

BORSA

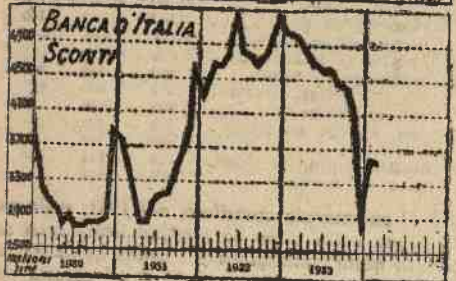
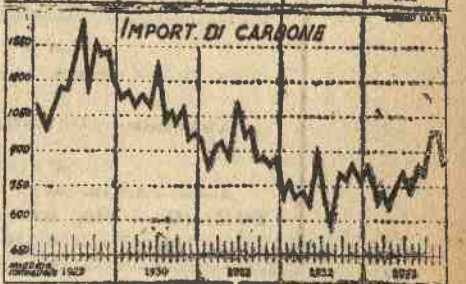
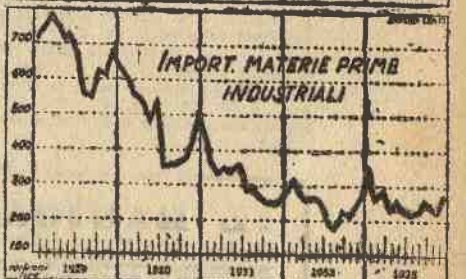
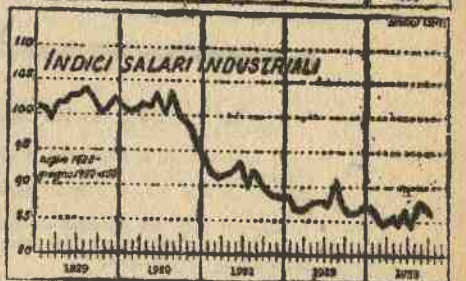
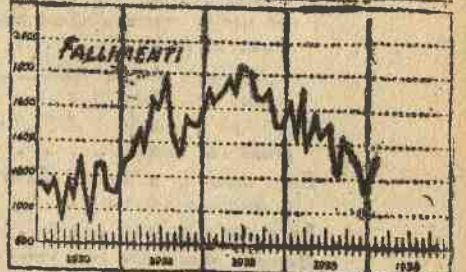
QUINDICINALE DEI MERCATI FINANZIARI

Milano, 3 marzo

La fiorita di assemblee degli azionisti delle più importanti imprese riporta in discussione il tema creditizio, e quello — che può sembrare formale, ma non è — della struttura bancaria dei vari Paesi. E' forse, quello dell'ossatura bancaria, il problema che più occupa e preoccupa, e al quale tentano di trovare una soluzione particolarmente gli Stati Uniti e la Germania: ma è quesito posto anche per gli altri, in questo groviglio di quesiti che la crisi ha accentuato.

Quasi dappertutto la banca ha sofferto di elefantiasi, ha distribuito credito con criteri qualche volta allegri e spensierati, è diventata un piccolo stato nello stato; e — sopraggiunta la crisi — ha approfittato largamente dei salvataggi, lasciando alla collettività il grave retaggio. Ma, delle imprese ingigantite dalla favorevole congiuntura, la banca è forse quella che meno delle altre ha adeguato la propria ossatura alle nuove condizioni. Molte delle sue peculiari attività sono ormai delegate a nuovi organismi, e lo stesso limitato campo d'azione comporta, per traffici meno intensi e per compiti più semplici, una struttura più snella e meno costosa. Infine, la tecnica bancaria e le nuove caratteristiche del bisogno di credito sembrano esigere una specializzazione più spiccata, una eliminazione di doppioni; e le nuove direttive della politica economica affioranti in tutti i Paesi sembrano avviarci verso una nuova « neutralità » dello Stato in questo delicatissimo campo, sia per ciò che concerne la distribuzione del credito, sia per quel che riguarda il prezzo del credito stesso. Si aggiunga che — indipendentemente da ogni altra considerazione di carattere ciclico —, e non soltanto nei Paesi a moneta svalutata, il risparmiatore pare preso dalla mania della « sicurezza » e tende in ogni modo a ridurre la zona di rischio che faceva dell'impiego di capitali una caratteristica peculiare, sì che l'alterata proporzione tra azioni ed obbligazioni non potrebbe dirsi strettamente ed unicamente congiunturale. Donde l'accentuato bisogno, da parte del risparmiatore, più della sicurezza che dell'alto reddito: tendenza che può non essere effimera, e che influirà sulla struttura bancaria dei vari Paesi.

Il tema dell'ordinamento bancario è senza dubbio uno dei più attuali, nel mondo intero. E' il cuore del paziente, e regola tutta la circolazione; occorre perciò, nel clinico, una cauta diagnosi e una ancor più cauta prognosi. E soprattutto non occorrono caffeine eccitanti; come ancora ieri ha recisamente affermato il ministro Jung a proposito della moneta. L'esempio degli Stati Uniti, che si trascinano l'insolubile problema bancario dal 1929 a oggi (e forse non soltanto da allora), è largo di insegnamenti e di ammonimenti per i fautori delle cosiddette sovraestensioni monetarie; ma indica altresì l'estrema delicatezza ed importanza della sistemazione bancaria d'un Paese.



XV FIERA DI MILANO
12-27 Aprile 1934 - XII

IL MASSIMO MERCATO INTERNAZIONALE D'ITALIA

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

1934 (XII)
3 Marzo n.
n. 5, anno II

25

e. c. postale

«BORSA», esce il 1 e il 15 di ogni mese
Abbonamento annuo L. 40 (estero L. 56)
Un fascicolo . . . L. 2 (estero L. 3.-)
CASA EDITRICE ARACNE
MILANO - Via Kramer, 33 - Tel. 91-543

Milano, 3 marzo 1934-XII

Sommario del n. 25 (5)

Editoriale	pag. 1
Quindici giorni	» 2
Una politica errata: il rialzo artificiale dei prezzi (F. A. VON HAYEK).	» 3
Inflazione in Inghilterra? (MAURO FERMAR)	» 5
Le vicende del mercato finanziario italiano attraverso il quindicennio postbellico (RICCARDO BACHI)	» 6
Mercato valori (m. s.)	» 8-9
Esami di bilanci (Bilanci della Fiat e della Snia; esami dei bilanci Adriatica di Elettr., Banca Cooperativa di Novara (m. s.); Raffinati (edram)	» 10-11
Massimi, minimi e rendimento dei titoli; massa d'affari alla Borsa di Milano	» 11
Un cliente di cinque miliardi di dollari (M. MARCELLETTI)	» 12
Morbilità e mortalità delle imprese (L. LEN.)	» 13
Sette mesi di conto del Tesoro e Bilancio (mmm.)	» 14
Le materie prime	» 14
Mercato monetario (C. Van.)	» 15-16

“S. A.” (Scliarade Artistiche)...

Gli azionisti di una Società Anonima, all'assemblea convocata per il prossimo marzo, discuteranno un ordine del giorno nel quale, per la parte straordinaria, si propone:

a) aumento del capitale da L. 900.000 a L. 3 milioni, mediante emissione alla pari di azioni nuove da nominali L. 25 cadauna;

b) successiva riduzione del capitale sociale da L. 3.000.000 a L. 380.000, mediante riduzione del valore nominale delle azioni da L. 25 a L. 3

Vi saranno azionisti, i quali verseranno L. 25 per assistere successivamente al taglio di L. 22 per azione. Il presidente della Società, lo crede. Noi dobbiamo limitarci ad ammirare lo spirito di sacrificio dei futuri sottoscrittori, salvo che non ci sia... un trucco!

IL RAGIONIERE PROFESSIONISTA

Rivista di
Economia - Commercio - Ragioneria

Abbonamento annuo L. 30

Direzione
Amministrazione, Pubblicità:
TORINO - Via Arsenale N. 29
Casella Postale 274

ANNUARIO DI BORSA

Il Dr. B. Vasile ha edito anche quest'anno il suo noto «Annuario di Borsa», preceduto da un'agenda di borsa. Il volume, che si presenta in rinnovata e bella veste editoriale, comprende non soltanto un ricco notiziario e tabellario utile ai risparmiatori, ma gli elenchi degli agenti di cambio d'Italia, cifre sui titoli quotati, sul servizio cedole, notizie economiche e fiscali. E' un prontuario di indubbia utilità.

1934
B. Vasile, editore
ROMA

★ L'Information del 27 febbraio reca una tabella riassuntiva delle condizioni dei regimi monetari a fine febbraio, raffrontandole con quelle del 1° gennaio 1930. Diciannove Paesi sono rimasti a regime immutato di cui otto a tallone aureo (Francia, Olanda, Svizzera, Belgio, Italia, Polonia, Lituania e Romania); due a tallone argenteo (Cina e Persia); uno bimetallista (Messico); sette a regime monetario immutato ma con corso forzoso (Spagna, Turchia, Giappone, Russia, Brasile, Argentina e Uruguay). Ventotto Paesi hanno modificato il loro regime monetario. Uno, l'Indocina, ha mutato la sua piastra in argento instaurando dalla fine maggio 1930 il tallone aureo; due hanno modificato la parità aurea (corona Cecoslovacca e dollaro degli Stati Uniti, perdendo la prima il 16,66 % e il secondo il 40,94 %). Venti Paesi hanno dichiarato l'inconvertibilità (Inghilterra, Portogallo, Svezia, Norvegia, Danimarca, Finlandia, Jugoslavia, Egitto, Canada, India, Columbia e Bolivia nel 1931; Australia nel 1930; Grecia, Africa del Sud, Siam, Equatore, Cile e Perù nel 1932 e l'Estonia nel 1933). Infine cinque paesi hanno determinato una stretta regolazione dei cambi, tutti nel 1931 (Germania, Ungheria, Austria, Bulgaria e Lettonia). Il massimo della svalutazione subita dopo il gennaio 1930 è stata del 64 % per il Messico, del 62 % per il Giappone, del 58 % per la Bolivia, del 57 % per la Columbia, del 53 % per il Brasile, del 54 % per la Grecia, del 55 % per la Persia. Gli altri Paesi hanno subito una svalutazione inferiore al 50 %. Il minimo è dato dalla Cecoslovacchia (16,66 %) e dalla Jugoslavia (22 %); per gli altri la svalutazione oscilla dal 37 al 50 %.

★ La bilancia inglese dei pagamenti è stata stimata per il 1933 (in milioni sterline):

	1931	1932	1933
Eccesso importazioni	408	287	284
Eccesso pagam. govern.	—	24	—
	408	311	284
Eccesso riscoss. govern.	14	—	—
Noli attivi	80	70	85
Invest. all'estero	170	145	155
Commissioni, ecc.	30	25	30
Altre attività	10	15	10
	304	255	280
Credito o debito stimato della bilancia	— 104	— 56	— 4

L'eccesso di importazione diminuisce poiché, mentre l'esportazione è rimasta a 422 milioni di sterline come nel 1932, le importazioni sono cadute da 709 a 686 milioni. Nessun sensibile mutamento nella bilancia dei pagamenti intergovernativi. Nel 1932 il debito includeva 29 milioni di sterline pagate agli Stati Uniti per i debiti di guerra, da raffrontare con le entrate ammontanti a 3,3 milioni nel 1933: ma questi dati vengono omissi dalla stima. L'industria dei noli continua a soffrire delle condizioni di crisi poiché la media dei noli è declinata nell'anno del 3-4 %. Il reddito degli investimenti all'estero si ritiene aumentato di 10 milioni di sterline poiché gli aumenti per pagamenti di servizi di obbligazioni prima sospesi, sono stati in parte taglieggiati da nuove insolvenze. L'aumento di 5 milioni di sterline nel credito a breve termine sembra giustificato per la rinnovata attività dello scambio con l'estero e dei mercati azionari. Le entrate derivanti da «altre fonti» si sono ridotte di 5 milioni di sterline per la diminuzione del turismo. In complesso i dati per il 1933 mostrano una bilancia approssimativamente in pareggio. L'eccesso di importazioni di oro, valutato in sterline, fu di 196 milioni. La riserva d'oro della Banca d'Inghilterra, valutata alla vecchia parità, aumentò di 71 milioni nel 1933.

★ Il reddito nazionale degli Stati Uniti è stato stimato nel 1932 in 38,3 milioni di dollari contro 54,7 nel 1931, 70,5 nel 1930 e 83 nel 1929. Espresi in percentuale del 1929, i redditi di valore scendono a 59,8 %, mentre i redditi della proprietà scendono a 69,5 % e i profitti delle imprese a 55,6 %. E' invece caratteristica la stabilità dei redditi derivanti da interes-

si i quali rimangono a 96,8 % rispetto al 1929, mentre i dividendi cadono a 93,4 %. La ripartizione dei redditi, calcolato 100 il totale dà 64,5 % dei redditi di lavoro (contro 65,2 nel 1929); il totale dei redditi della proprietà aumentata da 15,1 % nel 1929 a 17,3 % nel 1932. I redditi degli imprenditori si flettono invece dal 19,7 % al 18,1 %.

★ Il governo di Tokio progetta di tassare con particolare intensità le merci importate dai paesi che hanno deciso di contingentare l'entrata di prodotti giapponesi.

★ La produzione di oro nel Transvaal è stata nel gennaio 1934 di 907.641 once di fino contro 967.457 nel gennaio 1933. Nell'intero 1933 la produzione è stata di 11.000.000 di once contro 11,6 nel 1932. La media mensile del 1933 è stata quindi di 918 migliaia di once.

★ La tesaurizzazione d'oro in Francia è stata calcolata da L'Information; essa ammonterebbe attualmente a 15 miliardi di franchi. A tale tesaurizzazione d'oro è da aggiungere quella di biglietti che si stima di 25 miliardi di franchi: un totale quindi di 40 miliardi di franchi. Il problema della tesaurizzazione in Francia assume quindi una ampiezza imponente e senza dubbio mette le condizioni monetarie della Francia su una base assai delicata.

★ I redditi della Banca di Francia negli ultimi tre anni possono essere così chiariti in relazione alle attività produttive (in milioni di franchi):

Attività produttiva	1921	1932	1933
portaf. sconto, medio	6.800	3.200	3.200
portaf. divise	24.000	12.000	3.800
anticip. su titoli	2.800	2.700	2.700
saggio di sconto %	2-2½	2½	2½
saggio di anticip. %	4½	4½	4½
Redditi lordi, totale	885	598	397
di cui portaf. sconto	175	120	107
id. id. divise	495	240	50
id. anticip. su titoli	130	128	124
Utili	309	124	83
Redditi dispon. dell'eserc.	989	711	508
Spese dell'esercizio	780	587	420

★ Il commercio mondiale, nel 1931, vede per la prima volta dopo lo scoppio della crisi un arresto nelle contrazioni e i cenni della stagionalità appaiono. Siamo al 30 % al disotto del commercio del 1929 (in volume), e la contrazione dei prezzi è stata di circa il 50 %, per cui la contrazione in valore del commercio internazionale raggiunge i due terzi. Eppure, non si arrestano le scaramucce di questa interminabile battaglia per ridurre ulteriormente gli scambi internazionali. Ciò che conta, per l'esame della depressione, è la riduzione del volume delle transazioni, e non la riduzione dei disavanzi della bilancia commerciale dei singoli Paesi.

★ In Francia si è preoccupati dell'andamento della bilancia commerciale: in soli due anni (1932 e 1933) le esportazioni francesi sono diminuite di 12 miliardi di frs. Nel 1933 raggiungono i 47 miliardi (contro 108 nel 1921) e le importazioni sono superiori di 10 miliardi a tale cifra. Ma il ministro Germain Martin ha dichiarato che nessuna manovra monetaria sarà posta in atto per affrontare il problema delle esportazioni, che rimane un problema di riduzione di costi.

★ Il ministro delle finanze del Canada ha approvato lo schema per l'istituzione di una Banca Centrale del Canada. Di tale progetto ci aveva parlato su Borsa (n. 23) Gilbert C. Layton.

★ Il consiglio nazionale della potassa, creato in Germania nel 1919 e riorganizzato con la legge 21 aprile 1933, è stato soppresso con altra legge entrata in vigore il 1° gennaio 1934. La nuova legge sostituisce il consiglio con un «Sindacato della potassa» obbligatorio.

★ Un piano quinquennale di sviluppo di mezzi di comunicazione si sta studiando in Grecia. Il governo ha proposto di convocare una riunione speciale dei capi dei partiti per studiare la questione.

Una politica errata:

il rialzo artificiale dei prezzi

“I responsabili della politica monetaria si troveranno prima o poi di fronte a un problema contrario a quel che ora si pensa; il problema di come impedire al rialzo di alcuni prezzi di sboccare in un generale rialzo di prezzi con gli effetti turbativi conseguenti...”

L'idea che si possa tornare alla prosperità col rialzare i prezzi al livello a cui stavano nell'ultimo degli anni prosperi ha fatto larga breccia sulla immaginazione della gente. L'attuale sistema dei prezzi è tutt'altro che perfetto, è vero, ed è innegabile che occorreranno sensibili cambiamenti nella sua struttura prima che l'industria rifiorisca: questi difetti sono sempre stati riconosciuti come un lineamento fondamentale di ogni crisi. La dottrina che è tanto popolare oggi, però, ha questo di particolare: che invece di badare nel rapporto tra i prezzi attuali delle differenti merci, si concentra sul rapporto tra una media arbitraria di tutti questi prezzi, e una media consimile, pure arbitraria, dei prezzi delle stesse merci, praticati a qualche epoca passata. Tale indirizzo, affatto recente, risulta dalla discussione di uno speciale ordine di problemi. Quando nell'immediato dopo-guerra, gli economisti si proposero il compito di convincere i reggitori degli Stati e l'opinione pubblica che il sistema di coprire i disavanzi dei bilanci pubblici mediante l'inflazione portava al disastro, essi dovettero spiegare in modo assai semplicizzato gli effetti delle alterazioni nella quantità di moneta, e illustrare con poche semplici cifre i loro argomenti. Il pubblico finì coll'imparare la lezione anche troppo bene, e fu presto invaso da una fede quasi superstiziosa nei numeri-indici. In fatto di scienza economica, però, una mezza nozione è peggio dell'ignoranza, perchè tende a confondere ciò che apparirebbe chiaro al semplice buon senso.

Senza dubbio, rapide variazioni del livello dei prezzi sono dannose e tendono a disorganizzare la produzione se si teme che abbiano a verificarsi di continuo. Ma è cosa del tutto differente sostenere che non la variazione, ma il *mutato livello* dei prezzi è ciò che danneggia; e che è quindi conveniente correggere il cambiamento in una direzione con un cambiamento nella direzione opposta, allo scopo di ritornare a quello che si considera il livello *normale* dei prezzi.

Gli effetti deleteri di questo errore furono sperimentati dall'Inghilterra, quando si tentò di usare la deflazione per controbattere la inflazione postbellica e tornare al livello di prezzi dell'anteguerra, che allora si riteneva normale. Certo vi furono coloro che ottennero da tale politica un sollievo e un parziale compenso alle perdite subite nel periodo precedente: mentre al contrario altri patirono nuove perdite a causa della deflazione. Ma il punto essenziale da ricordare è che mentre gli effetti durevoli di una variazione del livello dei prezzi riguardano soltanto la distribuzione del reddito (alcuni guadagnano, altri perdono, e in complesso danni e vantaggi si compensano), ogni nuovo turbamento monetario, paralizzando la produzione, sia immediatamente, sia a scadenza più o meno remota, riduce il complessivo reddito sociale. Avviene in questo come in molti altri casi, quando si vuol correggere un cambiamento nella distribuzione del reddito tra differenti classi — e non si può farlo senza ridurre il reddito totale della collettività.

Federico von Hayek è uno dei rappresentanti più valenti della nuova scuola austriaca capitanata da von Wieser. Chiamato alla cattedra di scienza e politica monetaria nella Scuola di economia della Università di Londra, Hayek divide con Keynes, Cassel e Robertson la palma della notorietà negli odierni studi sulla moneta. Nel presente articolo egli condensa incisivamente il suo giudizio sulla moneta manovrata; negativo naturalmente, come si conviene al brillante autore de I prezzi e la produzione e della Teoria monetaria del ciclo economico, strenuo paladino della moneta neutrale invariabile nella quantità. Senza spingerci a questo estremo rigore, noi condividiamo pienamente il pensiero di Hayek nel diffidare delle manipolazioni monetarie, come sa chi ci ha seguito finora. Siamo quindi particolarmente lieti di offrire ai lettori di Borsa, col presente scritto di Hayek, una autorevole conferma del nostro modo di vedere.

E' molto importante distinguere tra loro nettamente i due differenti aspetti delle variazioni monetarie. Il primo, dovuto all'esistenza di contratti a lungo termine per il pagamento di somme fisse di moneta, si verificherebbe anche se tutti i prezzi cambiassero nel medesimo tempo, nella stessa direzione e in grado identico. Qualsiasi aumento del livello dei prezzi danneggerebbe il creditore, favorirebbe il debitore — e il contrario dovrebbe dirsi per ogni riduzione del livello. Ma in questo caso non ci sarebbe motivo di attendersi alcun notevole o duraturo effetto sul volume della produzione o dell'impiego di mano d'opera. L'interesse e il rimborso dei debiti non sono costi variabili col crescere o diminuire della produzione — e quindi un mutamento nel carico del debito non

modificherebbe, nel complesso dell'attività economica, la convenienza a produrre. Potranno arricchire o andare in rovina singoli individui — potrà spostarsi da una mano all'altra la proprietà di terre, impianti, strumenti di produzione e quindi temporaneamente sconvolgersi il mercato — ma la ripresa della produzione non tarderà a verificarsi, qualora il processo non venga intralciato.

L'effetto veramente importante sul volume della produzione, invece, non ha nulla a che fare col livello *assoluto* dei prezzi, ma è connesso ai *cambiamenti* nei rapporti tra i singoli prezzi dei beni e dei servizi — cambiamenti sempre causati dalle stesse forze che danno luogo a violente alterazioni del livello dei prezzi. In generale, quel gruppo di prezzi che rappresenta il costo di altre merci muterà relativamente al prezzo di queste ultime: queste discrepanze tra i vari prezzi possono inceppare la produzione e determinare ingenti perdite per la società nel suo complesso. E per quanto sia desiderabile preservare, o ripristinare, la giustizia nei rapporti tra debitori e creditori, è ancora più importante assicurare la continuità della produzione. Nè si può ritenere che a conseguire i due fini giovino identiche misure. Al contrario, secondo suggerisce l'esperienza, i provvedimenti che aiuterebbero adesso i debitori col rialzare il livello dei prezzi, porterebbe probabilmente a una ulteriore disorganizzazione della produzione; poichè il processo mediante il quale si determina il cambiamento del livello dei prezzi comporta necessariamente considerevoli alterazioni nel rapporto tra i singoli prezzi. Non si possono cambiare tutti i prezzi simultaneamente o nello stesso grado. Se poi ciò fosse possibile, non si avrebbe l'effetto sperato dalle misure attuate. Vi è ancora meno ragione di credere che le alterazioni dei prezzi verificantisi durante questo processo di « riflazione » sarebbero nella direzione giusta. Di certo vi è solo questo: che quelle variazioni mancheranno dell'unica qualità essenziale per il ritorno a una durevole prosperità — quella di creare aspettative che possano realizzarsi.

Le alterazioni nei rapporti dei prezzi provocate da mutamenti nella quantità di moneta saranno necessariamente di natura temporanea: esse tenderanno a rovesciarsi verso i rapporti primitivi non appena la quantità della

moneta cesserà di variare — e nel frattempo la produzione sarà stata fuorviata entro canali che finiranno col dimostrarsi non redditizi. Per quanto ne sappiamo, è molto probabile che questi deviazioni della produzione, causati da temporanee alterazioni della struttura dei prezzi in seguito al variare della quantità della moneta, siano la causa fondamentale della crisi e della depressione economica. Indubbiamente, se l'accelerarsi del processo di ripresa già iniziato provocherà altri squilibri nella produzione, con la conseguenza inevitabile di una nuova depressione più tardi, il temporaneo beneficio sarà ottenuto a troppo caro prezzo.

E' vero che un anno fa si poteva ancora sostenere con qualche fondamento che non si trattava soltanto di accelerare la ripresa, ma di porre termine alla pericolosa « spirale della deflazione » che trascinava l'attività economica in una depressione sempre più profonda. Ma noi siamo entrati da poco in una nuova fase della depressione. Il processo deflazionistico è finito — e appena è riapparso un periodo di prezzi relativamente stabili sono rinate le speranze, mostrandosi poi chiari segni di ripresa. Il problema ora non è più di impedire un inasprimento della depressione, ma di accelerare la ripresa.

Non può negarsi che un risoluto tentativo di rialzare il livello dei prezzi conseguirebbe probabilmente questo immediato effetto: ma sarebbe molto pericoloso a lungo andare. Anche astraendo dal fatto che la prosperità così creata sarebbe probabilmente assai effimera, tale politica incontrerebbe altre gravi difficoltà. Intanto non vi è alcun criterio scientifico sul quale basarsi per fissare quale mèta da raggiungere un particolare livello di prezzi. Il livello del 1931, o quelli del 1929, o 1926 o forse anche del 1921 o 1914, avrebbero su per giù lo stesso grado di plausibilità. E per le ragioni già dette, il ritorno a uno qualunque di tali livelli non produrrebbe l'effetto di ripristinare per ciascun individuo la posizione in cui si trovava nell'anno scelto come tipo. In molti rami di industria, nei quali i costi già si sono aggiustati, ma che risponderebbero solo tardivamente a un nuovo movimento dei prezzi all'insù, l'effetto di un rialzo al livello del 1929 sarebbe pari a quello di una forte inflazione. In altri — e specialmente in quelli da cui si levano voci più insistenti per il rialzo dei prezzi — l'effetto si risolverebbe molto probabilmente in una delusione. Non sorprende che le industrie che sopportano un maggior peso di vecchi debiti — e quindi reclamano con maggiore insistenza una riduzione nel valore della moneta — siano in pari tempo quelle, le cui difficoltà sono molto più antiche della presente depressione e non vennero causate dalle alterazioni monetarie. In particolare, la

speranza degli agricoltori, in America e altrove, che le loro difficoltà possano vincersi mediante una qualsiasi specie di manipolazione della moneta è certamente illusoria. D'altra parte, è molto pericoloso alimentare speranze destinate ad andar deluse. Se il ritorno al livello di prezzi del 1929 non riuscirà nell'intento, si manifesteranno pressioni ugualmente forti per risalire al livello del 1921 o anche ad un altro livello ancora più alto. E poichè le ragioni contro il ritorno al livello del 1929 non sono più fondate di quelle contro una dose ancor maggiore di inflazione, sarebbe difficile resistere a quelle pressioni una volta « creato il precedente » coll'iniziare la politica di rialzo dei prezzi.

Ma l'argomento decisivo contro tali esperimenti, nel momento attuale, mi pare di differente natura. Ogni processo di ripresa, per condurre a condizioni abbastanza stabili, deve permettere l'adattamento dei prezzi e dei metodi di produzione alle circostanze esistenti. E la condizione più importante da soddisfare se si vuole che il processo continui abbastanza rapido, è di fare in modo che quelle circostanze rimangano, per quanto è in nostro potere, stabili. Instillare negli imprenditori la fiducia che i loro calcoli, basati sui prezzi correnti, non saranno ancora sconvolti da impreveduti mutamenti è più importante di ogni altro singolo fattore, per rianimare la domanda dei prodotti delle industrie ora maggiormente depresse. Il migliore aiuto alla ripresa può venire dal ridurre l'incertezza riguardo alla politica economica, e dal facilitare l'adattamento dell'industria alle condizioni attuali. Queste direttive offrono larghe possibilità di azione in vari campi, diversi dalla politica monetaria, per la quale è requisito essenziale la stabilità.

Dire che non si dovrebbero adottare misure per rialzare i prezzi in generale non significa, naturalmente, che ogni prezzo singolo abbia a rimanere dove si trova presentemente. Non vi è dubbio che, col graduale ritorno della fiducia e con la ripresa degli investimenti di capitale, alcuni prezzi saliranno notevolmente senza alcuna deliberata azione a quello scopo. In realtà è probabile che i responsabili della politica monetaria si trovino prima o poi di fronte a un problema contrario a quel che oggi si pensa comunemente — il problema cioè di come impedire a questo rialzo di *alcuni* prezzi dallo sboccare in un *generale* rialzo dei prezzi con tutti gli effetti turbativi che tale movimento sempre determina per la attività industriale. Purtroppo, però, questo momento non è ancora arrivato.

F. A. von Hayek

Copyright by « Borsa »

Inflazione in Inghilterra?

(continuazione dalla pagina 5)

Se si consultassero cifre (non ancora disponibili) riguardanti tutto il sistema bancario inglese l'aumento nei depositi sarebbe senza dubbio più marcato.

La nostra discussione potrebbe arrestarsi qui: per solito le variazioni nel totale dei depositi bancari — sia pure con le riserve d'uso — sono considerate come un sintomo attendibile di variazioni analoghe nella *moneta bancaria*, in quella quota dei depositi cioè che dalla collettività, è destinata a scopi monetari. E' bene tuttavia aggiungere che osservando la ripartizione percentuale dei vari tipi di depositi al totale, si può aggiungere qualche argomento che avvalora la nostra opinione.

Il totale dei depositi viene suddiviso infatti, nelle statistiche bancarie inglesi, in due categorie: depositi a vista (*current accounts*) e depositi a termine (*deposit accounts*). Sui primi i grandi istituti inglesi, per solito, non corrispondono interessi di sorta è piuttosto difficile quindi che, in questa categoria, vengano compresi depositi, tenuti dalla collettività, a scopi non monetari (a scopi di risparmio ad esempio). Ed il Keynes stesso utilizza i dati statistici che riflettono le loro variazioni, per giudicare delle mutazioni nei suoi depositi monetari (*cash deposits*). Ora, nel 1933, sono appunto i depositi a vista che aumentano, in confronto al totale, in misura assai

maggiormente che i depositi a termine: di modo che i primi, i quali in media nel 1932, rappresentavano il 49,5 per cento del totale dei depositi, salgono fino a costituire, in media, nel 1933, il 51,3 per cento del totale stesso.

Mi pare sommamente improbabile si possa dimostrare, che, nel solo 1933, il volume della produzione e degli scambi, la struttura dell'apparato produttivo inglese, abbiano subito modificazioni tali, da giustificare un aumento dei mezzi monetari così marcato. Risponderemmo quindi in senso affermativo alla domanda espressa nel primo paragrafo di questo articolo.

Ciò, a mio avviso, è della maggiore importanza: in quanto permette di considerare da un punto di vista mutato il miglioramento della situazione economica inglese; e soprattutto rende legittimo il dubbio sul protrarsi di questo miglioramento non appena cessi (e dovrà inevitabilmente cessare) lo « stimolo » monetario.

Maaro Fermar

NOTA BIBLIOGRAFICA. — Oltre al classico BAGEHOT (*Lombard Street*) ormai interessante quasi soltanto da un punto di vista storico, si consulti per comprendere il significato delle variazioni nei conti bancari più sopra citato il diffusissimo H. WITHERS, *The meaning of the money*, di cui esistono numerosissime edizioni. Qualche particolare meno facile a trovarsi possono dare il LEAF (*Banking*, 1928) ed il MINTY (*The English Banking Methods*, 1925). I libri dello SPALDING sono inferiori alla loro fama. Nel numero di dicembre della « Rassegna Trimestrale » della Banca Commerciale Italiana, il prof. T. E. GREGORY parla in un lungo articolo — assai elementare — dell'organizzazione bancaria inglese; anch'esso può costituire una prima guida, facile e piana, ad uno studio in argomento.

Per la distinzione fra depositi a scopi monetari, a risparmio ecc. consulta innanzi tutto MARSHALL (*Money, Credit and Commerce*, 1923) e J. M. KEYNES (*A treatise on money*, 1930) nonché i suoi interessantissimi *Essays in persuasion*, 1932.

Inflazione

in Inghilterra?

Il titolo di questo scritto ci ha dato qualche preoccupazione. Parlando di *inflazione* si corre il rischio di far turbinare di fronte agli occhi del pubblico, colto ma non specializzato, un nugolo di carta monetata. E questo nel nostro caso, sarebbe un male grave. Ma d'altro canto riferendoci soltanto ad una *espansione creditizia*, rischieremo di non esser affatto compresi. Quindi, tra due mali, abbiamo preferito affrontare il primo procurando di « sterilizzare » l'ambiente con l'avvertire che in questo caso la parola *inflazione* deve esser intesa in senso stretto: come riferentesi cioè ad un aumento nei mezzi di pagamento (monetari e creditizi) in rapporto al volume delle merci scambiate, senza però che questo aumento debba assumere quelle enormi proporzioni di cui non mancano frequenti esempi nel dopo guerra.

Lo spunto di quest'articolo ci venne fornito dall'attuale situazione economica. Mentre nella maggior parte dei paesi a valuta sana la situazione economica nel 1933 e nei primi mesi del 1934 non ha mostrato infatti che ben scarsi e limitati accenni ad un miglioramento (di modo che sarebbe più proprio forse parlare di stasi piuttosto che di una inversione nella tendenza economica) la situazione inglese invece permette qualche maggior ottimismo. La produzione industriale aumenta in modo indiscutibile; gli indici dell'occupazione operaia ne risentono, variando nello stesso senso; il movimento commerciale con l'estero accenna a migliorare; gli scambi all'interno sono, senza dubbio, superiori ai minimi toccati nel 1931-32 e così via. Nulla sarebbe più facile che continuare in questa elencazione, poichè il citare i segni della ripresa costituisce la trama sulla quale s'intessono tutte le rassegne di fine d'anno.

E' quindi, in certo modo, legittimo il dubbio: non può questo miglioramento, che si distingue dalla situazione generale, essere dovuto al fattore monetario? Od, in altre parole, non può affermarsi che una « relativa inflazione », e cioè che un aumento di mezzi di pagamento in relazione al volume degli scambi, abbia stimolato questo miglioramento?

Non possiamo qui che esaminare il lato monetario della questione. Le variazioni dal « lato delle merci » cioè nel volume degli scambi, assai più difficili a seguirsi statisticamente, si trascurano. Ciò introduce nelle conclusioni, qualunque esse siano, un elemento di dubbio. Sta per certo tuttavia che, se ci troveremo di fronte, per cause che procureremo di analizzare, ad un *marcato* aumento nei mezzi monetari, quale non potrebbe presumersi, — per la brevità del tratto di tempo concesso — nel volume delle merci scambiate, l'ipotesi che qui avanziamo di uno stimolo monetario, al miglioramento economico, sarà resa assai attendibile, se non scientificamente provata.

Nella seguente tabella sono riuniti alcuni dati (medie annuali) tratti dalle situazioni settimanali della Banca d'Inghilterra.

Anno	Riserva aurea	Circolazione	Riserva del Dip. banc.	Depositi di banche	Portafoglio Titoli Stato	Altri titoli
		(1)	(2)			
1930	155.1	415.1	56.5	65.5	49.7	28.8
1931	139.7	406.0	51.2	64.7	45.5	38.6
1932	130.4	405.4	45.9	81.3	64.0	39.2
1933	176.6	440.4	69.2	99.9	79.6	25.9
	A	B	C	D	E	F

(1) Biglietti emessi: la circolazione effettiva è data da questa cifra meno le riserve del dipartimento bancario.

(2) Biglietti emessi ma non in circolazione.

Colpisce, innanzi tutto, il forte aumento avutosi nel 1933 nella «riserva aurea»: essa è conseguenza degli acquisti di metallo effettuati, sul mercato, dalla banca centrale, — talvolta anche per il tramite del « Fondo di stabilizzazione per i cambi » — facilitati dagli spostamenti di capitali, verso Londra, verificatisi specialmente nel secondo semestre 1933. L'ab-

bandono del « gold standard » ha coperto la Banca d'Inghilterra, — almeno finchè il fondo di stabilizzazione dei cambi ha divise disponibili, — da perdite di oro.

Date le prescrizioni della legge bancaria inglese, l'aumento nella riserva aurea doveva necessariamente condurre ad un aumento nella « circolazione » (biglietti emessi: in circolazione cioè e nel dipartimento bancario) (Col. B). E tale aumento è tanto più apprezzabile in quanto il limite per la circolazione scoperta (s'intende da riserva metallica) portato a 275 milioni di sterline il 31 luglio 1931, è stato ricondotto il 31 marzo 1933 al livello normale di 260 milioni.

Le variazioni nella colonna A e nella colonna B si riflettono sui dati della colonna C che raggruppa quella che viene designata dai pratici come « riserva del dipartimento bancario » (biglietti emessi, ma non in circolazione): riunisce cioè le cifre sulle quali in genere ci si basa per giudicare della situazione monetaria del mercato londinese: dato che « grosso modo », ad un'alta riserva bancaria corrisponde una facile politica di concessione di credito, da parte della banca centrale (che ha un largo margine di copertura dei propri impegni) ed un basso livello di saggi monetari, ed a una « bassa » riserva una situazione inversa. Quantunque possa venir giudicato assai ardito e forse imprudente il voler far illazioni sulla politica della Banca d'Inghilterra, basandosi su poche cifre, le variazioni nei dati delle colonne (E) ed (F) indurrebbero ad affermare che la banca centrale, dal suo canto, ha favorito questa facilità sul mercato del denaro, — conseguenza dell'afflusso aureo — compensando, con un aumento nelle operazioni attive « volontarie » (col. E) la diminuzione che si verificava in quelle « involontarie » (col. F).

Conseguenza prima di questa politica di credito facile è stata un aumento nei depositi di banche presso la Banca d'Inghilterra (col. D). E' questa la piattaforma, per esprimerci in modo plastico, sulla quale le banche inglesi costruiscono il loro castello creditizio. Ed un crescente ammontare di riserve, presso l'istituto centrale, costituisce lo stimolo più potente, per le banche di credito ordinario, ad una politica di facili concessioni di credito.

Come si sono comportate le grandi banche inglesi, in questa situazione? Hanno esse svolto la loro politica del credito, in relazione allo stimolo che a loro veniva impresso dall'organo centrale?

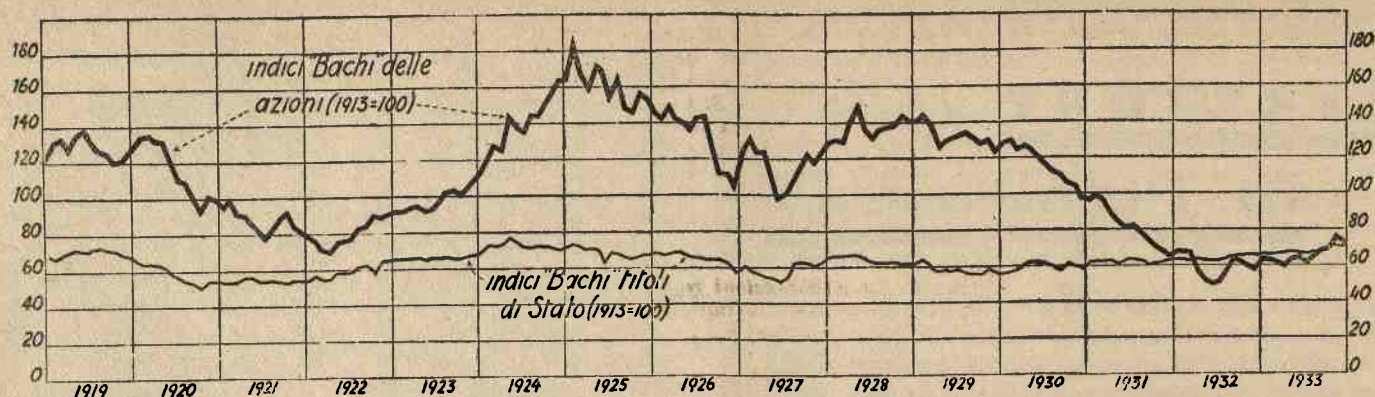
Anche in questo caso, pochi dati, riguardanti le banche londinesi associate alla stanza di compensazione — banche che costituiscono l'ossatura principale dell'intero sistema bancario inglese — possono permettere qualche ragionata illazione. La situazione economica oppone forti ostacoli ad una politica di espansione creditizia che non voglia tener in non cale i normali criteri di selezione dei crediti. Inoltre il ricorso al credito bancario, anche da parte dei privati, è assai meno intenso in questa fase congiunturale. E se ne ha una prova nella graduale diminuzione negli ultimi anni nella voce « Corrispondenti - Saldi debitori » (*Advances*), che raccoglie ancora le principali fra le operazioni attive delle banche inglesi:

Anno	Cassa e saldi presso la B. ca d'Ingh.	Depositi e conti correnti	Rapp. % fra la Cassa ed i depositi	Operazioni attive Sconti	« Advances »	Investim.
				D	E	F
1930	192	1.801	10.7	264	963	258
1931	182	1.760	10.4	256	919	301
1932	187	1.791	10.4	308	844	343
1933	212	1.953	10.8	354	759	537
	A	B	C	D	E	F

Tuttavia a questa diminuzione i grandi istituti di credito hanno fatto fronte, sia con maggiori « sconti » (data la scarsità di carta commerciale questo portafoglio è costituito per una quota assai notevole da « Buoni del Tesoro » a tre mesi) sia (e specialmente) con più ampi « investimenti », sobbarcandosi così i maggiori rischi che un più ampio incanalarsi di fondi in questa direzione — donde il defluire è assai più lento — arreca.

Di pari passo quindi con l'accrescersi del volume delle operazioni attive (a loro volta stimulate, come abbiamo visto, dall'accrescersi nelle disponibilità di cassa) aumentano i depositi: l'incremento avutosi in questa voce, raggiunge circa i 200 milioni di sterline (più del 10 per cento) nel 1932-1933.

(continua nella pagina di fronte)



Le vicende del mercato finanziario italiano attraverso il quindicennio postbellico

(prof. Riccardo Bachi)

I.

I diagrammi — che fregiano le pagine di Borsa, e costituiscono la più appariscente differenza fra il giovane vivace periodico e i fogli finanziari del passato — di solito mirano a scolpire con evidenza, solo le vicende economiche dell'ora presente. Spesso le curve si riferiscono appena alle ultime settimane, agli ultimi mesi: di rado si estendono ad un intero ciclo annuale.

Il diagramma che accompagna il presente articolo ha uno scopo storico: si protende per un intero quindicennio e risale su su, fino alla riapertura ufficiale delle borse, avvenuta sul finire dell'anno 1918, poco dopo la deposizione delle armi. Vuole rievocare nelle loro grandi linee, dinanzi alla gente di borsa, le vicende che si sono svolte fra il 1919 e il 1933. Quindici anni sono molti per un mercato così mobile come è il mercato finanziario! Questa rapida storia è narrata da due curve di numeri indici l'una relativa ai titoli dello Stato e l'altra ai valori azionari. I numeri indici hanno il loro punto di partenza, la loro base (100) nel livello delle quotazioni quale si è presentato nell'anno 1913 (la media dell'anno 1913 per i titoli di Stato; la posizione di chiusura dello stesso anno per le azioni). L'anno 1913 è molto lontano, ma è un punto di partenza ancor logico per i confronti, almeno per il primo tempo postbellico.

I numeri indici sono uno strumento che funziona assai bene per paragonare delle situazioni vicine del mercato finanziario, a distanza di pochi mesi, di un anno; ma diventa difettoso quando si paragonano delle situazioni molto lontane nel tempo. I difetti sono gravi soprattutto per i valori azionari. Quando i numeri indici si formano per seguire la dinamica dei prezzi delle merci, essi indici si riferiscono a merci — grano, acciaio, cotone, seta, cuoio — che conservano presso che invariato il loro carattere economico attraverso il tempo. Quando gli indici si formano per seguire la dinamica dei corsi delle azioni, essi si riferiscono a titoli che molto spesso cambiano rapidamente e fortemente di carattere economico: le azioni delle società Montecatini, Ferrovie Meridionali, Beni stabili, Bonifiche ferraresi, Fondi rustici, oggi esistenti, sono qualche cosa di molto diverso dalle azioni dello stesso nome circolanti nel 1913 o anche solo nel 1919. L'assortimento delle azioni da considerare per studiare il mercato finanziario, deve, di necessità, mutare lungo il tempo poichè la massa delle grandi imprese societarie che popolano il mercato varia di molto per dimensione e composizione. Un terzo difetto sta poi in ciò che i corsi delle azioni (tradotti nei numeri indici) sono espressi nella moneta corrente, nelle lire del giorno: queste lire hanno cambiato ben gravemente di significato attraverso i tre lustri qui considerati: ma, per varie considerazioni, che qui non si possono esporre, sarebbe arbitrario e ingiusti-

ficato sostituire nella formazione degli indici, alle lire correnti, le lire-oro o le lire-merci. Comunque, ripeto, le curve dei numeri indici, anche estese alla considerazione di un lungo quindicennio, possono servire abbastanza bene per rievocare le generali fluttuazioni nell'andamento del mercato finanziario.

Una semplice occhiata al diagramma pone in gran evidenza il diverso comportamento dei titoli a reddito variabile e di quelli a reddito fisso. Tanto gli uni come gli altri titoli valgono in quanto sono fonti di reddito e così, nella determinazione del valore loro, interviene genericamente, uniformemente, il saggio di capitalizzazione, quale si forma sul mercato, di istante in istante, e segna appunto il rapporto di valore, di entità commerciale fra reddito e fonte del reddito. Ma mentre il reddito dei titoli di Stato è fisso e non è soggetto a rischio alcuno, il reddito dei valori azionari varia attraverso il tempo: variano pertanto le previsioni rispetto al suo prossimo flusso, ed esiste un certo rischio intorno alla sua consistenza. Adunque, mentre il valore dei titoli di Stato (prescindendo dalle piccole brevi fluttuazioni) varia solo per gli incrementi e decrementi che subisce attraverso il tempo il saggio di capitalizzazione, il valore delle azioni varia anche col grado di rischio e col mutevole importo dei dividendi e di altri eventuali benefici spettanti ai detentori dei titoli.

Così la curva degli indici per le azioni presenta una mobilità molto maggiore che la curva degli indici dei titoli di Stato, appunto per l'intervento sulla prima di forze variabili. Un'occhiata al diagramma mostra che qualche volta le due curve si muovono nello stesso senso e qualche volta in senso inverso. Questa varietà di comportamento si spiega considerando che i due tipi di titoli sono sempre dei beni per cui le domande sono rivali: qualche volta essi sono fra di loro dei beni succedanei l'uno rispetto all'altro e talora invece sono beni alternativi. Per i beni succedanei si sa che i prezzi variano nello stesso senso: se cresce il prezzo del caffè cresce anche il prezzo del the; qualche volta quando è avvenuto un forte rialzo nei prezzi dei titoli a reddito fisso, gli investitori spostano la loro domanda verso i titoli azionari senza dare troppo peso ai rischi e alla variabilità delle cedole, e così anche i corsi delle azioni salgono: siamo nel caso della succedaneità. Altre volte i risparmiatori sono, per un tratto non breve di tempo colti da un senso di profonda diffidenza, rifuggono dalle alee, vedono cresciuta dalla loro immaginazione l'aliquota di rischio, e allora liquidano, anche rovinosamente, i loro pacchi di azioni (i quali vanno magari a finire malamente nei portafogli troppo capaci di qualche banca) acquistano unicamente, paurosamente, titoli a reddito fisso: è la fase in cui si desidera sopra tutto dormire tranquilli anche a costo di mangiare poco. Accade

poi, invece, in altri momenti, che si diffonde la febbre della fiducia, il desiderio di correre dei rischi pur di vagheggiare l'eventuali di cospicui arricchimenti: allora si liquidano i titoli che danno redditi fissi e piace correre l'alea insita nel possesso delle azioni: è il tempo in cui a molti non importa di avere dei sonni agitati, pur di mangiare molto o anche di avere solo la speranza di pasti copiosi. Siamo sempre nel caso dei beni alternativi. A determinare le discordanze fra le due curve di indici influiscono le generali vicende monetarie ed il succedersi delle fasi nei cicli degli affari.

Richiamando solo per sommi capi le generali vicende del mercato finanziario italiano quali sono evidenti dalle due curve del diagramma abbiamo, subito dopo l'armistizio, nella prima parte del 1919, un andamento sostenuto del mercato, specialmente per i titoli di Stato, in relazione alle illusorie speranze di un rapido riassetto economico: all'ascesa nella curva per i titoli di Stato sul finire dell'anno 1919 ha contribuito anche l'emissione del quarto prestito nazionale; mentre, poco di poi, agli inizi del 1920 un tentativo di « cattura » di una grande banca ha spinto in alto il livello dei corsi delle azioni. Tra la primavera del 1920 e l'estate del 1922 si ha un movimento discendente assai marcato nel livello dei corsi delle azioni movimento che in qualche istante assume un andamento convulsivo, con brusche forti oscillazioni. A tale movimento hanno contribuito dapprima gravi provvedimenti tributari, la proclamazione della confisca dei soprapprofitti di guerra, l'imposizione della nominatività per tutti i titoli: questa violenta politica finanziaria ha determinato una tumultuaria realizzazione; l'andamento precipitato del mercato è stato accentuato dai vasti conflitti del lavoro impacianti gravemente lo svolgimento della produzione: un punto di particolare depressione della curva sia per i titoli di Stato che per quelli azionari si è presentato nell'autunno del 1920, in coincidenza dell'occupazione delle fabbriche. Il triennio di gran depressione del mercato finanziario (1920-22) ha coinciso con la prima crisi economica postbellica (alquanto più tardiva e prolungata in Italia in confronto coi paesi esteri) e quindi con ribassi nei prezzi delle merci con la contrazione nell'attività industriale, con la caduta di molte imprese, anche di grandi dimensioni e di una primaria banca. Alla profonda sfiducia del risparmio verso gli investimenti a titolo variabile ha corrisposto il rifiorire della tendenza all'impiego in valori statali e così il movimento ascendente nelle relative quotazioni, già a partire dal 1921 quando ancora continuavano a ribassare i valori azionari. Verso la fine dell'anno 1922, l'insediamento del Regime Fascista ha segnato un grande consolidamento della compagine dello Stato, fattore immediato di restaurazione della pubblica finanza e del movimento economico. Ne è risultata tosto una marcata accentuazione

del movimento ascendente della curva per i titoli di Stato e anche per le azioni, l'andamento rialzista, che già si delineava nella prima parte del 1922, si è svolto più deciso. Per entrambi i tipi di titoli, la tendenza sostenuta si è molto rafforzata col definitivo abbandono — prontamento dichiarato dal Governo Fascista — dell'obbligo della nominatività.

L'ascesa nella curva relativa ai titoli dello Stato è seguita molto decisa fino al maggio-giugno 1924 in relazione alle migliorie nella gestione dell'erario, al consolidamento della posizione monetaria e alla politica finanziaria: anche per effetto di particolari interventi, le quotazioni del Consolidato 5 % sono giunte a sovraperchiarare per breve ora la pari, ma presto, sotto l'azione di circostanze varie, è ripreso un andamento declinante che ha recato le quotazioni dei valori statali a livelli meglio rispondenti alla generale condizione della domanda e offerta di risparmio.

Il movimento discendente per i titoli dello Stato si è svolto più o meno deciso dalla primavera del 1924 sino all'estate del 1927: nella fase iniziale di questo movimento si ha decisa discordanza con la tendenza fortemente assunta dalla curva per i valori azionari. La discordanza in parte corrisponde allo svolgimento di una fase di marcata inflazione creditizia, connessa con un vasto movimento speculativo nelle borse sui titoli azionari: in questa fase, azioni e titoli a reddito fisso si sono trovati a essere « beni alternativi ». La speculazione si è estesa talora anche a nuclei di operatori che di solito ne rifuggono. Negli anni anteriori, la caduta di parecchie grandi società sorte o cresciute negli anni di guerra sulla malsana base dell'inflazione monetaria, aveva determinata una certa sfiducia fra i risparmiatori: ora, invece, sotto la pressione di più larghe disponibilità creditizie, col generale miglioramento della congiuntura economica, colla vasta emissione di nuove azioni — spesso diretta alla regolazione dei rapporti fra società e banche e alla rivalutazione delle attività patrimoniali secondo la nuova (ancora mobile e incerta) scala dei valori — si è avuta una intensa attività nel mercato finanziario, con plusvalenze spesso fortissime nei titoli azionari, e un diffuso senso di fiducia. La larghezza del credito e il mite prezzo del risparmio, mentre alimentavano il movimento finanziario, concorrevano anche alla intensa attività produttiva al rilevante giro di affari.

La successiva fase del mercato finanziario decorre dal febbraio-marzo 1925 sino all'estate del 1927. La curva, per i valori azionari ha assunto, come risulta dal diagramma, un andamento fortemente declinante, inizialmente con violente ondulazioni convulsive. Mentre nella fase precedente della vita economica nazionale, la questione della moneta non era molto evidente e molto grave ed il valore della moneta non aveva più subito forti spostamenti, ora tale questione si presentava assai grave: la lira fra il 1925 e l'estate del 1926 andò perdendo fortemente di pregio: in qualche istante il suo deprezzamento si presentò addirittura rovinoso, sotto la pressione di un profondo senso di diffidenza. Non è necessario riepilogare qui le vicende della politica economica diretta alla difesa della lira, politica che ha trovato la sua manifestazione saliente e decisiva nel Discorso di Pesaro pronunziato dal Capo del Governo nell'agosto del 1926. L'intento della difesa e poscia della stabilità della lira è rimasto poi, costantemente, quale punto fermo della politica economica nazionale, con riflessi costanti sull'andamento del mercato finanziario: riflessi costanti, ma vari secondo la mutevolezza delle circostanze.

Il passaggio dalla fase ascendente (1922-24) alla discendente (1925-27) nel mercato delle azioni è stato occasionalmente coincidente con i così detti « decreti De Stefani » recanti un intervento, una più stretta ed intima vigilanza dello Stato sull'andamento delle Borse. L'azione dello Stato è stata esplicitamente mossa dall'intendimento di interrompere un movimento speculativo che importava una gran inflazione creditizia ed era certo assai pericoloso di fronte alla delicata situazione monetaria. Date le grandi dimensioni raggiunte dal movimento speculativo, la liquidazione graduale delle connesse posizioni è stata piuttosto laboriosa e complessa.

La fase discendente è stata contrassegnata da una politica di rigido governo del credito e della circolazione monetaria, con alti livelli di saggi di interessi sia per gli investimenti brevi che per quelli durevoli; si è avuta una forte diminuzione nelle disponibilità liquide non solo per il giro degli affari di borsa, ma anche per le attività commerciali e industriali, risultandone contrazione nelle attività produttive. La deflazione creditizia determina sempre gravi attriti nel movimento economico, deprime i profitti e quindi il rendimento dei valori azionari. La fortissima discesa nei corsi di borsa — molto più sensibile per i valori azionari che per quelli stazionari — ha determinato una vasta, decisa astensione del pubblico dei risparmiatori dalle operazioni di borsa, specialmente dagli investimenti in titoli azionari, fenomeno le cui manifestazioni durano tuttora (salvo qualche effimera parentesi) e che si è attenuato, in modo presumibilmente duraturo, solo in questi ultimi mesi.

Il discorso di Pesaro — se segnò l'inizio dell'opera definitivamente risanatrice della lira — non poteva imprimere un indirizzo opposto al mercato finanziario; doveva anzi accentuare fortemente, se pure per un breve tempo, la politica della deflazione monetaria e creditizia e la formazione di saggi di interesse molto alti specialmente per lo sconto privato e i riporti. Fra l'estate del 1926 e il dicembre del 1927 le curve degli indici per i due ordini di valori — e specialmente per quelli azionari — mostrano movimenti convulsivi connessi con gli enormi fenomeni che la politica monetaria restrittiva, negli istanti decisivi, determinava nella economia nazionale. La gran depressione nei corsi dei titoli di Stato nell'autunno 1926 è stata, p. es., provocata dalla transitoria sospensione delle anticipazioni presso la Banca d'Italia e dalla conversione obbligatoria dei buoni del Tesoro; qualche movimento della curva delle azioni corrisponde a rapide diminuzioni nei corsi dei cambi, alteranti i rapporti commerciali con l'estero, producenti discordanza fra prezzi interni e prezzi esterni: la borsa in quei mesi memorandi ha molto risentito (al pari di altri meccanismi della economia nazionale) gli effetti della immane incertezza del punto cui si sarebbe arrestata la rivalutazione della lira. Cessata tale incertezza (luglio 1927) si è avuta, sul mercato finanziario una fase di ripresa — dopo tanta catastrofica depressione — la quale si è protesa sino al giugno del 1928, accentuata ma non modificata dalla stabilizzazione legale. Quella fase di ripresa ha corrisposto al senso della fiducia rinata col sorgere della nuova lira, alla aspettativa che la moneta stabile significasse senz'altro e definitivamente benessere economico, vivace e proficua attività di produzioni e di scambi. Col favore anche della mitigazione sensibile avvenuta nel tasso di sconto, della maggiore abbondanza di mezzi liquidi, si è svolta nei primi mesi dell'anno 1928 una considerevole espansione nell'attività speculativa, connessa in qualche misura con la vibrata speculazione rialzista che già si svolgeva a Wall Street. Si poteva temere si determinasse poi un boom di borsa in grande stile, simile a quello del 1924, alimentato anche dalla prospettiva di plusvalenze nelle azioni di molte società, attraverso revisioni delle stime dei rispettivi patrimoni, fatte secondo la nuova base monetaria.

Nella seconda parte dello stesso anno 1928 l'azione prudente della banca — culminata con gli inasprimenti del saggio di sconto sino al 7 % nei primi mesi del 1929 — è valsa a troncare il nascente boom, a fare svanire illusioni, a fare sentire che l'epoca delle difficoltà econo-

miche non poteva ritenersi, senz'altro, definitivamente chiusa dalla riforma monetaria. Malgrado le invocazioni al facile credito, malgrado le velate invocazioni o fallaci voci annunzianti modificazioni nella quota di parità monetaria, la quota è stata mantenuta e una nuova fase di deflazione creditizia si è venuta svolgendo a correre dall'estate del 1928. La contrazione del credito e del movimento degli affari ha pertanto, in Italia, preceduto di oltre un anno lo scoppio della crisi del 1929; le ripercussioni di questa e le manifestazioni della successiva depressione economica sono state, presso di noi, attenuate, ritardate, per ciò che la crisi ciclica è stata, per così dire, preparata da quella della stabilizzazione monetaria.

La curva segnante l'andamento del mercato delle azioni, nel nostro grafico, declina fortemente attraverso tutta una serie di anni; è storia di ieri e non mette conto di rievocarla. La discesa nel valore delle azioni rispecchia prevalentemente le tragiche manifestazioni dei bruschi sussulti e della angosciosa riduzione nei traffici, negli scambi, nelle produzioni, nei consumi; spesso allo svilirsi nei corsi dei titoli azionari fa riscontro il declinare od anche il cessare della formazione di profitti e distribuzione di dividendi; non di rado il valore delle azioni giunge poco lontano dall'annullamento perchè rovina addirittura la organizzazione delle imprese sociali e fa svanire ogni speranza di ricostruzione. La discesa nei corsi delle azioni corrisponde pertanto massimamente alla riduzione del reddito recato dai titoli e all'aggravarsi dei rischi per i detentori di azioni; nei primi istanti del movimento discendente influiva ancora sul deprezzamento l'altezza dei saggi di interesse correnti sul mercato; poi, col procedere della depressione economica si è avuto il consueto fenomeno della abbondanza di offerta e scarsità di domanda per i mezzi liquidi e quindi il graduale marcato ribasso nei saggi di interesse, specialmente per gli impieghi brevi. Questo ribasso nei tassi di interesse non poteva essere appariscente nel mercato delle azioni, neutralizzato dagli altri fattori; si manifestava invece presto nel mercato dei titoli a reddito fisso e specialmente dei valori statali. Ancora una volta il nostro grafico segna a decorrere dal 1929-30 una discordanza nell'andamento delle curve; di nuovo titoli a reddito fisso e titoli a reddito variabile si trovano sul mercato nella condizione di beni a domanda alternativa: mano mano che si accentuava l'astensione dei risparmiatori dall'investimento in titoli azionari rioriva la tendenza dell'investimento in titoli statali; così le quotazioni loro salivano sia per effetto dell'attenuarsi del saggio di frutto del denaro che per la particolare espansione della domanda. Questo movimento ascendente si è svolto, con una intensità non comune in questa sezione del mercato, durante l'anno 1933 e ha addotto a condizioni propizie per la conversione del consolidato.

Col mutamento della generale congiuntura economica è mutato lungo la seconda parte dell'anno l'indirizzo dinamico della curva per i valori azionari: si attenua la quota di rischio, migliorano le prospettive sul flusso di redditi e tali fattori che si aggiungono al ribasso nel saggio di interesse nel determinare più alti livelli di quotazioni. La domanda dei risparmiatori si va estendendo oramai ai titoli a reddito variabile: si riforma fra i due ordini di valori il rapporto di succedaneità e la dinamica dei prezzi tende a svolgersi nello stesso senso ascendente, con probabilità di più forti plusvalenze per i titoli azionari.

Riccardo Bachì

**Il dilettante fotografo
si serve di preferenza
nell'unico negozio
che tratta solo l'articolo fotografico**



Specialista:

ERBERTO RÜEDI

Galleria Vitt. Emanuele, 84
MILANO Telefono 81-782

Mercato

Milano, 3 marzo

In meno di un mese, il mercato ha assistito all'esaurirsi di tutte le azioni e reazioni causate dalla conversione, con una situazione tecnica assai migliore. La seduta dei riporti ha messo in luce la tenuità delle posizioni speculative sui titoli di Stato, e si può certo attribuire a questa constatazione, la ripresa ampiezza delle contrattazioni, e la scomparsa di anormali oscillazioni. I prezzi di compenso vennero fissati con una discreta larghezza, per facilitare l'assestamento delle posizioni. Bisogna però constatare che non piccola quantità di riporti venne trattata con prezzi fissati a limiti più vicini a quelli correnti attuali, dimostrando in tal modo che le attuali posizioni sono in mani solide, disposte a dar coperture, sia pur in tenue misura.

Riporti e saggi del danaro

I riporti sui titoli di Stato vennero sistemati a tassi vicini a quelli delle anticipazioni; i tassi dei riporti di azioni furono all'incirca quelli dei mesi precedenti.

Si può quindi asserire che, di fronte all'effettivo 3 1/4 % delle anticipazioni, si è avuto un 3 1/2 % per i riporti in Conversione e Rendita e dal 4 al 4 1/2 % per i titoli azionari. Questi tassi sono perfettamente armonici e ripetono, presso a poco, gli scarti che si notano in altri paesi europei. In Francia, col tasso ufficiale pari al nostro, l'istituto d'emissione accorda anticipazioni su titoli al 4 1/2 %. Non vi è quindi dissonanza tra il 4 e 4 1/2 % dei riporti in borsa, ed il 3 % del tasso ufficiale di sconto, ed è anche giustificabile l'1 1/2 % sui depositi bancari. Tenendo conto del vicino rimborso di L. 4,50 il « Conversione » rende, ai prezzi attuali, oltre il 4 % e si può quindi considerare assai appetibile per impiego.

Ritornando ai riporti, vogliamo anche mettere in luce che le posizioni al rialzo si contengono in limiti assai modesti. Si può tuttavia asserire che i riporti febbraio/marzo siano i meno adatti per valutare le posizioni, data la ricerca di titoli per le assemblee, per quanto tale fenomeno si verifici oggi in misura assai inferiore a quella di molti anni or sono. Le maggioranze, in generale, sono ben sicure e non temono sorprese. In qualche caso se le augurerebbero.

Chiudiamo l'argomento dei riporti con una modestissima osservazione tecnica: in altri tempi, i corsi di compenso venivano fissati sui prezzi di chiusura arrotondati in modo da facilitare i conteggi: in seguito i prezzi erano giunti a livelli tanto bassi, che si era abbandonato l'arrotondamento, per evitare ulteriori lacrime al detentore di titoli. Urediamo che i prezzi attuali consentano il ritorno alla tradizione dei corsi di compenso facili nei conteggi. In quelli fissati il 21 febbraio, ben tredici, sopra le cento lire, erano arrotondabili, giungendo fino al 301 delle Coats e delle Rossari.

Si allarga il movimento di sistemazione delle imprese

Le caratteristiche del mercato azionario permangono immutate, e cioè agiscono ancora notevoli facoltà d'assorbimento, con flottante limitato. Un sommario esame dei dati della nostra tabella sui titoli quotati alla borsa di Milano giustifica tale andamento, poichè il rendimento di molte azioni (a dividendo immutato, come pare si verifichi per la maggior parte dei casi) è ancora allettante. Vi è ancora il fenomeno di nuovo assestamento di alcune fra le migliori società, sia mediante riduzione di capitale per annullamento di azioni acquistate sotto la pari, che per rimborso di parte del capitale. Vi sono poi fusioni, assorbimenti, che, se da un lato rendono sempre meno comparabili i bilanci, dall'altro tendono ad eliminare pacchetti di azioni, snellire portafogli titoli, chiarire rapporti.

Indici significativi dei mercati valori	IV sett. dicembre 1932		IV sett. gennaio 1933		IV sett. febbraio 1933		IV sett. marzo 1933		V sett. aprile 1933	
	1932	1933	1932	1933	1933	1933	1933	1933	1933	1933
Borsa di New York										
Indici Fisher azioni (1928=100)	27.1	29.2	25.5	26.9	36.1	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8
Idem obbligazioni	82.7	85.1	82.7	80.8	80.8	80.8	80.8	80.8	80.8	80.8
Media giorn. titoli tratt. (000)	1.080	658	988	830	3.106	3.106	3.106	3.106	3.106	3.106
Prestiti «brokers» (mil. doll.)	394	378	249	371	461	461	461	461	461	461
Borsa di Londra										
Indici Fisher azioni (1928=100)	67.9	66.8	65.1	63.6	64.1	64.1	64.1	64.1	64.1	64.1
Idem obbligazioni	100.6	98.3	97.5	98.4	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
Media giorn. contratti stipul.	4.220	5.970	6.364	6.050	6.269	6.269	6.269	6.269	6.269	6.269
Borsa di Parigi										
Indici Fisher azioni (1928=100)	38.9	38.3	35.1	34.5	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
Idem obbligazioni	96.7	99.9	99.2	95.8	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
Borsa di Berlino										
Indici Fisher azioni (1928=100)	35.1	36.8	37.5	43.6	46.6	46.6	46.6	46.6	46.6	46.6
Idem obbligazioni	84.3	87.2	85.6	90.4	89.4	89.4	89.4	89.4	89.4	89.4
Borse italiane										
Media giorn. tit. tratt. a Milano	28.729	63.592	29.220	21.720	54.995	54.995	54.995	54.995	54.995	54.995
Id. valore obbligaz. (000 lire)	547	660	555	170	502	502	502	502	502	502
Migl. lire titoli di Stato trattati nelle Borse del Regno	25.875	21.509	32.936	8.930	14.223	14.223	14.223	14.223	14.223	14.223

Nel complesso, l'attuale attività non si può dire effetto della ripresa già in alto, ma adeguamento all'attuale situazione. Dato il livello dei prezzi e la difficoltà d'impiegare bene il danaro, non è male che le società restituiscano i capitali esuberanti, sia col rimborso, che con l'acquisto di proprie azioni. Si evita all'industriale la tentazione di fare il banchiere, mestiere così difficile anche per gli stessi banchieri navigati.

E così il movimento di sistemazione si allarga, ponendo al possessore di azioni il problema del reimpiego, problema assai gradito soltanto ai professionisti, esecutori di ordini altrui, ma irto di spine per il risparmiatore.

Ecco una delle ragioni della rinnovata attività dei nostri mercati dei valori, attività che può trovare sosta nell'esaurirsi di questo movimento, o nuova esca nella tanto auspicata ripresa mondiale.

Persistente vivacità nei comparti azionari

La massa d'affari, nelle due ultime settimane di febbraio, ha posto in luce una minor attività nei titoli dello Stato, contro una persistente vivacità nei comparti azionari, fra i quali, gli elettrici mantengono immutata la loro posizione di « leaders » del mercato, tanto per i prezzi, che per l'attività. Il secondo posto è conteso tra gli alimentari, i cosiddetti diversi ed i tessili. Dimostrazione questa del fatto che ogni giorno nuovi comparti danno prova di vitalità, sia pure per merito di voci prive di qualsiasi fondamento.

Risveglio nei « finanziari »

Il mercato della Banca d'Italia si mantiene assai ristretto e le lievi oscillazioni spesso sono puramente nominali. Gli altri bancari sono ancor meno trattati.

Vivaci sempre, invece, i finanziari. Le

Gli indici set

N. dei titoli	(base dic. 1932=100)					
	Banche	Assicurative	Minerarie	Metalurgiche	Mechaniche e automobilistiche	Chimiche
1933						
30 genn.-4 febr. (5 sett.)	103.77	106.18	118.83	120.28	119.06	117.72
27 febr.-4 marzo (9 sett.)	101.43	104.41	113.70	105.20	106.53	110.23
27 marzo-3 apr. (13 sett.)	98.71	104.03	111.10	107.27	104.92	107.84
29 mag.-3 giug. (22 sett.)	98.92	116.56	108.38	113.66	126.94	115.22
26 giu.-1 luglio (26 sett.)	99.07	115.53	110.73	113.52	125.38	116.16
31 lugl.-5 ag. (31 sett.)	98.53	116.54	107.36	113.48	120.68	110.86
25 ag.-1° sett. (34 sett.)	99.17	120.28	110.19	115.17	128.94	111.91
28-29 sett. (38 sett.)	100.18	131.07	115.36	120.30	139.43	113.55
30 ott.-3 nov. (43 sett.)	101.26	138.12	118.51	122.83	143.41	111.17
27 nov.-2 dic. (47 sett.)	101.42	137.80	126.79	132.06	128.62	111.31
27-30 dic. (51 sett.)	102.38	137.09	128.38	128.57	131.29	115.90
1934						
2-5 genn. (1 sett.)	101.55	137.63	127.17	127.73	130.60	115.13
8-13 genn. (2 sett.)	101.80	143.22	127.53	128.42	132.56	116.14
15-20 genn. (3 sett.)	101.83	142.64	126.45	128.90	132.38	119.40
22-27 genn. (4 sett.)	102.6	145.57	129.80	132.44	136.77	122.84
29 genn.-3 febr. (5 sett.)	102.84	152.03	132.64	135.68	137.59	125.84
5-10 febr. (6 sett.)	102.70	154.41	134.91	136.85	135.49	125.36
12-17 febr. (7 sett.)	102.16	150.63	133.50	136.06	133.42	122.87
19-24 febr. (8 sett.)	101.67	149.65	133.79	138.39	136.09	124.58

valori

IV sett. 1933	V sett. agosto 1933	IV sett. settembre 1933	IV sett. ottobre 1933	V sett. novembre 1933	IV sett. dicembre 1933	IV sett. gennaio 1934	II sett. febbraio 1934	III sett. febbraio 1934	IV sett. febbraio 1934
49.2	53.0	47.3	47.2	49.8	48.8	55.3	56.2	55.2	56.6
2.570	1.940	1.523	1.667	894	1.548	2.396	3.753	2.182	—
894	881	806	731	720	837	888	853	950	—
76.8	78.5	78.3	81.2	80.8	81.5	83.5	83.6	84.5	86.4
91.7	90.2	100.1	101.8	101.1	101.2	102.8	102.7	102.6	102.8
7.850	8.420	8.154	7.264	6.634	7.400	8.804	8.426	7.241	—
42.2	42.3	40.4	38.5	38.4	38.3	37.9	37.8	38.3	37.5
95.3	94.6	95.6	94.8	92.6	92.5	91.9	91.7	93.0	92.5
41.8	39.0	36.4	35.9	39.9	40.1	41.1	42.9	44.4	44.4
83.1	82.1	85.1	89.8	89.8	92.7	95.5	95.6	95.4	95.3
16.518	30.532	77.676	60.730	59.017	37.218	83.720	94.983	63.230	92.286
265	207	527	385	468	533	849	1.247	602	599
15.658	19.088	45.500	40.000	37.124	59.159	37.198	81.750	22.307	12.985

Elettrofinanziaria, in due mesi, vedono un massimo assai vicino al doppio del minimo. Nelle ultime riunioni, tuttavia, l'ampiezza degli scambi ha frenato la velocità dell'ascesa. Le GIM, con un flottante minimo, resistono sulle più alte quotazioni raggiunte, La Centrale pure si consolida sui massimi, con scambi relativamente numerosi.

Gli ex-ferrovieri, non presentano variazioni interessanti, ed i titoli di navigazione non si allontanano dai prezzi precedenti.

Anche i migliori "tessili" sono allegretti

I tessili sono assai interessanti, perchè è il comparto che dà più daffare ai beninformati, che oggi hanno da smentire ciò che dicevano ieri, preparando così il lavoro per domani, in cui si corregerà la notizia odierna. Le Olcese manterranno il dividendo dell'anno scorso. Per le De Angeli siamo in grado di assicurare che il dividendo dell'esercizio 1932 sarà mantenuto nel '33. Siamo sui massimi prezzi del 1934, lontani, tuttavia, da quelli massimi dell'anno scorso. Gli scambi in De Angeli si sono intensificati in queste ultime sedute pare per chiusura di posizioni scoperte.

Gli altri cotonieri progrediscono di poco. Fermo, invece, il gruppo laniero: le Lane Rossi, dopo spostamenti di diverse centinaia di punti, hanno festeggiato, il 27 febbraio il primo prezzo fatto, per cinque azioni, lontano oltre cinquecento lire da quello nominale di fine d'anno 1933. Si assicura l'aumento di dividendo da 100 a 135 lire e si parla di rimborso di L. 500 per azione (pari ad un terzo cioè del capitale attuale).

Vivacissime le Cascami, che hanno raggiunto le massime quotazioni dell'anno, su nuove voci di rimborso di capitale, voci che ci risultano premature di un anno.

Tale rimborso verrebbe solo a confermare

che la crisi non è ancora superata da questo ramo e che la liquidità è stata riconquistata a prezzo di non lievi sacrifici. Pure le voci sui brillanti risultati ottenuti da nuove lavorazioni hanno poca probabilità, per ora, d'esser confermate all'assemblea. E' certo che la «Cascami» — che ha ora da restituire un capitale di 63 milioni, esuberante alla massa d'affari dell'azienda — cercherà, appena lo potrà, di restituirne parte agli azionisti.

Le SNIA sono ormai sicure delle 14 lire di dividendo. Riportiamo in altra pagina il bilancio che verrà presentato alla prossima assemblea ed attendiamo con interesse le dichiarazioni del consiglio sull'andamento industriale della Società. Gli scambi sono sempre molto attivi sui prezzi di poco superiori a quelli precedenti.

Metallurgici e meccanici

Fra i metallurgici, le Ilva hanno un mercato molto ampio, ed i prezzi beneficiano del costante interesse dei compratori. Per contro la Metallurgia italiana dà luogo a scarsi affari, pur mantenendosi a corsi pressochè invariati.

Per le Montecatini si vuol segnalare una decrescente offerta, che rende evidente una maggior facilità di ascesa del titolo.

Le Breda, con scambi copiosissimi, hanno raggiunto prezzi superiori al doppio di quelli di un mese fa. Si precisa che il dividendo vi sarà, non solo, in L. 4,50 per l'esercizio scorso, ma il carnet consente fin d'ora il prevedere un dividendo per l'esercizio corrente. Si presume che la remunerazione del capitale non sia dovuta completamente a materiale pacifico.

Le FIAT ripetono all'incirca i massimi ed i minimi del periodo precedente. La relazione al bilancio (bilancio che pubblichiamo in altra parte del giornale) giustificherà la distribuzione del dividendo a carico dell'accantonamento di utili precedenti, già diminuiti dell'ammontare del dividendo scorso.

Gli "elettrici" in attesa di lusinghe e risanamenti

I commenti al bilancio dell'Adriatica di Eletticità (che trovansi in altra pagina di questo numero) ed il bilancio stesso spiegano il contegno di questo titolo e l'interesse del risparmiatore, ancora ai prezzi attuali.

Nel prossimo numero illustreremo l'operazione proposta agli azionisti della Brioschi, che riduce il capitale da 60 a 36 milioni, mediante assegnazione agli azionisti di attività sociali (portafoglio titoli).

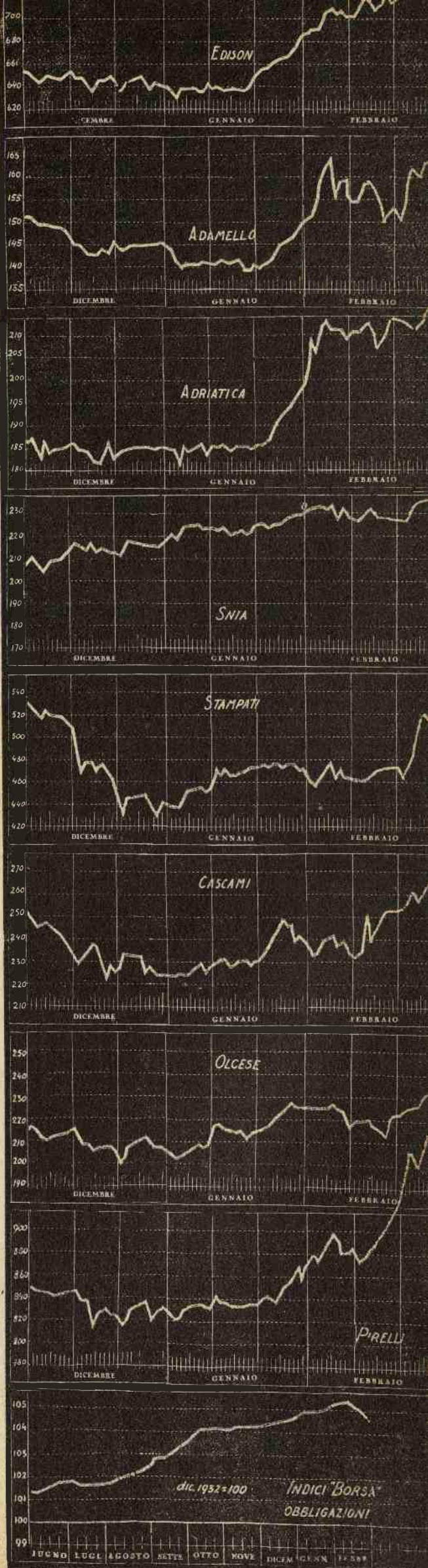
Resa nota ormai l'operazione, le CIELLI, pur conservando una notevole ampiezza di scambi, si sono stabilizzate sulle 280 lire.

Nel complesso, ogni titolo del comparto elettrico, a differenza degli altri, dà luogo a contrattazioni che assumono notevole importanza, nel maggior numero dei casi, o che si limitano a poche centinaia di titoli, in altri scarsi casi. In generale, però, tutti conseguono ulteriori progressi nei corsi.

La convocazione dell'assemblea della S. A. Servizi Pubblici e Partecipazioni, per proporre la fusione nella Edison, con la « Ing. Banfi », dimostra l'infondatezza della voce di distribuzione di azioni della prima società agli azionisti della Edison. Infatti l'avviso di convocazione contempla soltanto l'aumento del valore nominale delle azioni da 500 a 550.

Tirso e El Sarda, dimostrano lievi possibilità d'assorbimento, e le Vizzola, con scambi decrescenti, tendono a stabilizzarsi sui prezzi precedentemente raggiunti. Il Consiglio di lunedì scorso ha deliberato di proporre la riduzione del dividendo da 20 a 16 lire.

Le UEE riprendono a salire, ingannando così l'attesa della sistemazione, che non pare ancora definitivamente approvata, ma che lo sarà nel corrente mese di marzo.



nali "Borsa"

Immobiliari	Alimentari	Navigazione	Finanziarie	Varie	Ind. gen. azioni	Obbligaz. fondiarie	Obbligaz. industriali	Obbligaz. gar. Stato	Indice gen. obblig.
2	3	3	5	4	50	7	8	2	17
110.28	103.70	109.91	105.26	110.45	108.82	100.51	103.58	102.68	101.31
102.51	100.20	101.40	99.21	105.64	104.16	100.51	102.62	101.40	100.94
104.30	101.25	94.78	99.45	100.86	108.45	100.62	103.11	100.40	100.88
111.76	110.83	83.95	101.50	116.77	108.91	101.09	102.89	100.65	101.22
113.19	108.72	91.00	101.15	124.88	109.31	101.33	113.27	102.13	101.73
113.06	105.49	82.47	101.90	124.20	107.75	101.12	103.02	102.97	101.71
113.05	109.10	86.46	107.42	130.77	111.19	101.30	104.21	104.71	102.32
114.78	119.07	99.60	110.00	134.23	115.83	101.51	106.50	107.75	103.34
114.08	126.22	110.59	110.32	136.95	118.24	101.66	109.40	109.45	104.14
116.33	125.78	110.93	115.27	139.94	121.93	101.79	109.70	109.46	104.26
116.63	123.30	105.39	114.71	132.75	121.00	101.86	111.90	110.33	104.75
116.83	122.65	105.54	114.07	133.37	120.32	102.03	112.06	110.45	104.91
116.11	124.77	104.20	114.01	136.58	121.17	102.05	112.40	110.56	104.99
115.76	124.79	101.65	112.85	136.31	120.84	102.08	111.99	110.55	104.95
118.58	128.75	100.75	115.07	140.29	123.48	102.06	112.87	110.65	105.97
120.85	130.26	106.39	120.04	144.95	126.57	102.09	114.61	110.84	105.34
120.12	129.67	102.90	121.50	146.15	127.32	102.12	114.91	111.54	105.53
119.19	127.86	93.70	121.21	146.31	127.33	101.62	113.11	110.61	104.79
121.36	127.42	98.52	123.05	151.80	128.67	101.15	111.69	109.93	104.16

**Brievoles di notizie
su altri titoli**

Le Distillerie, con affari molto numerosi, risalgono ai massimi; le Eridania, dopo la punta in giù, comune a tutto il gruppo, riguadagnano parte del perduto, così come le Industrie Zuccheri e le Raffinati.

Gli scambi in Italgas persistono assai attivi e continua il classamento fra i risparmiatori, che si sostituiscono, quali cassetisti, ai primi investitori. Non si sa ancora, ci scrivono da Torino, in qual rapporto avverrà la fusione STIGE Italgas.

Le Ossigeno si risvegliano, ma il flottante è minimo, per cui sarà facile vedere brusche oscillazioni, nel caso che la ricerca si facesse persistente.

In discreta ascesa gli Immobiliari, che riprendono a corsi migliori, dopo i minimi segnati giorni or sono.

In ripresa pure le CIGA, per quanto le prospettive attuali non siano molto rosee: si parla d'un dividendo di 2,50, ma si tratta finora di voci non confermate, e che appaiono azzardate, per i crescenti ostacoli, posti all'estero, al movimento turistico.

I primi particolari sull'operazione della Pirelli It. hanno fatto progressivamente scemare gli scambi in questo titolo, che, tuttavia, si mantiene sui massimi.

Le Brasital sono di nuovo trascurate, nell'attesa della conferma di notizie sul dividendo.

Ecco l'andamento degli indici quotidiani dei 10 titoli sensibili, elaborati dalla rivista « Borsa » (dic. 1932 = 100):

Gennaio: massimo 131,46 - minimo 123,66		
Febbraio: massimo 135,18 - minimo 129,39		
16 febbraio 129,56	23 febbraio	132,50
17 » 129,39	24 »	133,15
19 » 130,19	26 »	134,26
20 » 129,82	27 »	134,28
21 » 130,47	28 »	135,18
22 » 132,40		

M. S.

BILANCIO SNIA VISCOSA

	1932	1933
ATTIVO		
Immobili	5.0	5.0
Stabilimenti, terreni, impianti	227.6	233.0
Casse civili operaie ecc.	14.5	14.5
Azioni e partecipazioni	30.3	31.9
Merci e scorte	38.0	23.9
Debitori	16.9	24.4
Corrispondenti debitori	3.9	4.6
Contanti crediti verso Banche	128.0	141.3
Titoli di Stato, obbligazioni	78.2	42.0
Obbligazioni Snia Viscosa	21.5	44.2
Effetti estere	11.1	7.1
Azioni Snia Viscosa acquistate	16.9	41.7
	592.1	613.7
PASSIVO		
Capitale sociale	350.0	350.0
Residuo utili esercizio precedente	0.7	0.2
Ammortamenti	43.0	66.0
Riserva	47.8	48.9
Obbligazioni	74.7	68.2
Fondi vari	40.0	40.0
Creditori diversi	13.6	17.3
Utile netto	22.3	23.0
	592.1	613.7

CONTO PERDITE E PROFITTI

	1932	1933
Profitti		
Utile gestione vendite	53.9	63.7
Dividendi e interessi su titoli	5.0	6.0
Spese e perdite		
Imposte e tasse, spese gen. e diverse	15.1	23.7
Ammortamenti	21.5	23.0
Utile netto	22.3	23.0
	58.9	69.7

BILANCIO F.I.A.T.

	1932	1933
ATTIVO		
Beni stabili e macchinari	109.0	99.6
Merci, materiali e scorte	183.3	131.0
Crediti	313.0	253.7
Effetti	33.1	25.3
Titoli	186.7	184.0
Danaro	25.5	25.0
Banche	211.2	231.0
PASSIVO		
Capitale	400.0	400.0
Riserva statutaria	37.3	37.3
Riserva straordinaria	30.0	30.0
Riserva prestito americano	32.7	32.7
Obbligazioni prestito americano	140.4	69.3
Debiti verso fornitori	236.7	295.6
Residuo obbligazioni	1.7	1.6
Banche	47.5	18.7
Filiali estere	29.6	29.7
Residuo esercizi precedenti	56.1	35.7
	1.062.0	950.0

**Esami di
bilanci**

Società Adriatica di Eletticità - Venezia

I bilanci e le relazioni di questa società finanziaria dell'importante gruppo elettrico veneto sono quanto mai interessanti, poiché il Consiglio d'Amministrazione si diffonde nel commentare i principali avvenimenti della vita della società, illustrando così le voci del bilancio e le prospettive e ponendo nella giusta luce i problemi che interessano, oltre che gli azionisti dell'Adriatica tutta una larga massa di contribuenti.

Premesso che, mediante un capitale di 460 milioni, riserve per oltre 134 milioni, obbligazioni (emesse in Italia, in America, in Inghilterra) per 229 milioni (di cui ben 90 milioni in dollari, in bilancio alla vecchia parità aurea di circa 19), e 114 milioni di debiti diversi, la società possiede un portafoglio titoli di oltre settecento milioni, è interessante, prima di tutto, esaminare come questo sia composto.

All'assemblea il presidente ha fornito alcune delucidazioni, che ci permettono di affermare che nel portafoglio dell'Adriatica i titoli industriali costituiscono la quasi totalità, in quanto i titoli di Stato si limitano a quelli strettamente necessari per le cauzioni, e non vi sono obbligazioni americane oltre il fabbisogno per l'esecuzione del piano d'ammortamento in corso. Le partecipazioni azionarie consentono all'Adriatica di controllare società elettrotecniche per un capitale complessivo di oltre 760 milioni, società di distribuzione di acque potabili per oltre 460 milioni, e società diverse (dalla Galileo di Firenze, alle Ferrovie Venete di Padova) per oltre 140 milioni di titoli.

Tutte le partecipazioni sono in bilancio dell'Adriatica a prezzi tali da costituire cospicue riserve, non solo, ma da permettere la distribuzione di un dividendo del 14 % sul valore nominale, mentrecchè i dividendi delle singole società oscillano dal 5 al 9 %. Il che significa che il capitale sociale dell'Adriatica gode anche dei frutti delle abbondanti riserve.

Non poche parole, nella relazione e, verbalmente all'assemblea, da parte del presidente, sono state spese per giustificare l'utile della società. E' notevole il fatto che ci si debba preoccupare di rendere evidente il frutto del proprio lavoro, quando in infiniti casi non si dedica una sola parola a fatti che determinano perdite ingenti nei capitali altrui.

La difesa dell'Adriatica è facile, per allontanare il sospetto che il gruppo eserciti (facendo nostra l'arguta espressione del Presidente) usura elettrica, poichè nelle reti del gruppo sono stati immessi ben 50 milioni di Kwh. in più dell'anno scorso, che non hanno, nel complesso, dato luogo a maggiori introiti; il che vuol dire che i prezzi hanno subito, in media una contrazione pari all'aumento della energia venduta, e cioè di circa il 6 % rispetto al 1932.

Le operazioni concluse nell'attuale periodo per sistemare l'Ente Adige-Garda, in comune con la Edison e gli accordi stipulati con la Montecatini, in merito all'impianto Piave-Ansiei, danno la prova delle preoccupazioni dei dirigenti di togliere qualsiasi elemento di per-

turbazione nella vita del gruppo, anche a costo di sacrifici non indifferenti. Se la ripresa sarà vicina, l'Adriatica avrà poi, coi suddetti accordi, la possibilità di fornire ulteriori larghe quantità di energia.

L'attività della società all'estero tende a contrarsi per le solite logiche ragioni, frutto delle illogiche misure prese da tutti i governi, per impedire in qualsiasi modo, la cooperazione internazionale nel campo economico e tecnico. Tuttavia il gruppo fornisce a molti paesi d'Europa l'apprezzata collaborazione dei nostri tecnici. (M. S.)

**Banca Popolare Coop.
An. di Novara**

Una relazione ampia, esauriente; un bilancio chiaro, armonico; dati completi, trasparenti; statistiche interessanti. Quasi nemmeno ci si accorge che il dividendo si riduce dal 7 al 6 %.

La relazione è decisamente ottimista: le preoccupazioni politiche internazionali si appianeranno, le persistenti manovre di soffocamento del commercio tra i diversi paesi si esauriranno, « nel secolo dei più grandiosi progressi nei trasporti e nelle comunicazioni », dicono quelli del Consiglio, ma devono pur constatare che, per ora, il « gorgonzola » si accumula nella provincia di Novara, e solo il suo profumo passa le frontiere, nel ricordo olfattivo dei buongustai d'oltr'Alpe, e i possessori di bozzoli negli essiccatoi cooperativi non hanno realizzato margini cospicui.

La riduzione dei tassi attivi, così rapida rispetto a quella dei tassi passivi, ha portato necessariamente alla contrazione degli utili. Pure, le perdite sugli effetti scontati sono state inferiori a quelle degli esercizi precedenti.

Ogni voce è commentata dalla relazione e non vi sono punti oscuri, zone d'ombra.

La nostra ammirazione per tutti i documenti, non riesce ad estendersi alla relazione del Comitato dei Sindaci, mantenuta, secondo la tradizione classica, nella esasperante ripetizione di quanto già detto dagli amministratori, completata dalle solite formule, tanto dense di significato e tranquillanti, quando son vere.

L'esame del bilancio e del conto profitti e perdite è facile e persuasivo. capitale 72 milioni e mezzo, ed altrettanto di riserve (oltre circa otto milioni di fondo impersonale di integrazione della Cassa di Previdenza); 731 milioni di depositi e 974 di conti correnti; 296 milioni di partite varie (tra le quali vi sono le ricevitorie provinciali, esattorie e tesorerie per 136 milioni, partite di giro per oltre 40 milioni, ecc.) che trovano la contropartita parziale all'attivo in altra voce « Partite varie » di quasi 190 milioni (non sarebbe il caso di separare le voci che sono per lo stesso importo all'attivo ed al passivo, senza fonderle con altre?).

All'attivo gli sconti ammontano a 645 milioni, le disponibilità a vista a 203 milioni, riporti e sovvenzioni a 160 milioni, i conti correnti 421 milioni (di cui 103 con banche e banchieri, 294 con garanzie diverse e 24 milioni con enti pubblici) e vi sono 434 milioni di valori di proprietà (oltre alle partite varie, di cui abbiamo detto dianzi).

Il portafoglio titoli è composto di oltre 344 milioni di titoli di Stato, garantiti dallo Stato ed annualità; circa 20 milioni di obbligazioni fondiarie, di 19 milioni di obbligazioni provinciali, comunali, ecc. e di 15 milioni di obbligazioni diverse. Obbligazioni estere per soli due milioni e mezzo, di cui tre quinti in Austriaco 6½ %, che è uno dei pochi che fa ancora la stravaganza di pagar tutte le cedole. Vi sono infine 36 milioni di azioni, di cui circa 22 sono di società immobiliari.

E la Banca Popolare Cooperativa Anonima di Novara acclude la dettagliata descrizione dei titoli, con i prezzi di valutazione, e non teme il fisco, e non consegna a questo tutti gli utili, e gli amministratori non sono persuasi di tradire gli interessi degli azionisti. Ma non è il caso di partir, la lancia in resta, contro i falsi pudori degli amministratori, perchè, oltre noi, nessuno riuscirebbe ad entusiasarsi per la nobile battaglia dei bilanci chiari, non essendo ormai più una proposta nuova e originale. Il che, tuttavia, non esclude che il numero degli entusiasti del sistema sia ancora assai ristretto,

CONTO PERDITE E PROFITTI

	1932	1933
Profitti		
Ribassi e abbuoni	0.3	0.3
Dividendi e interessi	2.5	3.0
Affitti e rendite stabili	0.6	0.9
Saldo conto gestione	37.1	33.5
Spese e perdite		
Ribassi e abbuoni	1.1	0.7
Interessi e spese	1.9	1.0
Spese amministrazione	11.9	16.2
Pubblicità e reclame	4.4	4.8
Imposte e tasse	9.0	3.4
Spese trapasso e legali	0.4	0.3
Interessi e spese	11.5	10.9
Varie	0.3	0.4
	40.5	37.7

Un cliente di 5 miliardi di dollari

Non sono mancati in America, negli ultimi tempi, studi e progetti sullo sviluppo dei rapporti economici tra U. S. A. ed U. R. S. S., in conseguenza delle rinnovate relazioni diplomatiche fra i due Paesi: ma pochi sono forse così significativi come quello apparso tempo fa, sotto questo titolo, su *The Forum* (New York, settembre 1933), per opera di David Ostrinsky, russo di origine, yankee di elezione fin dal 1914 e membro nel 1930 di una commissione di studio del piano quinquennale; significativi, diciamo, in quanto diano la misura di quella temperatura che contribuì forse non poco a creare l'atmosfera favorevole al riconoscimento ufficiale dello Stato sovietico da parte della Repubblica stellata.

Il progetto in parola prende le mosse da un discorso pronunciato dal Commissario sovietico Litvinoff agli inizi della Conferenza economica di Londra; discorso che attirò, insieme ad altri mezzi... segnaletici di non minore efficacia (1), la favorevole attenzione di parecchie delegazioni. Il Commissario del popolo, infatti, dopo aver parlato nei termini più incoraggianti della situazione economica del suo Paese e dei benefici effetti conseguiti con l'applicazione del piano quinquennale, toccò con eleganza il punto più scabroso della questione dicendo: dateci crediti a lungo termine e noi potremo dare ai nostri progetti di ricostruzione uno sviluppo tale che la loro attuazione, assorbendo notevoli stocks di materie prime, contribuirà non poco a distogliere dal mondo la crisi che oggi lo travaglia. E qui cifre sulle conseguenti possibilità future di importazione in Russia: 200 milioni di dollari di metalli ferrosi, 100 di metalli non ferrosi, 100 di materie destinate alle industrie tessili, del cuoio e della gomma, 400 milioni di dollari di macchine (compresi 100 milioni di materiale ferroviario), 35 di derrate agricole (compreso il bestiame d'allevamento), 50 di beni alimentari di consumo e 50 di nuovo naviglio per la pesca, la caccia alla foce e il dragaggio; cioè a dire circa un miliardo di dollari complessivamente.

Impressione: tanto più che le cifre espote rappresentavano dal 25 al 66 % degli stocks mondiali esistenti riguardo all'alluminio, il nickel, il rame e il piombo, il 100 % di alcuni prodotti alimentari, il terzo delle esportazioni mondiali annue di macchine e il 100 % delle costruzioni marittime complessivamente eseguite nell'ultimo anno.

Tornando ora a *The Forum* e a David Ostrinsky, diremo che questi, dopo aver definito quali « assai conservatrici », secondo il significato americano di questa parola, le previsioni di Litvinoff, si lancia nel campo delle affermazioni più ardimentose: « *Dati crediti per un periodo di 25 anni, la Russia potrebbe comprare nei prossimi tre anni e mezzo, soltanto dagli Stati Uniti, beni e servizi per la somma di 5 miliardi di dollari* ». Andando dunque ben al di là di quanto non fosse contenuto nel pur lusinghevole discorso del Commissario sovietico, l'Ostrinsky passa a dimostrare in qual modo i cinque miliardi sarebbero restituiti non solo, ma pagati con il prodotto delle aumentate esportazioni russe in America; due tavole statistiche, l'una concernente le previste esportazioni americane in Russia e l'altra intitolata *Come il debito potrebbe essere pagato dall'U. R. S. S.*, che mostra le probabili esportazioni russe in America e gli altri elementi che renderebbero favorevole la bilancia dei pagamenti della Russia, sono quindi ampiamente illustrate e commentate.

Per quanto riguarda la previsione delle esportazioni in Russia — per il periodo di cinque anni ed ammesso un prestito di 5 miliardi di dollari — l'autore, non considerando che le voci principali della tabella, presume l'utilizzazione del fondo creato mercè il prestito, per sommi capi, nel modo seguente: 300 milioni per la modernizzazione dell'agricoltura, per

l'alimentazione e per la fornitura di materie prime alle industrie tessili e del cuoio, per la fornitura di trattori, di carri e di altri materiali e macchinari agricoli; un terzo dell'intero debito per la modernizzazione dei trasporti: automobili (300 milioni), impianti, stazioni, equipaggiamenti, motori e varie (850 milioni), motori e materiali aerei (75 milioni); 150 milioni per le strade, i telefoni, i telegrafi e la radio; 750 milioni per lo sfruttamento e l'attrezzatura delle miniere e degli impianti che ne derivano; un miliardo e mezzo per tutte le altre industrie e loro attrezzature; 200 milioni per le importazioni di cotone ed altri 600 circa per l'importazione di carni, frutta e materie varie; per un totale complessivo di 5 miliardi di dollari.

Per la parte che concerne le esportazioni russe in America, la tabella è abbastanza particolareggiata, e dimostra come in 25 anni la Russia, mercè le esportazioni dei suoi aumentati prodotti, e di alcuni altri per la riesportazione, mercè l'oro delle sue miniere e gli altri elementi attivi della bilancia dei pagamenti (introiti turistici inclusi), potrebbe costituirsi un fondo di 8 miliardi 890 milioni di dollari, con il quale restituire *ad abundantiam* i cinque miliardi del prestito.

Per lasciando da parte i segni di una certa buona volontà che, in certi casi, può arrivare fino all'esagerazione dei termini, come possono lasciar dubitare alcune cifre previste per le importazioni quinquennali in Russia e per le esportazioni nei venticinque anni, ci sembra di dover pure aggiungere per conto nostro qualche osservazione di carattere contingente. Per esempio, date le reali condizioni della Russia, nella quale lo standard di vita non può considerarsi ancora pari al livello medio raggiunto in altri paesi, si potrebbe temere che il previsto aumento della produttività nazionale derivante dalla concessione del prestito, non andasse a totale beneficio delle esportazioni destinate a ripagarlo, ma in parte fosse assorbito dalla reale necessità di soddisfare i bisogni sempre crescenti della popolazione, in rapporto ad ogni categoria di prodotto: sì che lo sperato equilibrio verrebbe a mancare fra quantità di fondi utilizzati e quantità di crediti derivanti dall'esportazione.

Ma anche ammettendo che le previsioni dell'Ostrinsky si realizzassero in pieno, vi sarebbe sempre da domandarsi se al momento attuale convenga di pensare ad un nuovo impulso da dare alla produttività mondiale con mezzi finanziari che in fondo rientrerebbero nel caso tipico e già tanto discusso del credito industriale d'immobilizzazione, e di aumentare in conseguenza le ingenti quantità di stocks che pesano attualmente sui mercati del mondo, dato l'innegabile carattere di superproduzione della crisi odierna e dato per riconosciuto l'insuccesso delle esperienze monetarie a carattere inflazionistico più recentemente tentate; senza voler pensare all'ammaestramento che può esser stato fornito un po' a tutti in questo campo,

dalle varie politiche non lontane dei principali paesi d'Europa e degli Stati Uniti stessi, in quanto a prestiti internazionali di ricostruzione od anche semplicemente di rinsanguamento economico nei confronti soprattutto di alcuni paesi dell'Europa centro-orientale.

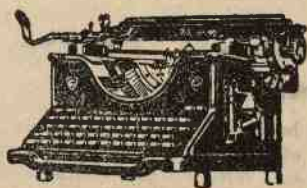
Ci sembra tuttavia consigliabile di incoraggiare i nostri studiosi all'esame dei tanti progetti che fioriscono oggi negli ambienti politici degli S. U. d'America a questo proposito, non foss'altro che per rilevare l'esistenza di correnti e tendenze che influiscono non poco sull'indirizzo economico-politico di una Nazione tanto importante e — almeno fino a ieri — tanto privilegiata.

Mario Marcelletti

(1) Ad esempio, la distribuzione gratuita ed abbondante di un volume statistico composto di circa 50 tavole, molto bene illustrate se non altrettanto convincenti, sugli sviluppi economici dell'U.R.S.S. dal 1924 al 1932.

ALCUNE CARATTERISTICHE DELLA OLIVETTI M 40

- CARRELLO INTERCAMBIABILE
- MARGINATORI AUTOMATICI
- DOLCEZZA DI TOCCO SORPRENDENTE
- VISIBILITÀ ASSOLUTA
- TABULATORE DECIMALE AUTOMATICO
- CROMATURA INTEGRALE
- NITIDEZZA DI SCRITTURA



M 40

ING. C. OLIVETTI & C. S.A.

IVREA

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

Morbilità e mortalità delle imprese

Fallimenti e protesti in diminuzione

I fallimenti ed i protesti che caratterizzano certamente, col loro andamento, il decorso della malattia dell'organismo economico hanno subito, nel 1933, una notevole contrazione rispetto ai precedenti anni di crisi. Già sulla fine del 1932 i protesti cambiari, che sogliono precedere di qualche mese l'andamento dei fallimenti, avevano manifestato una tendenza discendente:

	Protesti		Fallimenti	
	Numero totale	Media mensile	Numero totale	Media mensile
1929 . .	898.008	74.834	12.906	1.075
1930 . .	1.003.718	83.643	16.182	1.348
1931 . .	1.221.197	101.766	21.607	1.800
1932 . .	1.188.527	99.044	24.037	2.003
1933 . .	861.378	71.781	21.308	1.776

La curva dei protesti e dei fallimenti ha dunque disegnato con sufficiente esattezza l'andamento della congiuntura italiana. Necessita, tuttavia, dire qualcosa di più intorno all'importanza semiologica dei protesti e dei fallimenti. Che questi fenomeni patologici, nella nostra economia creditizia, aumentino coll'inasprirsi della depressione e diminuiscano, invece, col miglioramento della situazione economica, è facilmente comprensibile ove si rifletta soltanto, ad esempio, sugli intimi rapporti dei cicli dei prezzi e dei cicli economici. Nei periodi di attività economica le variazioni dei prezzi sono prevalentemente di senso positivo. I profitti, anche per questa ragione, si conseguono con abbastanza facilità. Non si richiede molto intuito per combinare affari in tali periodi. L'acquisto di merce è atto di « ordinaria amministrazione ». Basta poi venderla, con un intervallo più o meno lungo di attesa, per lucrare la differenza di prezzo che è venuta nel frattempo maturando. Nei periodi di inattività economica, invece, le variazioni dei prezzi sono di senso prevalentemente negativo. I profitti sono di difficile conseguimento e il numero dei protesti e dei fallimenti di conseguenza cresce.

In questa relazione inversa tra fallimenti e protesti e prezzi intervengono pure i fattori che possiamo chiamare grossolanamente finanziari. Nelle fasi di espansione e di prosperità del ciclo economico, che sono appunto quelle caratterizzate da progressivi aumenti di prezzi, si nota che gli imprenditori, che sono quelli direttamente legati ai fallimenti ed ai protesti, dispongono di una notevole e crescente capacità di acquisto. Le banche, soprattutto, concedendo credito, aumentano le capacità di acquisto di tutte le classi che sono direttamente interessate alla produzione, le quali si valgono di questa loro possibilità per espandere gli affari. Nell'ultima fase della prosperità economica, quando la curva degli affari sta per invertirsi, le banche cominciano ad arrestare l'espansione creditizia: cercano, anzi, di contrarla. Siccome gran parte delle scorte detenute dagli imprenditori sono finanziate mediante crediti bancari, avviene che gli industriali ed i commercianti cominciano a sperimentare difficoltà nell'ottenere il credito bancario e tendono a ricorrere, perciò, in più larga misura, al credito di fornitori coll'emissione di cambiali. Quest'aumento nell'emissione di cambiali determina subito un aumento di protesti. In un tempo successivo, quando si è già entrati in pieno nella fase di crisi, all'aumento di protesti fa seguito un aumento di fallimenti.

Il cambiamento di orientamento della curva dei prezzi ha immediati effetti sulla redditività delle aziende. Le scorte si svalutano man mano che i prezzi precipitano. Gli imprenditori, d'altra parte, non hanno la possibilità di mantenerle a lungo perchè anche la fonte del credito si è inaridita, e perchè alla fase di ottimismo è subentrata una fase di pessimismo. Le vendite accelerate accentuano la velocità di

discesa dei prezzi. Le imprese, anche le più sane, vengono a trovarsi nella tragica situazione di dover tentare di ricomporre, di volta in volta, un equilibrio tra costi e ricavi che si manifesta sempre più instabile. Le variazioni in senso negativo dei prezzi richiederebbero un accorciamento sempre più accentuato del ciclo produttivo mentre l'andamento della situazione economica costringe ad allungarlo: ciò che è fonte, quasi sempre, di perdite.

Ma i violenti sussulti, prevalentemente in senso negativo, dei prezzi, dopo un periodo più o meno lungo di tempo, tendono a smorzarsi. Si arriva, in altre parole, a quella fase in cui si dice che si è veramente « toccato il fondo » con i prezzi. Oggi, infatti, le aziende non sono più prese per la gola con calcoli di costo e possono fare previsioni con maggiore calma. Molte volte, anche in questi ultimi tempi, specialmente in relazione all'esperienza americana, si è parlato di un ritorno a livelli di prezzi del periodo precrisi: il che riveste un'importanza relativa per il conseguimento di profitti da parte delle aziende che, con maggior o minor ritmo, lavorano. Non è il livello dei prezzi che importa, bensì le sue variazioni. Una recente tendenza alla stabilizzazione dei prezzi si fa strada, e ciò ha beneficamente influenzato anche nel settore dei fallimenti e dei protesti.

Vi sono però altre ragioni, pure importanti, che contribuiscono a chiarire l'andamento accennato. Le restrizioni di credito, la caduta dei prezzi, e tutte le altre calamità che accompagnano le crisi economiche, colpiscono immediatamente le aziende inespertamente guidate, con un capitale circolante inadeguato, che si sono ingolfate in immobilizzazioni che non possono essere sfruttate per il decremento della produzione e dei prezzi, ma per le quali si sono contratti debiti che bisogna pagare, e così via. A poco a poco le aziende bacate cadono. Si arriva così a quel periodo di depressione, come l'attuale, in cui rimangono in piedi aziende che, più o meno brillantemente, hanno superato la precedente bufera, e che quindi sono in grado di resistere ancora in questo periodo di inazione.

Non bisogna poi lasciarsi ingannare dalle cifre statistiche. I dati sui fallimenti e sui protesti ci indicano soltanto l'entità assoluta di questi fenomeni; ma non ci consentono, ad esempio, paragoni con quelli che sono soggetti a fallire e con il numero delle cambiali emesse. Da questo punto di vista si può dire che i dati sui fallimenti siano più significativi di quelli dei protesti perchè il numero di coloro che sono « soggetti a fallire » varia con minore rapidità del numero delle cambiali emesse, che sono quelle soggette ad essere protestate. In una prima fase del periodo di crisi il numero delle cambiali emesse aumenta perchè gli imprenditori cercano di sostituire al credito bancario il credito dei fornitori. Ma più tardi il denaro si fa più abbondante in conseguenza del disinvestimento di capitali, del minor bisogno di circolante per la contrazione degli affari e per la caduta dei prezzi, ecc. Allora, passata la crisi propriamente finanziaria, i saggi a breve calano, e non riesce più conveniente ricorrere al credito dei fornitori. Per il doppio effetto del minor numero di affari e della minor convenienza dello strumento cambiario, si ha una diminuzione nel numero delle cambiali emesse. La riduzione dei saggi a breve operata dalle banche in questi ultimi tempi è anche determinata dalla scarsità di buona carta che si presenta allo sconto. Ora, se diminuisce il numero delle cambiali emesse, deve diminuire anche il numero dei protesti. Questa è la ragione per cui non riteniamo che la diminuzione dei protesti e dei fallimenti che si è verificata nel 1933 sia

un sicuro sintomo premonitore di un rapido mutamento dell'avversa congiuntura: si può dire soltanto che il comportamento dei protesti e dei fallimenti, nel 1933, è stato quello caratteristico solitamente dell'ultima fase delle depressioni economiche. Ma da questa affermazione alla formulazione di rosee speranze, ci corre.

Per il 1933 possediamo anche i dati sul valore dei passivi dei fallimenti e all'ammontare dei protesti, il che vieta confronti con gli anni immediatamente precedenti, ma consente uno sguardo più ampio sul fenomeno. Nel 1933 il passivo dei fallimenti in Italia fu di 1499 milioni di lire contro un attivo di 860 milioni di lire. L'ammontare delle cambiali protestate fu di 818 milioni di lire. Ma quanto toccherà ai creditori?

L. Len.

L I B R I

Le aperture di credito documentato di banca

Il dr. Salvatori, che conosciamo come attento studioso di quel particolare campo della tecnica bancaria che riguarda le operazioni sui merci, ha pubblicato negli ultimi tempi due saggi sui metodi più convenienti di finanziamento bancario all'importazione ed all'esportazione (1), metodi che possono andare sotto la denominazione generica di *aperture di credito documentato di banca*. L'A. esamina quali possibilità sussistano attualmente da noi di perfezionare e sviluppare tali metodi di finanziamento, in specie attraverso l'emissione di « lettere commerciali di credito » e la concessione di cosiddetti « crediti di accettazione », quando però gli uni e gli altri siano espressi in lire, per il fatto che nella medesima moneta è stata stipulata la transazione commerciale sottostante.

Oltre al lato tecnico-bancario dell'argomento, l'A. si è preoccupato di esaminare gli aspetti salienti fra quelli tecnico-mercantili, giuridici e monetari, per cui, in tema di possibilità di pratica attuazione dei suaccennati metodi, ha modo di fondarsi su di un sano realismo. Così, ad esempio, pur mettendo in evidenza i pregi tecnici della « lettera commerciale di credito », non si dissimula le difficoltà giuridiche che sorgerebbero in sede di applicazione pratica, mentre vede con maggiore ottimismo la possibilità a breve scadenza di finanziare l'esportazione con quel metodo che si è voluto chiamare in modo improprio « credito di accettazione ».

Si potrebbe però muovere un'obiezione in ordine alla tempestività stessa di impostare nelle attuali condizioni generali di disordine monetario, commerciale, ecc., problemi relativi ad innovazioni in un campo così delicato come quello dei finanziamenti bancari su merci. Per quanto possa apparire paradossale, a noi sembra che questo sia piuttosto un merito degli studi in parola: la difficoltà della cosa consiglia appunto di prospettare senz'altro i punti più interessanti, di studiare i modi per superare le difficoltà e soprattutto di dibattere pubblicamente in tempo l'argomento.

Piuttosto a noi sembra che il problema della moneta nella quale avviene l'appoggio bancario all'operazione commerciale, comporta l'esame di un elemento che vediamo trascurato dall'A. e che ha importanza primaria. Infatti, poichè tali finanziamenti si concentrano in emissione e circolazione di accettazioni bancarie, è ovviamente necessario che sussista e funzioni soddisfacentemente un mercato di dette accettazioni. Oggi, per il modesto volume di foglio bancario di prim'ordine circolante, un mercato inteso in tal senso non esiste. Pertanto, considerato che l'A. non ha mancato di toccare determinati punti dell'aspetto monetario del suo argomento, avremmo visto con piacere che anche sull'elemento testè eccennato, ai fini della completezza dei suoi sempre pregevoli saggi, avesse fatto conoscere il suo pensiero.

M. Fer.

(1) Dr. Mario Salvatori: « Operazioni bancarie su merci: La lettera commerciale di credito » in Rivista Bancaria, marzo-giugno 1933 - « Il credito di accettazione in lire » in Rivista di Politica Economica, fascicolo VII-VIII, 1933.

7 mesi di Conto del Tesoro e Bilancio

Il conto del tesoro a fine gennaio presenta un'eccedenza di cassa di 1.369 milioni di lire (contro 2.351 a fine dicembre 1933 e 1.218 a fine giugno 1933), così giustificata (in milioni di lire):

Incessi di bilancio	11.914	
Incessi di tesoreria	44.298	56.217
Pagamenti di bilancio	12.770	
Pagamenti di tesoreria	43.296	56.066
		Saldo attivo 151
Fondo cassa al 30 giugno 1933		1.218
Fondo disponibile a fine gennaio 1934		1.369

L'eccedenza di 150.458.536 lire (arrotondate sopra in 151 milioni) si deve a 1.006 milioni per eccedenza di incassi di tesoreria, meno 856 milioni di eccedenza dei pagamenti di bilancio. La situazione complessiva del tesoro si presenta quindi in lieve regresso di fronte a quella del dicembre:

	30-6-1933	31-1-1934	31-12-1933
Fondo cassa	1.218	1.369	2.350
Crediti di tesoreria	820	2.882	2.781
Debiti di tesoreria	12.238	15.907	15.144
Situaz. (+ att. - pass.) - 10.200	- 11.056	- 10.032	

A fine gennaio vi sono dunque 1.024 milioni in meno di fronte alla fine dicembre.

INCASSI E PAGAMENTI PER LA GESTIONE DI BILANCIO

In gennaio gli incassi di bilancio furono 4.019 milioni (1.655 nel dicembre 1933 e 1.353 nel gennaio 1933). L'aumento è dovuto in gran parte all'accensione di nuovi debiti, nella parte « movimento di capitali » (2.363 milioni di lire). Dal luglio '33 al gennaio '34 gli incassi furono di 11.914 milioni contro 9.547 un anno prima.

L'andamento delle entrate di bilancio nei sette mesi considerati, e raffrontato con quello dell'anno precedente, dà queste variazioni (in milioni di lire):

Imposte dirette - 95 (di cui R. M. ruoli - 79; complementare - 8)	
Tasse scambio - 94 (di cui « registro » - 45; bollo - 10; scambi + 14)	
Imposte dirette - 70 (di cui sullo zucchero - 4; sugli spiriti - 18; dogane + 42; grano - 117; caffè + 3; olii minerali + 27)	
Privative - 30 (di cui « tabacchi » - 23; sale + 4)	
Lotto + 20	
Servizi pubblici minori + 15	
Entrate diverse - 21	
Entrate straordinarie - 17	

In complesso, la diminuzione per imposte dirette, che era di 98 milioni nel primo semestre, si riduce a 95 milioni nei sette mesi, e la complementare migliora, essendo soltanto inferiore di 3 milioni allo scorso anno, mentre nel primo semestre lo era di 30 milioni. La contrazione più forte continua a verificarsi invece nelle tasse di scambio (nel semestre era di 38 milioni inferiore allo scorso anno; nei sette mesi questa cifra diventa di 94 milioni).

I pagamenti di bilancio, che nel gennaio furono di 5.041 milioni (genn. 1933: 3.324 milioni), ammontarono nei sette mesi (luglio-gennaio) a 12.770 milioni (contro 11.657 nell'anno precedente). La differenza in più (1.112 milioni) fu soprattutto assorbita dagli aumenti di pagamenti nel dicastero finanze (+ 1.361 milioni), dei lavori pubblici (+ 88 milioni), dell'agricoltura e foreste (+ 87 milioni), degli esteri (+ 48 milioni), mentre si riducono le cifre di pagamenti per l'educazione nazionale (- 115 milioni), della guerra (- 138 milioni), della marina (- 150 milioni) dell'aeronautica e delle colonie.

BILANCIO DELLO STATO

Alla fine dei 7 mesi luglio '33-gennaio '34, la situazione del bilancio si presenta in questi termini (milioni di lire - tra parentesi le cifre del corrispondente periodo 1932-33):

Entrata	Previsioni	Accertamenti	+ Accertam. - o impegni
P.te eff.	10.369 (10.890)	10.156 (10.470)	- 213 (- 420)
Mov. cap.	1.483 (511)	2.758 (542)	+ 1.275 (+ 31)
	11.852 (11.401)	12.914 (11.013)	+ 1.062 (- 389)
Spesa			
P.te eff.	12.588 (12.653)	12.698 (12.780)	- 110 (- 77)
Mov. cap.	1.538 (820)	2.132 (844)	- 594 (- 24)
	14.126 (13.274)	14.830 (15.374)	- 704 (- 101)

Il disavanzo per i 7 mesi è di 2.542 milioni

per la parte effettiva (2.260 l'anno prima) e l'avanzo della parte movimenti di capitale è di 626 milioni (contro un disavanzo di 102 milioni l'anno prima): in totale un disavanzo di 1.916 milioni (contro 2.362). Si rilevi però che l'avanzo della categoria movimento di capitali è determinato col versamento in entrata di 689 milioni per sottoscrizione in contanti di buoni novennali. Prescindendo da tale partita, il disavanzo complessivo risulterebbe di 2.605 milioni, dovuto in gran parte a spese straordinarie.

La consistenza dei debiti pubblici interni in 98.117 milioni, a fine gennaio '34, è aumentata di 902 milioni rispetto al giugno '33, e di 88 milioni rispetto al dicembre 1933, aumenti dovuti al debito fluttuante. A queste cifre è da aggiungere poi l'importo di 4 miliardi di buoni del Tesoro raccolto con la recente sottoscrizione, di cui verrà dato carico nel conto del Tesoro di febbraio.

mmm.

Le materie prime

I PREZZI SENSIBILI	31	30	31	31	30	31	30	31	30	31	30	II quind. febbraio		
	maggio 1933	giugno 1933	luglio 1933	agosto 1933	settembre 1933	ottobre 1933	novembre 1933	dicembre 1933	gennaio 1934	febbraio 1934	28	mass.	min.	febb.
New York: Cotone	9.35	10.15	10.10	9.45	9.95	9.75	10.10	10.30	11.75	12.45	12.55	12.10	12.15	12.15
» » Gomma	6.26	6.79	7.50	7.71	8.70	7.81	8.94	9.12	9.94	10.85	11.00	10.56	10.60	10.60
» » Seta	1.62	2.12	1.77	1.81	1.73	1.50	1.32	1.35	1.44	1.25	1.51	1.39	1.40	1.40
» » Zucchero	1.55	1.47	1.42	1.56	1.45	1.29	1.18	1.28	1.47	1.63	1.63	1.59	1.63	1.63
» » Caffè	8.25	7.25	7.75	7.50	7.25	7.00	7.37	8.37	9.37	11.25	11.25	10.37	10.37	10.37
» » Rame	7.87	8.06	9.06	9.06	9.06	8.37	8.37	8.37	8.12	8.12	8.12	8.12	8.12	8.12
» » Argento	35.12	35.75	35.60	36.60	39.60	39.37	43.37	44.62	44.00	45.37	46.75	45.75	46.37	46.37
Chicago: Grano disponibile	73.50	73.60	88.87	86.00	88.62	85.87	86.50	84.75	92.00	90.00	90.00	88.87	86.87	86.87
» » III mese *	73.75	93.60	92.25	90.00	90.12	85.87	83.75	82.87	91.75	90.62	90.75	86.87	86.87	86.87
Londra: Gomma	3.87	3.87	4.31	4.12	4.44	4.37	4.75	4.68	5.18	5.44	5.50	5.37	5.37	5.37
» » Rame	38.6	36.15	36.12	36.3	35.00	32.17	29.12	32.12	33.12	32.8	33.3	32.6	32.12	32.12
» » Stagno	210.10	222.00	214.17	220.5	219.15	224.15	225.15	227.17	226.10	225.12	228.5	225.17	227.17	227.17
» » Zinco	16.17	17.15	17.2	17.8	16.15	15.17	14.16	14.17	14.16	14.17	14.18	14.12	14.12	14.12
» » Piombo	13.13	13.6	12.18	12.11	12.00	11.12	11.8	11.5	11.6	11.8	11.15	11.10	11.15	11.15
Liverpool: Cotone americano	6.45	6.38	6.27	5.63	5.56	5.37	5.14	5.33	6.15	6.61	6.77	6.45	6.49	6.49
» » egiziano	8.61	8.37	8.28	7.35	7.40	7.11	7.10	7.74	8.65	9.12	9.34	8.74	8.85	8.85
Milano: Frumento	86.25	88.50	90.20	87.95	87.45	86.75	82.50	92.00	91.35	93.00	93.50	92.85	93.50	93.50
» » Seta	52.25	66.00	55.75	54.75	50.75	47.25	78.50	42.25	43.50	46.00	46.25	43.50	45.75	45.75

* Prezzi novembre e dicembre per consegna dicembre. Per il riferimento dei prezzi sui vari mercati si veda « Borsa » n. 24.

Le incertezze circa il « Bankhead Bill » e le modificazioni che il progetto di controllo sulla giuntura di cotone sembra destinato a subire nel corso della discussione al Congresso prima di entrare in vigore come legge, hanno stimolato cospicui realizzi presso il Cotton Exchange e i prezzi sono reazionati sensibilmente. Il successo del programma governativo di riuscire in qualunque modo a contrarre l'offerta di cotone, sembra tuttora precario. Le vicende meteorologiche, che hanno reso i terreni meglio adatti ai lavori agricoli, hanno anche influito in senso deprimente, confermandosi altresì che per il maggior consumo di fertilizzanti è da prevedersi un rendimento unitario più elevato e tale da annullare la diminuzione dell'acreaggio. Non mancano tuttavia fattori di rialzo, costituiti, specialmente dal favorevole andamento del consumo americano e mondiale, che risulta superiore alle tre annate precedenti.

Un andamento spiccatamente debole hanno avuto i mercati granari: i produttori di là dall'Atlantico hanno ancora dei quantitativi abbastanza importanti da vendere, quantitativi che sorpassano il fabbisogno interno del paese, sia al Canada che agli Stati Uniti. Queste scorte erano state fino adesso trattenute nella speranza di poter riuscire a spuntare dei prezzi più elevati; fu questo un errore in quanto gli americani non hanno mai voluto riconoscere la debolezza della situazione internazionale granaria, debolezza che è caratterizzata dal fatto che gli sbocchi per i grani esotici sono, nel mondo, andati ogni anno diminuendo.

Mentre però che gli americani attendono il rialzo, l'emisfero meridionale, a quanto

L'Annuario italiano del Capitalista

(elaborato dal dottor Enrico Papa - 23ª ediz., 1933, Milano, Ed. « La Stampa Commerciale »)

Riporta i risultati delle società anonime italiane dell'esercizio 1931-32 e, per quanto fu possibile, dell'esercizio 1932-33. Le società considerate sono divise per categorie e portano l'indicazione dell'anno in cui furono costituite, del capitale, valore nominale delle azioni, riserve, dividendo corrisposto per l'esercizio 1931 e data di chiusura. Speciali annotazioni informano, poi, delle modifiche che sono state apportate al capitale, alla ragione sociale ecc. e danno le risultanze dell'esercizio 1932-33 per quelle società i cui bilanci sono stati resi noti in tempo per la pubblicazione, che è aggiornata al settembre scorso.

PERRICONE dr. LUDOVICO: « Le aziende e le società nella legge di registro ed in quella tributaria delle successioni », pp. 224 in 8°, presso l'A., Torino, via Cibrario, 33-bis - L. 30. (Un libro pratico, esauriente, dettagliato su un problema fiscale poco noto alla grande maggioranza degli uomini d'affari. Contiene, oltre alla trattazione sistematica, delle note di giurisprudenza, e un utile indice analitico).

Annuario Italiano delle Imprese Assicuratrici, 1933-XI, pp. 646 in 8°, legato in tela. Fed. Naz. Fasc. Imprese Assicuratrici, Milano, viale Maino, 31, s. p. (Imprese assicuratrici associate e rappresentate dalla Federazione, statuti, enti in cui la Federazione è rappresentata, comitati o consorzi tra imprese di assicurazione, dati statistici e bilanci, indici di persone o ditte rivestite di cariche).

rileva l'agenzia Bodenheimer, si affretta a spedire i suoi grani nell'Estremo oriente ed in Europa. Numerosissimi carichi completi, anche invenduti, giungono nei porti inglesi e vengono spesso ceduti a prezzi bassissimi. Allorché poi non si riesce a trovare subito un compratore, si ricorre alla borsa a termine di Liverpool, dove queste partite vengono arbitrate. In tal modo il mercato inglese serve di sfogo ad una gran parte di quel grano che non trova immediato collocamento e così il peso della merce, anziché gravare tutto sui centri di produzione, è, almeno parzialmente, scaricato sui mercati europei.

La situazione delle scorte mondiali di grano è data dal seguente specchio, calcolato dal « Corn trade news » (in milioni di bushels):

	1-2-34	1-1-34	1-2-33	1-2-32
America del Nord	411.9	482.8	449.3	462.4
Inghilterra	14.5	19.1	6.9	17.7
Australia	105.0	50.0	127.0	100.0
Argentina	12.9	10.3	11.4	10.7
Flottante	37.8	20.6	48.9	50.7
Totale	582.1	532.9	643.5	681.6

I prezzi dell'argento hanno avuto una rapida ascesa per acquisti effettuati dalla speculazione che sconta le voci di nuove misure degli Stati Uniti per attuare un regime bi-metallico.

Siccome però i cambi sull'Estremo Oriente non hanno seguito il movimento del metallo, ciò ha fatto affluire dei forti ordini di vendita dalla Cina, il che ha causato una reazione. Benché New York abbia occasionalmente comperato, pare, nel complesso, gli operatori degli Stati Uniti sono stati piuttosto venditori a Londra e si presume essi si trattano di realizzi d'utile.

La recisa smentita del ministro Jung ad ogni supposizione di mutamento della politica monetaria del governo italiano, e la conferma che non si intende deflettere dal programma lineare espresso dalla legge di stabilizzazione del 1927, hanno valso ad illustrare agli occhi del pubblico profano la ferma volontà del Governo italiano di mantenere la parità aurea della nostra moneta, che non ha ragione di ritenersi intaccata da momentanee tensioni nei cambi. Tutto ciò, peraltro, era ben noto agli specialisti, a coloro cioè che si tengono al corrente della situazione del nostro Istituto di emissione e che della recente conversione del Consolidato hanno compreso, oltre l'importanza immediata dell'operazione, il significato di ulteriore conferma dell'inflessibile condotta governativa rispetto alla lira. Le dichiarazioni Jung erano tuttavia necessarie per dissipare i malintesi che la debolezza della lira rispetto alle altre valute, culminata il giorno 27, poteva far sorgere, non tanto per il suo valore assoluto, quanto per la rapidità con la quale erasi manifestata. Effettivamente il cambio di 76,60 franchi francesi e di 377 franchi svizzeri non può considerarsi preoccupante quando si pensi che alla stessa epoca dell'anno scorso le stesse monete erano quotate rispettivamente oltre 77 e oltre 380. Ragioni di preoccupazione poteva destare invece il ritmo col quale la flessione aveva avuto luogo, in meno, cioè, di una settimana.

LE CAUSE DELLE OSCILLAZIONI DELLA LIRA. — Molte spiegazioni possono essere addotte per illustrare il fenomeno: in primo luogo non deve essere dimenticato che la lira, come le altre principali monete europee, doveva necessariamente subire la pressione di quegli invii di capitali negli Stati Uniti che più volte abbiamo qui segnalato; doveva pure subire le ripercussioni della fermezza del franco conseguente alle esportazioni di oro e che si era chiaramente palesata nella debolezza del franco svizzero e del fiorino olandese; considerate le note difficoltà per l'esportazione, e dato poi che anche l'anno scorso, verso quest'epoca, si era verificata una analoga flessione, può essere lecito sospettare nella stagionalità del fenomeno (per quanto tale elemento non sia stato abbastanza analizzato, almeno in studi resi noti); e per quanto la lira vanti un mercato ristretto, non sottoposto, cioè, ai rischi della speculazione, non può essere esclusa la possibilità che capitalisti stranieri abbiano realizzato i loro valori italiani, pur senza essere indotti a ciò da timori sulla tenuta della moneta; come pure, per quanto probabilmente in minima parte, che capitalisti italiani si siano lasciati allentare da investimenti all'estero.

A questi fattori, che momentaneamente dovevano agire in senso deprimente, si è aggiunta per quanto riguarda l'interno, la difficoltà tecnica di ottenere divise, e per quanto riguarda l'estero, la pressione di speculatori poco scrupolosi, che hanno potuto per un momento temere l'effetto contagioso dell'esempio cecoslovacco. Per controbattere questo ultimo fattore è giunto tempestivo e inequivocabile il monito del ministro che, stroncando (come si è veri-

ficato) ogni pressione speculativa, darà modo ai normali fattori sopra elencati di manifestarsi e quindi esaurirsi regolarmente. La lira mantiene il suo prestigio di moneta sana legata all'oro, e non sarà abbandonata alle ingannevoli lusinghe delle manovre svalutatrici: ne sono sicura garanzia l'alta percentuale di copertura e, ciò che più conta nell'attuale periodo di turbamenti monetari, la deliberata volontà del Governo di mantenere immutato l'attuale regime aureo.

Che poi la pressione sulla lira non debba essere considerata come fenomeno isolato, è dimostrato altresì dalla necessità manifestatasi anche in altri paesi di confermare gli intendimenti stabilizzatori o di smentire le voci di presumibili svalutazioni. In Francia abbiamo avuto le dichiarazioni del Ministro delle Finanze al Senato: la stampa finanziaria inoltre mobilita quasi quotidianamente le sue maggiori firme per esporre le ragioni per le quali anche i ritiri di oro dalla Banca Centrale non possono intaccare la solidità della moneta. Il dottor Schacht in Germania ha riconfermato il proposito di mantenere immutato il marco. Il Ministro delle Finanze polacco, Zawadzky, si è sentito in dovere di affermare che nessuna ragione può far temere che la Polonia sia in procinto di imitare la Cecoslovacchia, facendo rilevare specialmente il favorevole andamento delle esportazioni, che sono state stimolate da provvedimenti intesi a ridurre i costi di produzione. Il Governatore della Banca del Belgio ha dichiarato che la banca ha i mezzi per mantenere il tipo aureo al livello attuale qualunque cosa accada. Il Governatore della Banca Olandese, Trip, ha riaffermato la fedeltà al gruppo aureo. Nella relazione della Banca Svizzera infine leggiamo che « svalutando la sua moneta, la Svizzera dovrebbe pagar più care le merci che acquista all'estero ». L'elenco dei paesi a valuta aurea è dunque al completo, col sovrappiù della Germania.

LA SVALUTAZIONE CECOSLOVACCA. — L'origine di tutte queste smentite è stata la presunzione che il gesto della Cecoslovacchia, che ha svalutato la propria moneta senza abbandonare il regime aureo, potesse suscitare imitazioni in altri paesi, che si ritenevano desiderosi di approfittare dei vantaggi effimeri del deprezzamento monetario senza peraltro disertare dal tipo oro. E il fatto che la Cecoslovacchia facesse parte del blocco delle monete sane faceva presupporre che il provvedimento non fosse stato preso senza preventivi accordi con Parigi. E' ovvio invece che la svalutazione cecoslovacca non deve essere considerata come una defezione dai ranghi del blocco aureo: è bensì un fenomeno che fa parte del quadro monetario dei paesi danubiani. La Cecoslovacchia è ricorsa a questo provvedimento come contropartita alle svalutazioni delle monete dei paesi vicini; essa ha voluto difendere soprattutto le sue esportazioni che nel 1933 sono risultate in feriori del 20% in confronto al 1932, del 51% in confronto al 1931 e del 67% in confronto al 1930. Riducendo di un sesto il contenuto aureo della corona (da 44,58 a 37,15

milligrammi) ha inoltre proceduto alla rivalutazione delle scorte auree, destinando l'eccedente di copertura (il cui minimo legale è stato ridotto dal 30 al 25%, rappresentato tutto da oro, anziché da oro e divise) alla riduzione del debito dello Stato, che ammonta a 2.585 milioni di corone. La Cecoslovacchia non vorrà però procedere ad una inflazione interna; per avvantaggiarsi nella esportazione intende anzi seguire l'esempio della Gran Bretagna, che è riuscita a mantenere immutati o quasi i prezzi interni.

DOLLARO, STERLINA E FRANCO. — Sulla situazione del trinomio « dollaro-sterlina-franco » non abbiamo nulla da aggiungere a quanto rilevammo nella scorsa rassegna: le relazioni reciproche da noi analizzate e le reazioni conseguenti all'apertura del mercato dell'oro a New York hanno cioè continuato a manifestarsi regolarmente. Ecco l'andamento del prezzo dell'oro a Londra, accompagnato dai prezzi teorici di parità contro franchi e contro dollari (Economist):

Data	Prezzo effettivo	Prezzo di parità contro dollari	Prezzo di parità contro franchi
	s. d.	s. d.	s. d.
9 febbraio	137.4	137.11	135.7
10 »	137.1	138.2	136.0
12 »	137.2	137.9	136.0
13 »	136.11	137.6	136.5
14 »	137.5	137.7	136.8
15 »	137.5	137.7	136.8
16 »	136.4	136.7	135.7
17 »	135.10	136.3	135.2
19 »	134.9	135.2	134.2
20 »	135.9	136.0	134.11
21 »	136.5	136.8	135.7
22 »	136.1	136.2	135.7

Come in precedenza il prezzo di parità contro dollari è stato il fattore determinante, ma l'aumento del prezzo di parità contro franchi, conseguente all'indebolimento della sterlina, ha reso sempre più ristretto il premio concesso alle esportazioni di oro da Parigi a Londra.

Un'unica punta di irregolarità nell'andamento dei cambi si è verificata nei giorni 17-19 febbraio, allorché la sterlina si rivalutava di circa 2 franchi: fattori tecnici di assestamento di posizioni speculative sembrano aver provocato tale movimento, che si è però prontamente arrestato. Degno di rilievo è il fatto che durante questi giorni, come la tabella precedente dimostra, il prezzo dell'oro a Londra abbia risentito del cambio contro franchi, accennando a debolezza. L'andamento del dollaro invece è stato uniforme: man mano che si allentava la pressione delle esportazioni di oro, stimolate dalla fermezza della moneta americana della precedente quindicina, diminuiva il costo dell'assicurazione e poteva esser calcolato con maggior esattezza il costo del trasporto di oro, considerati anche i giorni di perdita di interessi. Il punto d'uscita dell'oro dalla Francia sul cambio del dollaro, che precedentemente era imprecisato nell'ampio margine fra 15.22 e 15.32, si è gradatamente portato al livello inferiore: a questo livello troviamo infatti negli ultimi giorni le quotazioni del dollaro.

Saggi monetari	31 ott. 1933	30 nov. 1933	30 dic. 1933	30 gen. 1934	15 feb. 1934	28 feb. 1934
Milano	ufficiale 3.50	3.50	3	3	3	3
	privato 4 mesi 3.50-4.00	3.50-4.00	3-3.50	2 3/4-3 1/4	2 3/4-3 1/4	2 3/4-3 1/4
	finanz. a 4 mesi 4.50-6.75	4.50-6.75	4.50-6.50	4.50-6.50	4.50-6.50	4.50-6.50
	rendim. Consolidato 5.42	5.37	5.16	5.21	3.85	4.10
Londra	ufficiale 2	2	2	2	2	2
	sconto privato 4 mesi 7/8	1 1/16-1 1/8	1 1/8	1	1	10/16
	prestiti giornalieri 1/2-1	1/2-3/4	1/2-1	3/4-1	3/4-1	3/4-1
New York	ufficiale 2	2	2	2	1 1/2	1 1/2
	sconto priv. 4-6 mesi 1/4-3/8	1/2-3/8	1/2-5/8	1/2-3/8	1/2-5/8	1/2-5/8
	calli money 3/4	3/4	1	1	1/2-1	1/2-1
Parigi	ufficiale 2.50	2 1/2	2.50	2.50	3	3
	sconto privato (breve) 1 3/8-2	2 1/4-2 1/2	2 1/8-2 3/8	2 1/2-2 3/8	2 3/4-3	2 3/4-3
	prestiti giornalieri 1 1/8	2	1 1/2-2	1 3/4	3	2 3/4
Berlino	ufficiale 4	4	4	4	4	4
	sconto privato (breve) 3 7/8	3 7/8	3 7/8	3 7/8	3 7/8	3 7/8
	prestiti giornalieri 4 1/4-5 1/4	4 1/4-5 1/4	4 3/4-5 7/8	4 1/2-5 1/4	4 1/2-5 1/4	4 1/2-5 1/4

Cambi	Italia (media dei cambi)				Parigi		Londra		
	franco franco.	franco svizz.	fiorino bland.	marco	sterlina	dollaro	sterlina	dollaro	
Parità reciproche	74.40	366.61	763.62	4.52	92.464	18.99	124.21	25.52	4.8666
3° trimestre 1933									
massimo	74.95	368.60	773.—	4.58	64.10	14.46	86.20	19.31	4.3175
minimo	73.70	361.75	755.50	4.48	58.95	12.25	79.10	16.27	4.9462
4° trimestre 1933									
massimo	74.67	369.80	772.—	4.59	62.90	13.57	84.60	18.18	4.5125
minimo	74.27	367.25	764.50	4.51	58.62	11.23	78.67	15.05	5.1950
Gennaio 1934									
massimo	74.77	369.02	776.—	4.58	62.18	12.19	83.48	16.40	4.9537
minimo	74.59	368.10	769.—	4.54	59.40	11.83	79.45	15.68	5.1597
Dal 1° al 14 febbraio									
massimo	74.80	368.85	778.—	4.55	59.55	12.—	79.75	16.17	4.9187
minimo	74.72	367.80	766.50	4.54	57.94	11.47	77.07	15.33	5.0476
Dal 15 al 28 febbraio									
massimo	76.60	377.—	789.—	4.64	59.62	11.71	78.95	15.34	5.0425
minimo	74.83	367.55	765.50	4.54	57.78	11.45	77.11	15.21	5.1350

L'EMORRAGIA AUREA. — Con le ultime situazioni delle banche centrali possiamo oggi valutare nella sua piena portata il deflusso di oro dall'Europa verso gli Stati Uniti, verificatosi nella prima quindicina di febbraio. La Banca di Francia al 9 febbraio accusava infatti una diminuzione settimanale di circa 2 miliardi delle proprie scorte auree: al 16 febbraio i ritiri sono stati limitati a 450 milioni circa. La diminuzione complessiva dalla fine di gennaio risulta quindi di 2.620 milioni di franchi. La Banca d'Olanda, per proprio conto, ha accusato al 12 febbraio una riduzione equivalente a circa 60 milioni di fiorini e al 19 febbraio una ulteriore riduzione di 20 milioni: in totale, dall'inizio di febbraio, 105.642 mila fiorini, equivalenti, all'incirca, a oltre un miliardo di franchi. Anche la Banca centrale svizzera, infine, ha accusato nella sua situazione al 23 febbraio una riduzione di 122 milioni di fr. sv. nelle scorte auree, mentre nelle situazioni precedenti si era limitata a ridurre le valute estere: la riduzione della Banca Svizzera si può all'ingrosso valutare pari a mezzo miliardo di franchi francesi.

Sommando insieme questi dati, tenendo conto di una parte di metallo giallo detenuto da privati, nonché delle eventuali spedizioni degli ultimi giorni, otteniamo un ammontare quasi prossimo ai 5 miliardi di franchi che, da fonte americana, sono segnalati quale importo del flusso aureo negli S. U., e cioè circa 320 milioni di dollari. Negli ultimi tempi, quale conseguenza e causa del ribasso del dollaro, il movimento si è ulteriormente ridotto, e le situazioni prossime dovrebbero accusarci contrazioni molto attenuate: a meno che un nuovo stimolo ai ritiri di oro non sorga per altre considerazioni d'indole psicologica. —

SITUAZIONI DELLE BANCHE DI EMISSIONE. — Tra le altre situazioni delle banche rileviamo innanzi tutto la energica contrazione della circolazione in Italia; la riserva aurea continua a crescere con un ritmo costante; nell'ultima settimana si è verificata invece una sensibile contrazione nelle riserve in divise, che in confronto al mese scorso risultano quasi dimezzate.

Degna di rilievo è la persistente contrazione delle riserve auree della Reichsbank. E' dalla prima « situazione » dell'anno nuovo che la banca centrale tedesca continua a perdere oro: da 389 milioni il 6 gennaio siamo arrivati a 313 milioni. La circolazione è stata pure contratta, ma la percentuale di copertura trovata non è diminuita dall'11,5 al 9,9 %.

La Banca d'Inghilterra segnala, nella quindicina, una contrazione di 4 milioni di sterline della circolazione: i titoli di Stato sono però aumentati quasi d'altrattanto, offrendo un compenso alle disponibilità del mercato. Rilevi analitici sulla politica della Banca potranno leggersi nell'articolo di Mauro Fermar in questo stesso fascicolo di Borsa.

Per l'incameramento delle scorte au-

Situazione degli Istituti di Emissione

BANCA D'ITALIA (in milioni di lire)

	20 gen. 1934	31 gen. 1934	10 feb. 1934	20 feb. 1934	20 feb. 1933
ATTIVO:					
Riserva aurea	7.097.0	7.099.1	7.101.5	7.103.1	5.980.2
Valute equiparate	301.2	274.1	243.9	156.4	1.232.1
Portafoglio	3.669.8	3.664.6	3.648.8	3.663.8	4.971.0
Anticipazioni	517.9	619.9	514.6	1.832.2	581.4
PASSIVO:					
Circolazione	12.895.1	13.051.9	12.919.5	12.461.2	13.187.9
Debiti a vista	277.6	391.9	312.8	333.8	319.3
Depositi in c. c.	1.360.0	1.370.5	1.568.7	1.117.1	1.575.3
% copertura aurea ..	54.7	54.2	54.9%	57%	44.7%

BANCA DI FRANCIA (milioni di frs.)

	26 gen. 1934	2 feb. 1934	9 feb. 1934	16 feb. 1934	17 feb. 1933
ATTIVO:					
Oro in cassa	77.055.0	76.980.5	74.882.7	74.434.9	81.320.1
All'estero: depositi ..	16.2	13.0	14.0	15.4	2.767.7
effetti	1.113.5	1.114.6	1.070.1	—	1.635.5
Effetti scontati	4.486.4	4.137.0	5.161.2	—	2.739.8
Anticip. allo Stato ..	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0
altre	2.893.1	3.015.6	3.003.7	2.999.5	2.609.3
Cassa d'ammort.	6.118.6	6.114.0	6.114.0	6.114.0	6.673.8
Attività diverse	4.669.9	4.911.6	4.816.2	—	5.922.6
PASSIVO:					
Biglietti in circolaz. .	79.474.1	81.059.1	81.392.5	81.086.7	83.373.2
Depositi dello Stato ..	2.270.4	2.367.9	2.048.9	2.020.7	2.504.4
privati	15.592.1	13.503.5	12.618.9	12.568.4	18.408.2
Passività altre	2.216.2	2.330.9	2.201.6	—	2.382.6

REICHSBANK (milioni di Reichsmark)

	23 gen. 1934	31 gen. 1934	7 feb. 1934	15 feb. 1934	15 feb. 1933
ATTIVO:					
Oro	380.3	376.2	354.5	333.3	822.4
» all'estero	30.6	23.4	39.4	22.6	38.1
Valute estere	13.1	6.9	9.1	10.0	97.9
Cambiali e chèques ..	2.636.0	2.392.6	2.329.6	2.675.6	2.317.9
Arg. e altre monete ..	347.2	250.3	263.7	233.5	303.8
Bancon. altre banche ..	15.5	3.7	7.8	11.1	11.3
Anticipazioni	62.4	80.8	71.6	68.4	76.7
Investimenti	609.1	619.5	632.0	652.0	400.8
Altre attività	583.4	589.2	569.6	607.2	839.2
PASSIVO:					
Capitale e riserva ..	623.1	623.1	623.1	623.1	567.4
Circolazione	3.229.6	3.458.4	3.382.2	3.294.8	3.179.7
Obbligaz. giornaliere ..	537.0	497.6	528.1	480.1	355.3
Altre passività	237.3	240.2	259.5	243.1	767.7
copert. della circol. .	12.2 %	11.1 %	10.9 %	10.4 %	28.9 %

BANCA D'INGHILTERRA (migliaia di Lst.)

	31 gen. 1934	7 feb. 1934	14 feb. 1934	21 feb. 1934	22 feb. 1933
ATTIVO:					
Divise e verghe	191.796	191.787	191.843	191.982	142.983
Circolazione	368.662	368.185	366.230	364.655	356.249
PASSIVO:					
Depositi: pubblici ..	25.159	17.272	23.376	29.329	26.184
bancari	100.593	101.440	99.278	98.268	98.300
altri	37.907	36.137	36.319	35.782	35.009
Titoli: di Stato	77.058	69.541	72.196	73.337	36.380
Sconti e antic.	8.178	8.417	8.200	8.131	11.948
Altri titoli	11.318	11.447	11.187	12.781	17.626
Riserve presso il Banking Dep.	85.134	83.602	85.563	87.327	61.734
« proporzione » ..	52 %	53.9 %	53.80%	53.41%	38.68%

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

	25 gen. 1934	1 feb. 1934	8 feb. 1934	18 feb. 1934	16 feb. 1933
ATTIVO:					
Certificati oro	3.599.9	3.520.3	3.513.2	3.582.1	3.200.1
Altre riserve	248.2	234.8	220.9	222.4	187.2
Totale portafoglio ..	97.2	82.7	73.3	68.4	286.4
Cambiali acquistate in o. m.	111.9	111.4	96.9	86.1	80.8
Totale titoli di Stato	2.431.7	2.433.9	2.431.7	2.432.0	1.809.3
Totale attiv. produott.	7.030.0	6.983.7	6.943.1	7.134.3	6.105.4
PASSIVO:					
Biglietti in circolaz. .	2.931.4	2.926.2	2.946.2	2.952.5	2.891.1
Depositi Banche ..	2.850.9	2.651.9	2.735.7	2.850.9	2.936.1
Depositi del Governo	65.2	241.8	84.9	45.8	51.5
Totale depositi	3.053.0	3.039.9	3.062.5	3.028.6	2.375.7
Capit. e soprapp.	283.8	283.7	283.6	283.4	429.5
% riserve	63.6 %	63.6 %	63.9 %	64.3 %	64.3 %

ree da parte del Tesoro, la voce « riserve auree » della situazione delle F. R. B. è stata sostituita con quella « certificati oro in possesso o dovuti dalla tesoreria ».

EMISSIONI E CONVERSIONI. — Grande fervore di emissioni e di conversioni notasi un po' dovunque, quale continuazione del generale movimento di riduzione dei saggi di interesse. In Francia è stato emesso un prestito obbligazionario P. T. T. con la garanzia sussidiaria del Governo, per due miliardi, al 5 %, prezzo di emissione 895 per mille, ammortizzabile in 30 anni con estrazioni o acquisti in borsa, e rimborsabile in anticipo dal 1938.

In Germania pure sono stati emessi 150 milioni di marchi in Buoni del Tesoro al 4 ½ %: avendo le sottoscrizioni dato 198 milioni l'ecedenza sarà ripartita. Sono stati inoltre convertiti 150 milioni di obbligazioni P. T. T. dal 6 al 4 ½ %, mediante nuovo prestito emesso a 97 %, rimborsabile in 5 anni: numerose facilitazioni sono accordate a chi accetta la conversione. Un prestito austriaco a Londra di 21.600 mila sterline è stato convertito dal 5-5 ½ al 3 ½ % mediante nuovo prestito emesso a 97, scadenza 1954-59. La Norvegia pure ha convertito dal 6-6 ½ al 4 ½ % con nuovo prestito, emesso a 94 ½ %. In Olanda si è avuta una emissione di B. T. al 2 ½ % a un anno e al 3 ½ % a cinque anni per 40 milioni di fiorini, di cui 35.500 verranno impiegati per il saldo di B. T. in scadenza. Trattasi, in questo caso, di una conversione da breve a medio termine. L'Olanda ha altresì proceduto alla conversione di un prestito indiano stipulato in dollari. La conversione dal 6 al 4 % è stata fatta calcolando il dollaro alla antica parità aurea. Su 122.500 fiorini, 115.500 sono stati convertiti. E' stato detto che il rimborso del rimanente sarebbe stato effettuato in dollari correnti: in seguito alle proteste suscitate, sembra invece che anche per il rimborso verrà rispettata la « clausola oro »: chiara dimostrazione di correttezza contrattuale che meriterebbe di servire d'esempio.

Nessuna emissione notevole, invece, negli Stati Uniti: sono certo, comunque, in preparazione grosse operazioni per i mesi prossimi. Si sta procedendo frattanto al riordinamento bancario, in relazione al programma di ripresa.

Il mercato del danaro ha visto in Italia una ulteriore lieve riduzione degli interessi bancari, sui depositi vincolati (massimo 2 ½ % da 3 a 6 mesi e 3 % oltre i 6 mesi) e sui conti correnti (1 ½ per cento): si sta preparando pure il ritocco degli interessi sui risparmi. Sono state disposte notevoli agevolazioni per permettere la riduzione degli interessi sui mutui fondiari (dal 5 al 4 %).

C. Van.

Responsabile, Sergio Rimini.

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

RADIOMARELLI