	- 3867	- 2299	+ 4130	3646
1932-33 (9 mesi)	- 8025	- 1779	+ 900	?

I dati di questa tabella, tuttavia, possono portare a conclusioni inesatte dall'aspetto contabile a cagione delle modificazioni arretrate all'ordinamento del bilancio. Perciò il Ministero delle Finanze ha ricostruito i bilanci di competenza fino al 1931-32 così:

	Entrate	Spese
1928-29	20.186	19.646
1929-30	19.825	19.800
1930-31	20.377	21.018
1931-32	19.314	23.269
1932-33 (in parte stimato)	17.801	21.839

Analizzando le spese effettive si notano i seguenti aumenti o diminuzioni dall'esercizio 1928-29 a quello del 1931-1932 per i titoli principali. I dati sono in milioni di lire attuali sulla base dell'esercizio 1931-32.

	1928-29	1931-32	(+) o (-)
Interessi debito pubblico	4.449	4.781	+ 7.46
Organi e servizi generali	353	1.772	- 53.74
Spese dip. dalla guerra	1.362	1.230	- 9.70
Difesa militare	4.239	4.890	+ 14.01
Opere pubbliche	1.832	3.140	+ 71.40
Costruzione ferrovie	275	641	+ 133.09
Incr. economia nazionale	653	936	+ 50.99
Servizio di culto	325	82	- 90.07

L'aumento delle spese per organi e

servizi generali è dovuto in gran parte all'assegnazione straordinaria di 800 milioni all'Istituto di liquidazione. Gli 825 milioni delle spese per il servizio di culto nel 1928-29 comprendono i 750 milioni pagati alla Santa Sede per il concordato.

Dopo le uscite diamo un'occhiata alle entrate, sempre in milioni di lire attuali sulla base dell'esercizio 1931-32.

	Primi 9 mesi			
	1928-29	1931-32	1931-32	1932-33
Imposte dirette . . .	5.308	4.794	3.574	3.339
Imposte scambi . . .	3.322	3.648	2.778	2.630
Imposte consumi . . .	5.733	4.967	3.482	3.367
Monopoli, lotto . . .	3.322	3.464	2.509	2.515
Altre entrate . . .	2.451	2.035	1.102	1.126
Totale . . .	20.186	18.908	13.635	12.977

L'analisi delle entrate e delle spese risultanti dal bilancio italiano consentono una stima del nostro carico tributario. E' noto che una stima ufficiale, nel 1929, indicava un reddito privato degli italiani di circa 100 miliardi di lire correnti. Dal 1925 al 1932-33 il livello medio dei prezzi è disceso del 55% ma la somma dei redditi deve essere diminuita in proporzione minore. Il Mortara crede di essere ottimista assumendo una diminuzione del 35%: da cui risulta un reddito di circa 65 miliardi.

Facendo il rapporto tra le entrate statali e locali e la cifra di questa stima si ottiene il carico fiscale degli italiani: dal 20% nell'esercizio 1925-26 si passa al 29% nel 1932-33. L. L.

## “...I risparmiatori sono ancora oggi sovrani.,, (A. de' Stefani)

13

« Il risparmio rappresenta una rinuncia alla soddisfazione attuale dei bisogni, per provvedere a bisogni futuri ».

Occorrerebbe ripetere questa chiara definizione del risparmio, data dagli economisti, ogni giorno, per ammonire coloro che amministrano il risparmio altrui, o che vorrebbero amministrarlo.

Essendo il risparmio un atto volontario, e rispondente a bisogni d'ordine assai più elevato dei bisogni primari, gli ostacoli posti alla sua formazione, e principalmente ai suoi movimenti, vanno a detrimento della diffusione e dell'intensità del risparmio stesso.

Per fortuna gli ostacoli posti ai movimenti del risparmio, siano interni che internazionali, a nulla valgono, in quanto rendono soltanto più costosi questi passaggi, ma non riescono a sopprimerli.

Nascono in tal modo le così dette borse nere nei paesi a valuta controllata; così si ottengono liquidi i crediti congelati, con perdite che possono superare il 50%; così si ricercano i titoli esteri, per riavere, indirettamente, le valute che interessano. Citiamo, ad esempio, il caso di Buenos Aires, fra i tanti: si possono ottenere lire, contro pesos, con una perdita del 20-30% sui

pesos; si cerca il Consolidato a prezzi superiori del 25% alle nostre quotazioni e si cercano pure altri titoli, di altre Nazioni, sempre con l'unico scopo di riuscire a superare gli ostacoli posti dal Governo argentino.

In altri paesi europei, le cose sono più complicate, perchè la censura postale, esercitata sulle raccomandate e sulle assicurate permette ai così detti contrabbandieri, di gravare sempre più sull'irrequieto risparmio.

Ma i provvedimenti si moltiplicano ogni giorno, e le grandi correnti internazionali hanno egualmente il loro corso.

Si vorrebbe, d'altronde, in un dato periodo, che il risparmio finisse in gran parte alle banche, nei depositi; in un altro periodo si vorrebbe persuadere il risparmio a comprare obbligazioni; in un altro ancora, gli si imporrebbe l'acquisto di azioni.

Le ragioni di queste preferenze dei dirigenti-consiglieri del risparmio, sono sempre sospette al già sospettatissimo risparmiatore, di modo che i consigli ottengono l'unico scopo di farlo insistere nella sua decisione.

(Continua nella pagina sedici)



# Mentre Schacht a Londra è sulla via dell'accordo col creditori tedeschi

(Come si è arrivati alla moratoria)

La fase attuale dell'evoluzione della situazione finanziaria della Germania ha richiamato ancora una volta l'attenzione di larghe sfere estere ed ha assunto sviluppi in parte inattesi, specie per il pubblico, che riteneva sistemato, almeno per qualche tempo, il problema dei pagamenti della Germania, col rinnovo per un anno degli « accordi di proroga » per i crediti a breve termine verso privati e verso enti pubblici. A due anni quasi esatti dalla prima grande crisi e dalla moratoria generale della Germania, un nuovo provvedimento d'emergenza è stato preso, una nuova dichiarazione di insolvenza — per quanto circoscritta nella portata e appoggiata ad attenuanti — è stata fatta.

In un certo senso è prematuro parlarne ora, in quanto pendono trattative e si attendono decisioni risolutive; tuttavia, premesso che l'Italia non è direttamente toccata in misura sensibile ed è quindi in grado di vedere le cose con occhio spassionato, può essere opportuno esaminare intanto la situazione chiarendo alcuni dei suoi aspetti economici e dei suoi aspetti politici, che sono strettamente connessi e coesistenti, e cercando di supplire con l'immediatezza dell'impressione alla mancata conoscenza di eventi in corso.

La convocazione, da parte della Reichsbank, di delegati di creditori a lunga scadenza e di « osservatori » dei creditori a breve, per esporre loro la propria situazione, quale palese preludio alla moratoria dei trasferimenti, può aver destato una certa sorpresa in chi ricollegasse tale atto con la precedente mossa della Reichsbank avente risonanza internazionale. Il rimborso integrale, improvvisamente effettuato ai primi di aprile dal dr. Schacht, del residuo, ammontante a 70 milioni di dollari, del « credito di risconto » ottenuto nel periodo della crisi da banche centrali estere, poté infatti lasciar credere che le condizioni della Germania si avviassero, anche nei rapporti internazionali, verso l'auspicato durevole assestamento.

Tosto dopo rimborsato il credito, peraltro, il Presidente della Reichsbank cominciò a richiamare l'attenzione sulle condizioni monetarie del suo Paese, i cui biglietti avevano una copertura aurea bassissima. Infatti la riserva aurea della Banca è venuta assottigliandosi dai 2.216 milioni di marchi a fine 1930 a 984 a fine 1931, a 806 a fine 1932, a 739 a fine marzo 1933, a 411 (a rimborso avvenuto) a fine aprile, a 372 a fine maggio; e, la circolazione essendo diminuita in proporzione assai minore, la percentuale di copertura è scesa dal 56,3 % a fine 1930 al 24,2 % a fine 1931, e, dopo essersi fittiziamente mantenuta al 25,8 % a fine 1932 e al 23,7 % a fine marzo 1933, è caduta al 9,1 % (a rimborso avvenuto) a fine aprile e a 7,5 % a fine maggio.

Il rimborso del credito, che era stato stipulato, oltre che per scopi tecnici, per avere dalla finanza internazionale una prova di fiducia nella Germania, e che a suo tempo ebbe forse risultati psicologici non disprezzabili, fu deciso allo scopo di alleggerire la Reichsbank dall'onere del servizio (in armonia a direttive di massima adottate) e dalla dipendenza da consensi stranieri per le ricorrenti scadenze trimestrali.

Già qui è chiaro che le considerazioni di carattere economico vanno congiunte ad altre di carattere politico; ciò si vedrà ancor meglio più innanzi; comunque l'attuale moratoria dei trasferimenti va considerata su un altro e più vasto piano, in una luce assai diversa da quella strettamente tecnica.

Non è il caso di descrivere in dettaglio l'applicazione del provvedimento; importa tuttavia ritenere alcuni punti. Esso entrerà in vigore

il 1. luglio prossimo nei confronti dei soli debiti a lunga scadenza, ossia di circa metà dei debiti esteri della Germania.

Secondo una valutazione accreditata, tali debiti ammonterebbero a circa 10.300 milioni di marchi, cifra poco lontana da quella di 10.800 milioni stimata per la metà 1930; quelli a breve termine sarebbero invece scesi da 16 miliardi circa nel luglio 1930 a 13,1 nel luglio 1931, a 10,1 nel febbraio 1932 ed a 8.700 milioni in quest'anno. E' probabile che anche la situazione di questa categoria di debiti venga esaminata dalla Conferenza di Londra, chiedendosi nei loro confronti una riduzione o di capitale o di interessi.

Tenendo conto anche di altri investimenti esteri, si afferma che negli ultimi tre anni l'indebitamento totale della Germania si sarebbe ridotto di un importo compreso fra i dieci e mezzo e gli undici miliardi di marchi.

Si è poi verificato un intensissimo movimento di riscatto, a ottime condizioni, di titoli emessi all'estero, agevolato da disposizioni legislative miranti a favorire quegli esportatori che si vallesero del ricavo in divise per acquistare titoli della specie indicata. A chi abbia contezza delle proporzioni assunte da tale movimento, assai difficilmente accettabile attraverso rilevazioni statistiche, le cifre accennate appaiono approssimate presumibilmente in difetto piuttosto che in eccesso. Anche se questo immane deflusso di capitali abbia coinciso con la cessazione, in pratica, dei versamenti in conto riparazioni, esso deve aver significato uno sforzo grandissimo per un'economia che nel precedente sessennio 1924-1930 aveva contato su un afflusso di capitali esteri per un totale non inferiore a undici miliardi di marchi oro, ed è facile pensare a quale somma di riadattamenti una così grandiosa inversione di tendenza debba essersi accompagnata.

Altri interessanti elementi si potrebbero ricavare da un'analisi del commercio estero della Germania, il cui volume totale si è ridotto in misura fortissima, durante lo scorso anno, in confronto al 1931 ed al 1930 (10 miliardi di marchi contro 16 e rispettivamente 22) ed il cui saldo attivo (1.037 milioni) è pure assai inferiore non soltanto a quello eccezionalissimo del 1931 (2.778 milioni) ma anche a quello precedente (1.558 milioni). Ci limitiamo ad indicare le variazioni verificatesi (in milioni di marchi) nei saldi netti rispetto alle singole categorie di merci:

	1930	1931	1932
Derrate aliment.	— 2.531	— 1.812	— 1.306
Materie prime	— 3.148	— 1.744	— 1.407
Prodotti finiti	+ 7.240	+ 6.189	+ 3.755
Servigi	— 5	— 5	— 5
<b>Totale</b>	<b>+ 1.558</b>	<b>+ 2.778</b>	<b>+ 1.037</b>

per mostrare come la contrazione delle importazioni di materie prime e derrate alimentari, che si è cercata di attuare per sottrarsi alla scarsità di divise, si sia ripercossa in una contrazione delle esportazioni di manufatti che, attesa anche la discesa dei prezzi, minore per queste ultime che per le anzidette importazioni, risulta di una certa gravità. Del resto, da indici elaborati dall'Istituto della Congiuntura appare che, fatta uguale a 100 la produzione industriale del 1928, essa è stata di 100,6 nel 1929, 88,8 nel 1930, 72,1 nel 1931 e 60,2 nel 1932; laddove la produzione agricola sarebbe salita negli stessi anni da 102 a 105, 107, 105 e 107.

La tendenza dell'economia germanica verso l'autarchia è palese, e palesi sono altresì le ripercussioni sulla bilancia dei pagamenti. Tendenze e ripercussioni che non derivano né soltanto da impulsi interni, né soltanto dalle politiche di « porte chiuse » seguite, soprattutto nel campo doganale, dai Paesi creditori. Di

questa doppia derivazione deve tener conto qualunque giudizio imparziale, qualunque soluzione obiettiva.

E' vero che i confini tra volontà e possibilità di pagamento di un Paese sono estremamente oscillanti e difficili da percepire, e che la reale capacità di pagamento è, a rigore, un concetto essenzialmente relativo, nel senso che anche un modesto trasferimento di capitali all'estero può, in determinate condizioni, esercitare dannose ripercussioni all'interno, laddove nessun versamento, per quanto ingente, sarebbe teoricamente inattuabile, purché si lasciassero svolgere tutti i necessari « aggiustamenti ». La capacità di pagamento è un rapporto fra condizioni interne e condizioni esterne: il rapporto può stabilirsi o lasciandosi invariate le une e mutando le altre, o viceversa, oppure modificando entrambe. In ognuno dei tre casi saranno favoriti determinati interessi e pregiudicati altri.

L'attuale moratoria dei trasferimenti rappresenta un atto deliberato col quale l'economia tedesca proclama di fronte ai creditori la propria incapacità a pagare tutto quanto le si chiede, subendone per intero le conseguenze, a privarsi cioè ulteriormente di capitali che tuttora contribuiscono alla sua attività e giocano nel suo equilibrio. Si può intendere, insomma, come un punto fermo che la Germania vuol mettere al proprio depauperamento di capitali.

Le somme che i singoli debitori versano, in marchi, alla « Cassa di conversione » presso la Reichsbank verranno infatti reinvestite all'interno d'accordo coi creditori: il pagamento degli interessi sui vecchi debiti viene fatto sostituendo al versamento effettivo l'accensione di un nuovo debito.

Non è invero il caso di dipingere i debitori come innocenti perseguitati, però nel caso specifico va considerato che a spiegare la condotta della Germania, dal punto di vista interno, concorrono i seguenti fattori:

A) *la difesa ad oltranza della parità del marco*, che fortunatamente costituisce un caposaldo dell'opera del dr. Schacht. E' vero che con la nuova moratoria, aumentando la quantità dei marchi bloccati o congelati, si accentuerà il divario fra marco interno e marco estero; d'altra parte sarebbe inammissibile un'ulteriore contrazione della riserva aurea;

B) *l'azione di protezione e di potenziamento dell'agricoltura* che da tempo si viene svolgendo e che si manifesta in correnti commerciali che le cifre dianzi riportate hanno sommariamente illustrato;

C) *la politica di riduzione dei tassi d'interesse*, le cui varie tappe sono segnate da ordinanze governative, da accordi interbancari, da insistenze e trattative coi creditori esteri;

D) *la politica di « lavoro volontario »*, mirante ad utilizzare le inerti energie dei disoccupati pel compimento di lavori pubblici, ed in genere la politica di « creazione di lavoro » a sollievo della disoccupazione, politica la cui ampiezza è direttamente proporzionale ai capitali disponibili.

Per continuare puntualmente ed integralmente il servizio di tutti i suoi debiti esteri la Germania non potrebbe seguire nel modo voluto queste direttive di politica interna, nel merito delle quali non occorre entrare, ma che indubbiamente essa tiene ad osservare.

D'altro lato va messo nel dovuto rilievo che questa nuova iniziativa unilaterale è lungi dal giovare a quel ristabilimento della fiducia internazionale che è negli auspici di tutti e che, quando, mercè la rigida opera d'ognuno, cominciasse finalmente a realizzarsi, avrebbe come



prima ed ottima conseguenza quella di far rimanere spontaneamente e profittevolmente investiti nei Paesi trovantisi in condizioni analoghe alla Germania, quei capitali che oggi tali Paesi cercano con ogni mezzo, e non sempre con successo, di trattenere, a difesa della propria valuta e della propria economia. Questo lato negativo della moratoria dei trasferimenti è di capitale importanza.

Inoltre sarebbe assai deplorabile, e dannoso per tutti, che la moratoria inducesse i Paesi maggiormente colpiti dal provvedimento (Stati Uniti, Inghilterra, Olanda, Svezia e Svizzera) all'adozione di misure di difesa o di rappresaglia, le quali non varrebbero se non ad accrescere e ad estendere l'attuale stato di ostilità economiche, con ripercussioni generali. D'altro lato è interesse dei creditori non lasciare che i fatti li dividano e li pongano gli uni di fronte agli altri, come la diversità di trattamento — del resto giustificata — fra crediti a breve e crediti a lunga scadenza ha potuto per un momento lasciar credere.

Da fonte tedesca si chiede in sostanza ai Paesi creditori:

A) la cancellazione dei crediti fittizi (crediti di guerra);

B) la riduzione dei debiti privati a quell'importo di cui i Paesi percipienti possano garantire il trasferimento in merci e servizi (e qui sarebbe augurabile non dover ridurre nulla, ma sforzarsi di assicurare il trasferimento di tutto);

C) la durevole eliminazione del pericolo di perturbamento dei rapporti internazionali per via di ostilità politiche ed economiche.

Con questa prima fase di proclamazione della moratoria, non ancora seguita dall'attuazione, può dirsi che la Germania abbia raggiunto in pieno lo scopo di impostare il problema della propria situazione, in tutta la sua gravità, dinanzi all'attenzione del mondo intero, i cui delegati sono convenuti a Londra per discutere dei comuni interessi. Chi consideri la cosa molto dall'alto non deve lamentarsene troppo. Salvo alcune peculiarità, il problema della Germania è — acuitizzato — il problema stesso in cui si dibatte ogni Paese: è lecito sperare che, comprendere la necessità assoluta di risolvere e non più trascinare quello, significhi avviarsi ad appianare anche questo. Sarà troppo chiedere ciò agli esperti riuniti a Londra?

Gian Franco Calabresi

## Titoli al portatore rubati o smarriti

### Azione di rivendica

Non è raro il caso di qualche agente di cambio o ditta bancaria o commissionaria che opera in Borsa, di essersi sentito chiedere da parte di un suo cliente la sostituzione di un titolo comperato a suo mezzo, perchè lo stesso è risultato colpito da fermo o peggio perchè il cliente se lo è visto sequestrare dall'autorità giudiziaria o da quella di pubblica sicurezza, trattandosi di titolo in precedenza smarrito o rubato.

Nella quasi totalità dei casi, l'agente di cambio aveva a sua volta ricevuto il titolo a mezzo della Stanza di compensazione, e con tutta probabilità il consegnante alla Stanza risulta magari contropartita diversa dalla rispettiva venditrice, dato che, per pratiche esigenze di rapido funzionamento, la Stanza, ricevuti i titoli dai diversi consegnanti, li mette a disposizione dei compratori, senza preoccuparsi della corrispondenza delle rispettive contropartite. La distinta che accompagna il titolo, sta a stabilirne la provenienza, salvo quando la Stanza ha provveduto alla suddivisione in minori tagli, nel qual caso solo la stessa potrà in caso di bisogno, individuare il consegnante.

Stante la disposizione contenuta nell'art. 57 del Codice di Commercio, che, com'è noto, consente la rivendica dei titoli al portatore smarriti o rubati, solamente contro colui che li ha trovati o rubati e contro coloro che li hanno ricevuti per qualunque titolo, conoscendo il vizio della causa del possesso, è ovvio che l'agente di cambio non è tenuto in diritto — data l'evidente indiscutibile sua buona fede — ad alcuna sostituzione del titolo fermato. In genere però il cliente, specie se si tratta di un privato poco esperto nel commercio dei valori, male comprende il rifiuto, sembrandogli non giusto ed equo che un Notaio del credito gli abbia potuto vendere un titolo impropriamente detto non regolare, senz'essere tenuto alla sostituzione. Alle volte quindi l'agente di cambio, o per eccessivo spirito di tutela del proprio buon nome, o perchè ci tiene al mantenimento della cordialità di rapporti col proprio cliente, interviene, e segnando il caso nel novero degli infortuni professionali, si assume così l'onere di provvedere all'espletamento della laboriosa pratica per riottenere la libera circolazione e disponibilità del titolo fermato.

La dizione usata dall'art. 57 Cod. Comm. surriportata, ha dato luogo a molte discussioni e controversie giudiziarie. L'esistenza della malafede nel detentore dei titoli, quale requisito indispensabile per l'esercizio del-

l'azione di rivendica, ha portato ad esempio a discutere se il compratore — sia pure banchiere, agente di cambio, commissionario ecc. — sia tenuto preventivamente ad indagare specie con la diligente verifica degli avvisi dei titoli rubati o smarriti compilati e trasmessi dalle R. Questure — sulla regolarità del possesso dei titoli e la giurisprudenza ormai predominante, sul presupposto che la disposizione di legge traeva origine e fondamento nel superiore interesse della libertà e sicurezza della circolazione dei titoli al portatore, si è andata affermando sul principio di non potersi ritenere in malafede il commerciante che acquistando dei titoli al portatore non si sia curato di controllare gli elenchi delle R. Questure o di identificare esattamente la persona del venditore indagando sulla legittimità del possesso dei titoli da parte dello stesso. Così mentre in genere la stessa giurisprudenza ha ritenuto esperibile per analogia ai casi di furto e smarrimento l'azione di rivendica verso l'acquirente in malafede di titoli oggetto di truffa e di appropriazione indebita, ha negato la rivendica dal terzo possessore se manchi la prova della malafede del trasmittente al possessore contro il quale è rivolta la rivendica stessa.

Il progetto del nuovo Codice tiene conto di tali dibattute questioni ed infatti il formulato articolo 543 che dovrebbe sostituire l'attuale 57 recita: «La rivendica dei titoli al portatore smarriti o comunque sottratti, è ammessa soltanto contro colui che li ha trovati o sottratti e contro colui che conosceva o doveva conoscere il possesso illegittimo della persona dalla quale li ha ricevuti». La relazione al progetto fa presente che il nuovo testo « non parla più di titoli al portatore smarriti o rubati; ma di

titoli smarriti o comunque sottratti, sicchè la giurisprudenza non dovrebbe essere più legata dalla parola della Legge a limitare la rivendicazione al solo caso di furto vero e proprio. E più oltre la relazione stessa soggiunge: « Così pure si è sciolto l'enigma racchiuso nelle ultime parole dell'art. 57 (« conoscendo il vizio della causa del possesso ») nel senso più favorevole al possessore di buona fede, contro il quale la rivendicazione dei titoli potrà aver luogo, solo se egli conoscesse, al momento dell'acquisto « il possesso illegittimo della persona dalla quale li ha ricevuti »; ma si è voluto ad un tempo equiparare alla conoscenza l'ignoranza colposa di chi avrebbe dovuto conoscere l'illegittimità del possesso del proprio autore immediato ».

Evidentemente l'inciso « o doveva conoscere », con il chiarimento della relazione, contrasta o quanto meno indebolisce fortemente l'attuale orientamento giurisprudenziale.

Entro quali limiti sarà contenuta la supprecisata « ignoranza colposa dell'acquirente? Ci si accontenterà di pretendere che il compratore abbia avuto sufficiente scrupolo di accertare l'identità personale del venditore e la fondata presunzione della legittimità del possesso del titolo da parte dello stesso, o non si incorrerà nel pericolo di alimentare la tesi estrema della pretesa responsabilità di chi avendo avuto notizia dello smarrimento o sottrazione del titolo non ne abbia senz'altro rifiutato l'acquisto?

La legislazione in vigore ed anche la nuova progettata sottacciono di un inconveniente alla stessa connessione: quella cioè del cosiddetto fermo dei titoli in contestazione appunto perchè rubati o smarriti.

La questione non è d'oggi poichè sin dal 1874 il Ministro Vigliani, a seguito delle sollecitazioni rivolte dai Ministri delle Finanze e del Commercio di quel tempo, con una sua circolare molto esplicita in argomento raccomandava vivamente alle Autorità giudiziarie investite dell'azione pubblica e dell'istruzione dei processi penali di non trattenere i titoli al portatore ritrovati in occasione di arresti o di perquisizioni o fermati per procedimenti per falso se non nei casi di necessità per l'accertamento del corpo del reato o per lo scoprimento dei suoi autori o complici ed inoltre che se i titoli erano stati ritrovati presso un terzo possessore in buona fede l'Autorità giudiziaria li dovesse rilasciare prontamente al possessore non appena accertata l'esistenza o l'identità con quelli ritenuti derubati o sottratti. Solo quando — soggiungeva la richiamata circolare — i titoli fossero trovati presso un imputato od indiziato del reato ovvero allorchè si dovesse procedere per falso i titoli dovevano restare presso la giustizia come ogni altro documento od oggetto falsificato od alterato ovvero furtivo o sottratto sino alla fine del processo.

Nel 1901 a seguito della protesta diretta al Ministero di Agricoltura Industria e Commercio da parte di alcune Camere di Commercio del Regno il Ministro Cocco Ortù diramava una nuova circolare e faceva sue le argomentazioni del predecessore Vigliani.

Nel 1907 in sede di discussione alla Camera del disegno di legge contenente le disposizioni riguardanti l'emissione dei duplicati di titoli rappresentativi dei depositi bancari sembrò che la questione dovesse trovare una qualche soluzione ma la proposta della Commissione Parlamentare non fu accolta integralmente e nulla di concreto più si fece in proposito.

Ancora oggi quindi si verificano fermi di titoli al portatore che si protraggono per mesi e mesi anche se fatti in circostanze e presso nominativi la cui buona fede si manifesta fuori discussione, con pregiudizio quindi di quella libera e rapida circolazione dei titoli al portatore che costituisce uno degli elementi necessari per la vitalità del sistema creditizio.

In sede di modifica delle disposizioni riguardanti la circolazione dei titoli al portatore non si dovrebbe pertanto trascurare la questione ed al riguardo penso potrebbe tornare proficuo riesumare le varie proposte fatte in passato, sia dalle cessate Camere di Commercio, che dalle Autorità preposte alla diretta vigilanza delle Borse e da qualche Consiglio delle Stanze di compensazione.

Francesco Toffanin

## ECONOMIA

DIRETTORI: <sup>III</sup>

E. CASALINI, G. ARIAS, V. FRESCO e LIVIO LIVI

Rivista mensile di Economia corporativa e Scienze sociali. Pubblica scritti originali sulle più importanti questioni corporative, economiche e politiche. Contiene rubriche finanziarie, rassegne di demografia e statistica economica, delle riviste e bibliografica. Esce mensilmente in fascicoli di oltre 100 pagine su carta di lusso.

Abbonamento annuo L. 50 - Estero L. 80

Direzione e Amministrazione: ROMA - Palazzo Sciarra



### Situazione degli Istituti di Emissione esteri

#### BANCA D'INGHILTERRA (migliaia di Lst.)

	fine dic. 1932	19 apr. 1933	24 mag. 1933	31 mag. 1933	7 giug. 1933
<b>Divise e verghe</b>	119.788	184.835	187.009	187.408	187.738
<b>Circolazione</b>	871.193	376.123	369.374	374.063	378.463
<b>Depositi:</b>					
pubblici	8.865	9.912	15.707	33.247	8.925
bancari	102.409	103.976	99.205	77.473	102.410
altri	83.760	36.014	37.252	39.636	38.233
<b>Titoli:</b>					
Titoli di Stato	102.372	75.201	70.001	72.506	76.239
Sconti e antic.	18.509	11.830	11.574	11.250	11.073
Altri titoli	17.738	11.832	11.237	10.949	10.758
<b>Riserve presso il Banking Dep.</b>	24.401	68.712	77.135	73.339	69.275
«proporzione»	23,9	35,1	35,8	35,8	35,5

#### REICHSBANK (milioni di Reichsmark)

	fine dic. 1932	15 apr. 1933	23 mag. 1933	31 mag. 1933	7 giug. 1933
<b>ATTIVO:</b>					
Oro	806,2	421,3	372,3	372,3	351,2
» all'estero	43,6	18,5	16,8	21,5	51,6
Valute estere	113,8	108,3	86,6	78,9	84,4
Cambiali e chèques	2.806,1	3.028,3	2.809,2	3.139,8	3.059,3
Argento e altre monete	177,1	205,6	332,4	283,2	298,7
Banconote altre banche	3,1	9,8	13,9	3,2	6,9
Anticipazioni	176,1	72,1	63,6	165,7	74,4
Investimenti	397,5	318,5	317,1	317,3	320,2
Altre attività	688,6	399,3	332,6	379,1	332,3
<b>PASSIVO:</b>					
Capitale	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Riserva	417,4	473,1	473,2	473,2	473,2
Circolazione	8.560,4	3.422,5	3.245,6	3.468,8	3.372,6
Obblig. giornalieri	539,8	359,9	371,4	438,8	375,6
Altre passività	745,9	167,7	147,8	159,1	161,2
copert. della circolaz.	25,9%	10%	8,3%	7,5%	7,3%

#### BANCA DI FRANCIA (milioni di lrs.)

	fine dic. 1932	21 apr. 1933	19 mag. 1933	27 mag. 1933	2 giug. 1933
<b>ATTIVO:</b>					
Oro in cassa	89.016,5	80.834,6	80.904,2	80.950,8	81.001,7
All'estero: depositi	2.938,3	2.426,0	2.462,4	2.468,3	2.456,5
effetti	1.545,2	1.455,0	1.370,9	1.418,5	—
Effetti scontati	3.437,7	3.188,6	3.089,5	3.489,4	—
Anticipaz. allo Stato	3.200,0	3.200,0	3.200,0	3.200,0	3.200,0
altre	2.515,5	2.675,5	2.656,2	2.614,5	2.737,9
Cassa d'Ammort.	6.802,4	6.607,8	6.594,6	6.581,8	6.581,8
Attività diverse	5.996,4	5.824,5	5.616,5	5.333,6	—
<b>PASSIVO:</b>					
Biglietti in circolaz.	85.027,5	83.780,2	84.024,3	83.206,9	84.615,3
Depositi dello Stato	2.310,7	2.384,9	2.160,6	2.265,4	2.213,6
privati	19.813,6	17.681,1	17.221,1	18.203,1	16.642,9
Passività altre	2.300,1	2.365,9	2.341,6	2.341,6	—

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

	fine dic. 1932	19 apr. 1933	24 mag. 1933	31 mag. 1933	7 giug. 1933
<b>ATTIVO:</b>					
Riserva aurea	3.148,5	3.365,6	3.499,2	3.519,9	3.521,9
Altre riserve	173,3	215,6	308,7	286,8	290,2
Totale portafoglio	267,4	414,3	312,2	301,9	276,7
Cambiali acquistate in o. m.	33,9	208,4	42,7	19,8	11,4
Totale titoli di Stato	1.850,7	1.837,1	1.961,7	1.889,6	1.911,6
Totale attività produtt.	2.157,0	2.465,4	2.221,9	2.216,2	2.204,7
Totale attività	6.105,4	6.637,4	6.475,2	6.466,4	6.485,5
<b>PASSIVO:</b>					
Biglietti in circolazione	2.735,5	3.477,4	3.221,4	3.203,1	3.163,7
Depositi Banche	2.481,7	2.158,6	2.194,4	2.166,7	2.203,9
Depositi del Governo	42,2	25,5	37,7	72,3	32,2
Totale depositi	2.563,2	2.347,5	2.392,8	2.393,8	2.432,6
Capit. e soprapr.	410,7	428,3	288,9	428,9	428,6
Totale passività	6.105,1	6.637,4	6.475,2	6.466,4	6.485,5
% riserve	62,7%	61,5%	67,8%	68,0%	68,1%

### “... i risparmiatori sono ancora oggi sovrani...”

(Continuazione dalla pagina tredici)

Malefatte di amministratori, talvolta impunte, non hanno distrutto nel nostro pubblico la fiducia che esso ha negli industriali autentici. Ecco, dunque, rinascere le nostre speranze di vedere le società anonime diffuse nel pubblico, che s'interessa dell'andamento delle aziende, che si sceglie i propri amministratori, che evita il pericolo di essere azionista, soltanto come depositante di risparmi alla Banca. Era pure la conclusione del processo di epurazione delle nostre società anonime; quelle malate, si stanno risanando mediante le solerti cure dell'I.R.I., quelle sane, hanno il diritto di vivere, con il controllo del risparmiatore, direttamente interessato.

C'è chi vorrebbe che il risparmio s'indirizzasse esclusivamente all'impiego obbligazionario, lasciando alle banche, alle società finanziarie, ai gruppi, il compito di essere i soli azionisti.

Per la verità, la nostra opinione sarebbe esattamente opposta, perchè le banche e le loro filiazioni, impiegando danaro altrui dovrebbero impiegarlo col minor rischio possibile (obbligazioni) e l'esperienza passata, ma assai vicina, ci ha persuaso che i controlli delle banche nelle società, non hanno l'efficacia che dovrebbe avere quello esercitato dagli azionisti direttamente interessati.

Ricordiamo poi, che la maggior parte dei risparmiatori ha già dimo-

strato coi fatti la propria simpatia per le obbligazioni, appunto perchè l'incertezza nel discernere tra titolo buono e titolo non buono, li spinge a ricorrere ad impieghi sicuri e di perfetto riposo.

Il fenomeno del quale prima parlavamo ha dunque un'importanza molto relativa, e certo inferiore a quella che ha assunto pochi giorni fa, per l'imponenza dei mezzi adottati per lo studio del fenomeno stesso.

Verber

### Il bilancio dell'Italgas

Nella prossima assemblea dell'Italgas verrà presentato il bilancio che sommariamente riportiamo (raffrontandolo con quello dello scorso anno nelle cifre tra parentesi). In milioni di lire.

#### ATTIVO

Impianti concessioni Livorno, milioni L. 10,8 (10,7); titoli di proprietà 439,2 (475,0); scarto mutuo I. M. I. da ammortizzare 10,8; scorte 0,4 (0,5); cassa 0,06 (0,14); banche 31,3 (6,4); debitori 146,3 (47,8); debitori per avalli 23,8 (83,7); conti d'ordine 570 (530,9); perdite 1931-1932 (328,7). Totale 1.232,7 (1.484,3).

#### PASSIVO

Capitale 260 (260); fondi oscillazioni e riserve 55,2 (160) I. M. I. c/mutuo 140 (—); creditori 183,7 (450,7); avalli, fidejussioni 23,8 (83,7); conti d'ordine 570 (530,9). Totale 1.232,7 (1.484,3).

#### CONTO SPESE E VENDITE

Spese: generali 0,827 (0,750); tassa registro 0,936 (—); interessi e sconti 31,358 (27,687); imposte e tasse 0,463 (7,545); quota fondo imposte tasse — (2,321); fondo licenz. personale — (0,302); perdite al 1931 — (315,4); totale 33,6 (354,3).

Rendite: dividendi su titoli 14,4 (6,4); proventi industr. e comm. 7,3 (19,2); sopravvenienze 3,5 (—); dal fondo oscill. titoli, a pareggio 8,4 (—); perdite al 31 marzo 1932 — (328,7); totale 33,6 (354,3).

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

## CONTABILITA' MECCANICA

OLIVETTI presenta 4 modelli di macchine contabili. Di questi, la OLIVETTI Mod. 52 è la più completa, e si presta in modo incomparabile alle più complesse applicazioni, specialmente bancarie.

## OLIVETTI

Ing. C. OLIVETTI & C., S.A.

Servizio organizzazione

Via Palermo, 1 MILANO Telefono 81-202

