

# BORSA

QUINDICINALE DEI MERCATI FINANZIARI

## Situazione della Banca d'Olanda

## Milano, tre luglio

## Situazione della Banca Svizzera

**P**arrà una profanazione alla comprensibile ansia del Mondo, ma non si può negare che c'è troppa fretta di raggiungere quella che in linguaggio volgare si chiama « prosperità ». La ricomposizione di un « equilibrio » nell'economia del mondo somiglia a quei giochi di mosaico in cui manca sempre qualche pezzo, prima l'uno, poi l'altro. Questo pezzo è nelle mani dell'Irrazionale. Nella primavera del 1931 tutto il quadro pareva completo, ma ecco la caduta del Credit Anstalt e il deprezzamento della sterlina. Nei primi mesi del 1933 un'atmosfera migliore sembrava spirare: migrazioni di capitali arrestate, problema dei debiti sul binario della soluzione, prezzi abbastanza stabili. Gli Stati Uniti hanno tolto l'ultimo pezzo del mosaico, e siamo di nuovo daccapo.

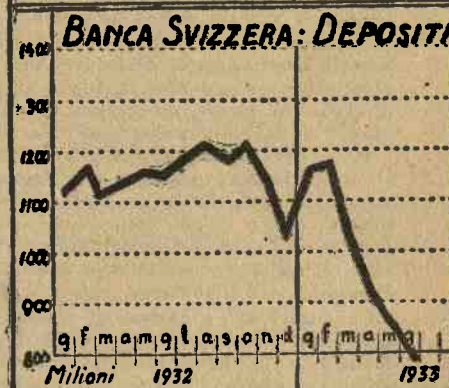
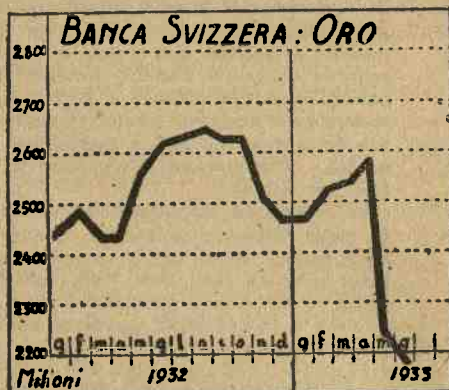
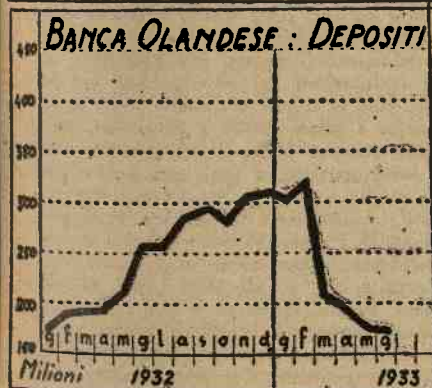
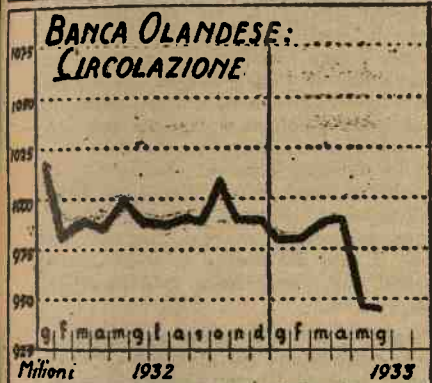
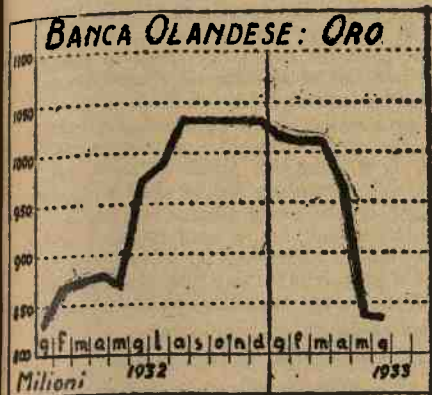
Bisogna aver meno fretta e più costanza. E' quello che dimostrano di aver compreso i Paesi a moneta sana, che costruiscono la muraglia contro le illusioni monetarie, ben sapendo che rotta la diga si sarebbe alla mercè dell'inondazione la più cieca. Il convegno dei governatori delle banche centrali adunatosi in difesa del fiorino ha ribadito l'intransigenza verso i salti nel buio monetari, che sono una ginnastica fatta per gli acrobati da circo equestre. Una semplice combinazione monetaria non può far uscire il mondo dalla depressione, perchè non è l'insufficienza della moneta che turba gli affari, è l'ostinazione a rimaner lì, inattiva.

Nè vale il cercare rimedi unilaterali, o surrogatori, che determinano complicati giochi di interferenze e che risolvendo un problema ne creano due. Non su Londra intenta al lavoro di Sisifo delle diplomazie monetarie, ma sul blocco dei Paesi a moneta sana deve quindi rivolgersi l'attenzione e la fiducia dei risparmiatori. Il fatto più importante, dall'apertura della Conferenza in qua, è senza dubbio la manifestazione di questa decisa volontà di reagire contro il lusingatore specchietto delle combinazioni creditizie, che hanno procrastinato — non affrettato — la convalescenza, creando infezioni locali che possono far temere la setticemia generale.

Al boom provocato negli Stati Uniti dalla volontaria svalutazione del dollaro, si aggiungono ora precipitosi tentativi di « codificazione » dell'attività economica; e fare delle previsioni sull'avvenire monetario americano è azzardato, oggi come ieri, forse più di ieri, tanto più che ci sono dei limiti all'isolamento economico — quando diventa pericoloso — e il blocco dei Paesi a moneta sana potrebbe anche farlo diventare una « quarantena ». Auguriamoci pertanto che si finisca di baloccarsi con le armi monetarie, e che la ripresa della Conferenza del disarmo, ad ottobre, possa trovare già attuato il disarmo economico. Il nostro Paese, per fortuna, ha parlato senza mezzi termini, per bocca di Jung e di Beneduce, ed è su questa diritta strada.

### SOMMARIO DELLE PAGINE INTERNE

Mercato monetario (m. m. m.), p. 2 — Il blocco delle monete sane (MARIO MAZZUCHELLI), p. 3 — Il franco francese (MAURO FERMAR) p. 4 — Lo «splendid isolement» degli Stati Uniti (ALFA), p. 5 — La Conferenza di Londra (c. p.), p. 7 — Mercato valori, pag. 8-9 — Esami di bilanci (m. s.), pag. 10-11-12 — Il bilancio dello Stato (CESARE VANNUTELLI) p. 13 — Il commercio internazionale, p. 14 — Le merci e i prezzi (c. v.), p. 15 — Situazione degli Istituti di Emissione, p. 16.



"BORSA", esce il 1 e il 15 di ogni mese  
 Abbonamento anno L. 40 (estero L. 65)  
 Un fascicolo . . . L. 2 (estero L. 3.-)  
**CASA EDITRICE ARACNE**  
 MILANO - Via Kramer, 32 - Tel. 91.543

1933 (XI)  
 3 luglio n.  
 c. c. postale

10



# Mercato

**Il dollaro alla ricerca della "sua" parità - Un blocco delle monete sane - Il fiorino manterrà la base oro**

Saggi monetari		genn. 1933	28 febb. 1933	31 mar. 1933	30 apr. 1933	15 mag. 1933	31 mag. 1933	16 giug. 1933	30 giug. 1933
Milano	ufficiale . . . . .	4	4	4	4	4	4	4	4
	privato 4 mesi . . . . .	4-4.75	4-4.75	3.75-4.75	3.75-4.75	3.50-4.75	3.50-4.75	3.50-4.75	3.50-4.75
	rendim. Consolidato . . . . .	5.50-7.50	5.50-7.50	5.25-7.50	5.00-7.25	4.50-7.25	4.50-7.25	4.50-7.25	4.50-7.25
Londra	ufficiale . . . . .	5.82	5.89	6.00	5.96	5.95	5.87	5.82	5.78
	sconto privato 4 mesi . . . . .	2	2	2	2	2	2	2	2
	prestiti giornalieri . . . . .	$7/8-15/10$	$3/4-13/10$	$1/2-9/10$	$7/10-1/2$	$5/8$	$7/10$	$7/10-1/2$	$7/10-1/2$
New York	ufficiale . . . . .	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2
	sconto priv. 4-6 mesi . . . . .	2.50	2.50	3.50	3	3	3	3	3
	call money . . . . .	$1 1/4-1 1/2$	$0 7/8-3/4$	2-2 1/8	$5/8$	$5/8$	$5/8$	$3/8-1/2$	$3/8-1/2$
Parigi	ufficiale . . . . .	1	1	1	1	1	1	1	1
	sconto privato (breve) . . . . .	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	prestiti giornalieri . . . . .	$1 1/4-1 1/2$	$2-2 1/8$	$1 7/8-2 1/4$	$1 7/8-2 1/4$	$1 3/4-2 1/8$	$1 3/4-2 1/8$	$1 1/2-2$	$1 1/2-2$
Berlino	ufficiale . . . . .	$1-1 1/8$	$1 1/4-1 1/2$	$1 1/2$	$1 1/4$	$1 1/4$	$1 1/4$	$1 1/4$	$1 1/4$
	sconto privato (breve) . . . . .	4	4	4	4	4	4	4	4
	prestiti giornalieri . . . . .	$3 7/8$	$4 1/4-5 3/4$	$3 7/8$	$3 7/8$	$3 7/8$	$3 7/8$	$3 7/8$	$3 7/8$

# monetario

**Afflusso d'oro a Londra - L'Estonia abbandona la parità - Conferenza aspetta**

Le oscillazioni del dollaro e la formazione del blocco dei Paesi a moneta aurea sono gli avvenimenti che hanno maggiormente interessato il mercato finanziario, in una quindicina che ha visto due incolori settimane della Conferenza di Londra, un attacco in grande stile della speculazione al fiorino olandese, qualche debolezza del franco svizzero, nuovi acquisti di oro a Londra, l'abbandono della parità aurea dell'Estonia e Lettonia, qualche aumento del saggio di sconto (Olanda, ad esempio da 3 e mezzo a 4 e mezzo per cento) e qualche diminuzione (Giappone, da 4,30 a 3,63 per cento).

Il dollaro ha avuto qualche aumento verso la metà del mese di giugno, quando si credette per un istante che la « tregua monetaria » fosse accettata dagli Stati Uniti; poi ha continuato la sua discesa graduale. Il 23 giugno era quotato a Parigi 20,35 (perdeva cioè il 20,27 per cento sulla parità); il 28 giugno lo troviamo a 19,96 (-21,78 per cento), con qualche punta a livelli inferiori. Il 1° luglio - dopo esser disceso a 19,53 (-23,4 per cento) il 29 giugno - risale a 20,02 e il 3 luglio scende a 19,02.

A Londra, il 1° luglio, il dollaro è quotato 4,32, cioè perde il 27 per cento sulla quotazione minima di aprile. Nè è dato di prevedere se questo sarà il livello più basso: anzi, tutto lascia credere che il rifiuto a stabilizzare prepari successivi slittamenti. I motivi del ribasso del dollaro sono ad un tempo psicologici e tecnici. Ma, più che le pressioni tecniche al ribasso (fine degli acquisti europei per copertura dei debiti commerciali in corso, fine degli acquisti di dollari della Germania per pagare in carta i 50 milioni di dollari restituiti alla Golddiskontobank, previsione di una bilancia di pagamenti degli Stati Uniti che sta per diventare sfavorevole), contano i fattori psicologici (non riuscita tregua monetaria, dichiarazioni di voler mantenere il dollaro libero da vincoli internazionali, decisa volontà di Roosevelt di condurre fino in fondo il tentativo di rialzo dei prezzi, programma di lavori pubblici e di sovraestensione creditizia, ecc.).

Senza dubbio un passo di primissimo ordine - e di grande importanza per l'avvenire del mondo - è costituito da quel « blocco delle monete sane » la cui costituzione è stata affrettata dagli attacchi della speculazione al fiorino olandese: e soprattutto notevole riesce l'adesione dell'Inghilterra, che si è decisa ad abbandonare una situazione di agnosticismo rispetto alle monete europee (ad essa Inghilterra interessava infatti soprattutto il rapporto tra dollaro e sterlina, non tra sterlina e franco). Il principio della stabilizzazione era pertanto da tempo ammesso, e in pratica attuato dalla Gran Bretagna, ma nessuna precisazione era stata fatta - nè si voleva fare, prima del dollaro - sul tasso di stabilizzazione. Condizionata o no, coll'adesione al blocco delle monete sane, l'Inghilterra ha - sia pure temporaneamente - determinato di fatto il suo tasso di stabilizzazione. Probabilmente il fondo di stabilizzazione inglese doveva esser ridotto, attraverso la dura lotta quotidiana per arginare la continua offerta di dollari contro sterline; ed è presumibile che un nuovo e più ampio fondo di stabilizzazione sia stato creato tra i Paesi a moneta sana per una mutua difesa di fronte alle valute oscillanti.

La sterlina - che oscilla sempre sul 30 per cento di perdita di fronte all'antica parità - non presenta variazioni notevoli: l'opera della Banca d'Inghilterra è pronta ed immediata, per impedire che la continua affluenza di offerte di dollari possano mettere in pericolo la mo-

neta inglese. Ora, che il blocco dei Paesi a moneta sana si è costituito, le autorità monetarie della Gran Bretagna avranno un compito assai più arduo, e più ampio, e che diverrà ben difficile nel caso di ulteriori forti svalutazioni del dollaro, preda della speculazione, la quale è affascinata dall'incertezza di Roosevelt nell'accettare proposte di stabilità.

Oscillanti si addimostrano ancora la peseta e lo yen, mentre gli altri satelliti della sterlina (lira egiziana, lira sud-africana, rupia indiana, scudo portoghese) ne seguono la politica di stabilità. La corona svedese perde il 35,08 per cento; quella norvegese il 36,25 per cento; la danese il 43,78 per cento; il marco finlandese il 40,59 per cento. La moneta estone presto raggiungerà queste consorelle.

Il fiorino incominciò a dimostrare debolezza - e a dar esca alla speculazione al ribasso - quando sir Deterring, direttore gen. della Royal Dutch, insinuò di essere contrario al mantenimento del tallone aureo. Seguirono articoli di industriali - tra cui quello sul *Telegraaf* di M. Brosing, direttore di importanti compagnie di navigazione, in appoggio a Deterring. Fu il segnale per la speculazione: le richieste di oro diventarono imponenti, e tutte soddisfatte con impeccabile puntualità dalla Banca d'Olanda. Frattanto il fiorino, dalla parità di 10,2595 frs. franc. scendeva a 10,21, toccando e talvolta superando lievemente il punto d'oro d'uscita (10,1975) poichè nel dopoborsa del 27 giugno era quotato 10,05, con depots di 20 cent. a 1 mese e 60 cent. a 3 mesi. La pressione veniva dalle fughe di capitali, che affluivano a Londra. La Banca d'Olanda doveva sostenere il doppio assalto di questi ritiri, della speculazione e della pressione interna, sollecitata soprattutto dalle Indie olandesi, i cui piantatori sono in concorrenza con Giappone e India, paesi a moneta svalutata.

L'emorragia d'oro della Banca d'Olanda non accenna a cessare, ma - se si volesse ripetere quanto i banchieri olandesi dissero all'epoca della caduta della sterlina - si dovrebbe pensare che essa dispenserà fino all'ultimo fiorino pur di evitare una dichiarazione di inconvertibilità. Frattanto il saggio di sconto è stato elevato al 4 e mezzo per cento, e la costituzione del blocco dei Paesi a moneta sana ha limitato le posizioni della speculazione al ribasso. Per mantenere la percentuale di copertura, la Banca d'Olanda ha ridotto a 926 milioni di fiorini la circolazione (da 1005 al 1° maggio) nel frattempo ha perso 70 milioni di fiorini d'oro, e le riserve continuano a ridursi, se pure più lentamente. L'oro, per la via di Parigi, affluisce a Londra, dove provoca richiesta di sterline.

Quanto al franco svizzero, sebbene in diversa posizione del fiorino, ha denotato una persistente debolezza durante la scorsa quindicina, aggirandosi quasi costantemente sul punto di uscita dell'oro. La notizia della moratoria tedesca (paese questo in cui le banche svizzere avevano investito larga parte dei capitali loro affidati) ha alquanto aggravato la situazione, nonostante l'energico atteggiamento addimostrato dalle delegazioni svizzere a Berlino e a Londra minacciate ritorsioni commerciali. Il timore che la compagine del sistema bancario svizzero possa risultare scosso, ha provocato ritiri di depositi. Ma la Banca Nazionale segue la buona pratica di ridurre la circolazione e il governo svizzero prepara provvedimenti atti a migliorare il bilancio statale e quello ferroviario. La fuga d'oro negli ultimi tre mesi si può calcolare in 602 milioni di franchi svizzeri).

Nessuna variazione da segnalare sul marco tedesco: si tratta di una moneta che ha caratteristiche del tutto speciali, e il cui mantenimento alla parità - operato con mezzi tecnici - dipende da troppe circostanze politiche ed economiche per poterne trarre previsioni. Continuano le trattative coi creditori, particolarmente coi portatori inglesi di crediti a lungo termine: per essi si sarebbe convenuto di obbligare la Reichsbank a far conoscere in questi giorni l'ammontare dei versamenti che potrà regolare, ciò che costituirebbe un impegno formale per la Reichsbank. Entro sei mesi, poi, la ripresa del pagamento del servizio integrale dei debiti dovrebbe essere attuato, altrimenti si addiverrebbe a una nuova conferenza. I creditori insistono a dichiarare incostituzionale la legge del 9 giugno 1933: con tale disposizione, infatti, il rischio del cambio cadrebbe a carico intero dei creditori.

\*\*\*

Il mercato monetario ha gli occhi fissi sulla Conferenza di Londra, così come i delegati londinesi hanno i loro cannocchiali appuntati sui listini dei cambi. E' inutile negare, infatti, che così come i livelli delle monete hanno influenza sui lavori della Conferenza, questa può dar luogo a variazioni di atteggiamento della speculazione (i delegati olandesi sostengono, ad esempio, che la Conferenza abbia determinato la speculazione sul fiorino, e quelli svizzeri propongono addirittura un aggiornamento per timore che il caso del fiorino si ripeta per la loro moneta: ma queste sono, evidentemente, esagerazioni).

Al 1° luglio la situazione si presenta migliorata, per la costituzione del blocco dei Paesi a moneta sana, mentre diventa certezza il primitivo dubbio che gli Stati Uniti volessero continuare a lasciare errabondo il dollaro. A Nuova York si fanno le ipotesi più azzardate: si parla di svalutazioni del 40 e perfino del 50 per cento, cioè al livello accennato nella legge che concesse i pieni poteri a Roosevelt. Ma, anche qui, nessuna fede si può prestare alle fantasie dei giornalisti, i quali non hanno elementi di giudizio per stabilire cifre o lassi di tempo nella svalutazione del dollaro. Probabilmente neppure i dirigenti della politica monetaria americana hanno ancor oggi fissato una meta. Certo è che nè gli Stati Uniti, nè gli altri Paesi, hanno interesse a veder crollare altre monete: e la stessa politica interna americana è condizionata da talune considerazioni d'ordine internazionale. Per ora, l'eccitamento della speculazione ad offrire dollari sembra accennarsi, e provocare insane attese. Quanto alla politica della circolazione, si nota una continua restrizione di biglietti: in tre mesi si passa da 4293 milioni di dollari (16 marzo) a 3090 milioni (22 giugno): ma bisogna notare che in tre settimane la circolazione era passata da 2.891 milioni di dollari (23 febbraio) a 4.215 (9 marzo). Il bilancio del Tesoro americano si è chiuso al 30 giugno con un disavanzo di 1.750 milioni di dollari. Si verifica il fatto di enormi acquisti di titoli americani sul mercato di Londra, per parte di capitalisti americani, onde proteggersi contro ulteriori svalutazioni del dollaro. I depositi a vista negli Stati Uniti non ricevono neppure più un corrispettivo di interessi, e i tentativi di fuga dei capitali sono numerosi. Le F.R.B. di Nuova York hanno aumentato le cifre di crediti emessi, ma riserve e depositi diminuiscono.

mmmm.



# Il blocco delle "monete sane",

(Mario Mazzucchelli)

Se l'abbandono del baratto aureo per la Sterlina fu causa dell'acutizzamento vibrato della crisi mondiale in ogni sua manifestazione economica e finanziaria, il divieto di esportazione dell'oro da parte degli Stati Uniti dal 20 aprile scorso ha risconvolto il mondo che nel secondo semestre del 1932 sembrava ricominciare a « prendere fiato » e che nei primi mesi del 1933, dopo smorzati i troppo facili precorrimenti di una rapidità accentuata di ripresa, sembrava consolidare gli elementi di inizio di risollievo.

Lo stacco del dollaro dalla sua copertura, ora è *pietrificata* nei sotterranei del Tesoro e delle Banche federali di riserva, non ha ancora prodotto tutte le sue ripercussioni. Nei prezzi, considerati non in dollari ma in oro, non v'è stato il crollo seguito alla caduta della Sterlina. La tendenza speculativa cointanto incarnata negli americani, ha anzi fatto balzare in su, i prezzi in oro di parecchie materie prime. Le notizie di probabili scarsi raccolti di frumento, di presunti danni al raccolto del cotone, congiunte alle misure di premi di Stato per gli agricoltori che ridurranno le coltivazioni di frumento e di cotone hanno aiutato fortemente la speculazione al rialzo.

I prezzi dei prodotti industriali avrebbero dovuto non *mutare* in dollari e quindi *scendere* in oro per poter compiere il gioco, tanto caro agli inflazionisti, di poter accrescere (come questi pensano) le loro esportazioni. Accrescimento se mai, in ogni caso, temporaneo e parziale (non globale). Ma i loro prezzi non hanno potuto non risentire del rialzo delle materie prime e di quello, finora molto, molto parziale, dei salari, (non sono ancora in attuazione tutte le proposte e tutti i desideri per lavorare molto di meno e prendere di più).

Ma, se almeno finora e per ragioni, in parte, all'infuori dalle volontà umane (scarsità di raccolti) non è intervenuta una depressione dei prezzi mondiali in oro, dalla caduta del dollaro sono derivate altre e grosse perturbazioni.

In primo luogo una ondata tuttora perdurante di panico capitalistico. Si è fatto rinascere, dalla profonda sfiducia prodotta dal dollaro, e lo si è terribilmente acutizzato, lo spirito del tesoreggiamento nei Paesi più ricchi di capitali mobili. Questo spirito si era alquanto calmato dal secondo semestre del 1932 in avanti. Ora ha ripreso in una misura intensa e che tende a diventare preoccupante per alcuni Paesi.

Il tesoreggiamento, sul quale ha fatto chiari accenni il Ministro francese delle finanze alla Conferenza di Londra, si opera ora sull'oro metallico non più sui biglietti i quali, se cacciati nei *bas de laine* vi restano, ma non vi crescono più, almeno apprezzabilmente.

Dal marzo a fine giugno si può far calcolo che *dieci miliardi di lire d'oro* metallico sono entrati nell'Europa continentale senza che andassero negli incassi delle Banche di emissione. Non solo ma tutto l'esodo d'oro olandese e svizzero non trova contro partita che parziale nell'incasso aureo della Banca di Francia. L'oro olandese e svizzero va, probabilmente, alla Banca di Francia, ma i privati debbono ritirarnelo. Tanto che si fa il conto che dei 700 milioni di franchi svizzeri d'oro usciti man mano dalla Banca Nazionale Svizzera per essere inviato all'estero, trecento milioni almeno sono ritornati in Svizzera dall'estero per scopo di tesoreggiamento. (Le Banche di emissione olandese e svizzera hanno, forse a torto, per norma di non consegnare oro all'interno e ciò in anticipata esecuzione del voto di questi giorni del sottocomitato alla seconda sottocommissione monetaria della Conferenza di Londra di riservare, secondo le proposte americane, l'oro per i regolamenti esteri e toglierlo dall'interno. Altra di quelle idee che astraggono dalla pratica vissuta, dal sentimento mondiale e che vogliono insegnare e dirigere lo spirito pubblico del mondo a loro talento).

L'oro è tanto cercato che a Londra, *il mercato libero dell'oro* (gli inglesi hanno saputo conservarselo libero, malgrado disaurizzata la sterlina) ha fatto *premio* perfino del 2 per cento sulla parità col franco francese, per scendere a uno o due danari per oncia quando si parlò della stabilizzazione del dollaro, e risalire in questi giorni prima a 6 e poi a 8 denari per oncia. Chiaro segno della origine e della misura della sua richiesta.

In secondo luogo è venuta, se non originata dal dollaro però imparentata alla lunga con la sua svalutazione, la moratoria tedesca, finita coll'essere concordata con il suo solito acume dal dottor Schacht in opportuna morigeratezza. Volere o volare questa moratoria è un nuovo e avvertibilissimo disturbo nelle relazioni finanziarie internazionali.

In terzo luogo hanno dovuto cedere le armi alla svalutazione due nuovi Paesi che si erano finora conservati fedeli alla moneta buona, mantenendo vigorosamente la parità aurea: l'Estonia

e la Lettonia. L'Estonia aveva per moneta la *corona* scandinava oro, la Lettonia aveva il *lat* pari al franco svizzero. Ambedue quegli Stati baltici si sono ora « normati » sulla corona svedese carta la quale perde il 6 2/3 per cento sulla sterlina inglese carta. Ciò fatto l'Estonia svaluta la sua moneta sull'oro del 37 per cento circa e la Lettonia di circa l'11 per cento.

In quarto luogo tutti i contratti commerciali in dollari e quelli internazionali erano, dopo la caduta della sterlina, moltissimi; essendo stilati puramente e semplicemente in dollari senza clausole di valore aureo, vengono eseguiti con perdita di oltre il 20 per cento per il venditore con corrispondente arricchimento indebito per il compratore.

Ciò che con esportazioni fatte come si suol dire « all'osso » rappresenta un danno emergente assai notevole. Ad es. gran parte dei contratti italiani colla Russia sono stilati in dollari e gli esportatori italiani subiscono perdita corrispondente.

In quinto luogo si è scambussolata profondamente la morale debitoria la quale influenza, per la sua dubitabilità, i prestiti, i tassi del danaro a lunga scadenza, e la fuga davanti alla volontà di impiego e di uso dei capitali creditizi che si compendia nel sopra accennato tesoreggiamento. I debitori credono di poter ottenere vantaggi col non mantenere fede verso i creditori, sia pure colla scusante che l'uno scroccava i propri di casa, ed è giustificato che gli altri scrocchino lui. Invece, per un mediocre vantaggio momentaneo, si crea il grave danno susseguente e durevole. Quando si infirma la fiducia, non si può facilmente sperare di avere poi il credito necessario.

Troppi Paesi non pagano o tagliano arbitrariamente i pagamenti sui loro debiti, (contratti magari sotto l'égida delle Società delle Nazioni e colla responsabilità morale degli Stati sul cui territorio tali debiti furono emessi). Alcuni di quei Paesi esteri si dichiarano bisognosi di credito. Ma vi sarà pubblico internazionale che assorba eventuali loro nuovi prestiti?

I pubblici interni sono meno apertamente sensibili ma pur essi restano perplessi.

La morale debitoria è la più salda base del credito, è la colonna della fiducia, è l'edificio del progresso economico. Il quale ha per fondamento il risparmio ed il risparmio non può essere taglieggiato ad arbitrio, toccato

(Continuazione a pagina 6)



# I l f r a n c o f r a n c e s e

1) E' abbastanza diffusa l'opinione che basti, per un giudizio sulla solidità di una determinata valuta, osservare attentamente i conti che abitualmente pubblica l'istituto d'emissione. Ma è opinione evidentemente errata. La situazione della banca centrale di un dato Paese può essere fortissima (e cioè, in altre parole, il rapporto intercorrente fra riserve auree ed impegni a vista, può essere assai elevato) e con tutto ciò non permettere, il caso, ottimismo alcuno. Come ad esempio, se tale forte situazione si accompagna ad una debole situazione di liquidità del sistema bancario nel suo complesso — e sia quindi immanente il pericolo di un ricorso, sotto qualsiasi forma, al credito della banca centrale —; oppure ad un bilancio dello Stato non in pareggio (e non si prendano provvedimenti tempestivi, per ricondurre le spese nei limiti delle entrate); od anche se, malgrado tutti gli insegnamenti del passato, i dirigenti tecnici o politici di quel determinato Paese, sono pervasi da quella « psicosi inflazionista » che pare vada facendo ora, qualche nuovo adepto, e si mostrano disposti a sacrificare la stabilità monetaria, ad incidere sul risparmio, per seguire chimere ideologiche. Un giudizio sulla stabilità di una valuta è sempre, dunque, per sua natura, complesso: e deve essere fatto, non soltanto compulsando dati e redigendo statistiche, ma procurando di rendersi conto delle prevalenti correnti di idee che regnano, in quello stesso ambiente economico. Il certo, il « perfettamente valutabile » si sposa, in questo caso, all'imponderabile.

Si applichino pure questi criteri al caso del franco francese, la valuta sulla quale l'attenzione del mondo si concentra maggiormente, eccezion fatta per il dollaro. Non ci si tarderà a convincere che le diverse strade battute, per riunire gli elementi di giudizio, convergono in un unico punto. E questo punto, questa meta comune, fa onore alla Francia.

2) I dati riguardanti la situazione della Banca di Francia sono generalmente conosciuti: « Borsa » li pubblica ogni quindicina, non soltanto per il desiderio legittimo di sottoporre ai nostri lettori cifre « up to date », quanto per permettere loro di rendersi conto, con una sola occhiata, del miglioramento avutosi nella posizione tecnica dell'istituto nell'ultimo anno o biennio: principalmente per la graduale conversione delle riserve in divise, in riserve metalliche. Colpirà chi confrontasse questi dati con quelli d'ante guerra, l'alto livello del circolante (tenuto conto del livello dei prezzi). Si osservi però che

« ... Il franco francese è attualmente una delle non molte valute, in Europa, sulle quali non sarebbe ragionevole esprimere dubbi ».

questi biglietti emessi, oltre ad essere generosamente coperti da riserve auree, hanno attualmente una media velocità di circolazione assai ridotta, per il desiderio di tesaurizzazione del pubblico francese. E' logico dedurne quindi che, calmatosi questo stadio di irrequietezza finanziaria, il loro ammontare possa essere gradatamente ridotto.

La situazione dei principali istituti di credito francese (consideriamo i quattro maggiori) non soltanto non può destare alcuna apprensione, ma manifesta un notevole grado di liquidità. Dalle cifre a fine 1932 (le sole attualmente disponibili) si può osservare come gli impegni (in diminuzione) siano largamente coperti da disponibilità di immediato o facile realizzo. E' significativo ad esempio, l'alto livello raggiunto dal portafoglio, a fine anno, non ostante un lieve contrarsi dei depositi, in specie perchè si accompagna ad una contrazione nella voce « corrispondenti - saldi debitori » che notoriamente ricollega attività meno prontamente recuperabili. Il franco appare quindi cintato da una ottima seconda linea di difesa. Non vi sarebbe ragione di ritenere che — anche se si determinasse un esodo di capitali dalla Francia (disponibilità straniere o nazionali) — gli istituti di credito, cui i fondi fossero prelevati, non saprebbero far fronte alle evenienze, senza gravare, più del normale, sull'istituto d'emissione. E la possibilità di un esodo di capitali, dalla Francia, appare attualmente piuttosto remota.

Infine — ed è tanto più piacevole il constatarlo, in quanto l'atteggiamento del potere pubblico, in Francia, collima sotto questo aspetto, con quello assunto dal nostro stesso potere politico

— non vi è ragione alcuna di ritenere che il Governo francese sia disposto, in qualsiasi modo a cedere a chicchessia il passo, sul terreno della valuta sana. Le dichiarazioni di Bonnet a Londra, dopo il discorso Chamberlain, sono significative: e se è stato sottolineato dalla stampa un lieve accenno in lode della politica di credito facile — come mezzo per allievare gli oneri della crisi sull'attività produttiva — deve essere, in modo più evidente, messo in luce che questa politica deve intendersi realizzabile soltanto nell'ambito di un sicuro mantenimento di un « gold standard ». Anche l'allusione a operazioni di mercato aperto (dobbiamo forse insegnarlo agli inglesi?) non può essere fonte di dubbi. Poichè devono intendersi effettuate valendo le premesse esposte nella prima parte del discorso. Forse che tali operazioni hanno impedito agli Stati Uniti nel 1927, nel 1929 o nel 1932 di mantenere la base aurea?

3) Anche questo sentiero dunque, (il sentiero difficile dell'imponderabile) induce a mantenere integro il nostro atteggiamento ottimista circa il futuro del franco. Altri, altri ne potrebbe percorrere, discorrendo vuoi sulle opinioni conservatrici, e sui desideri legittimi ed influenti del risparmiatore francese, vuoi sulla situazione di altri enti privati, pubblici o semi pubblici, « et cetera ». Ci ritroveremo tutti dopo un percorso più o meno lungo, allo stesso punto. Il franco francese è attualmente una delle non molte valute, in Europa, sulla quale non sarebbe ragionevole esprimere dubbi. Nel suo duttile metallo, esso reca l'impronta duratura della ferrea volontà di Poincaré, così come la lira reca l'impronta della tenace difesa di Mussolini.

Sono poche le valute per le quali, ancor oggi, possa dirsi altrettanto. Potrà essere forse penoso il constatarlo, per altri. Per noi è motivo d'orgoglio. Esse in genere appartengono a Paesi che, in un passato abbastanza recente hanno potuto soffrire i mali dell'inflazione. Chi si è avventurato, infatti, in queste sabbie mobili, chi ha potuto cronometrare il progressivo salire della melma fino ai fianchi o fino al collo, non facilmente desidera ripeter simili avventure.

Fra queste valute « indiscutibili », il franco è certamente quella che può basarsi sul più ampio mercato monetario e finanziario; è la moneta più diffusamente trattata. Per le sane valute minori (e non saremo noi italiani a disconoscerlo) la sua indiscussa stabilità è un bene non facilmente valutabile.

Mauro Fermar

## Lo situazione dei 4 grandi Istituti francesi di credito ordinario (1)

(milioni di franchi)

PRINCIPALI VOCI DELL'ATTIVO			
	31-12-1931	30-6-32	31-12-32
Cassa e disponib. immed.	11.672	11.583	9.133
Portafogl. Comm. e B.A.M.	18.326	18.847	21.971
Anticip. su titoli e riporti	1.104	1.020	1.046
Corrispond. - Saldi debitori	8.561	7.574	7.038
PRINCIPALI VOCI DEL PASSIVO			
	31-12-1931	30-6-32	31-12-32
Depositi a vista e conti correnti creditori . . .	36.747	36.125	36.302
Depositi a termine . . .	1.222	1.250	1.268
Accettazioni . . . . .	576	404	295
Capitale e riserve . . . .	3.224	3.229	3.229

(1) Crédit Lyonnais, Comptoir d'Excompte, Société Générale, Crédit Industriel et Commercial.



# Lo «splendid isolement», degli Stati Uniti nel quadro della Conferenza

La Conferenza di Londra era stata convocata — soprattutto per iniziativa degli Stati Uniti — nell'intento di por fine alla baronada monetaria. E' quindi stupefacente che siano gli Stati Uniti a volerla gettare a mare, prima coll'abbandono della parità aurea, poi con il rifiuto di una stabilizzazione o tregua monetaria: si spara in tempo di chiesto armistizio, il che — fuor da apprezzamenti logici — è anche infrazione a certe superiori leggi morali che la tradizione ha codificato per tutte le battaglie.

Soprattutto è vano voler comprendere: e forse ha ragione l'americano Parker Willis quando scrive che la politica monetaria americana è in mano d'un piccolo gruppo di dilettanti incompetenti. A Londra si riunisce una conferenza internazionale per fissare le basi di restaurazione del credito, attraverso l'eliminazione dei movimenti caotici delle monete, e si invia una delegazione che non è completamente d'accordo e che viene smentita ad ogni piè sospinto, e puntellata dall'invio di nuovi delegati (Moley) per sostenere una « stabilizzazione meno stabile ». Ma il credito — la ripresa del credito — significa ripresa di fiducia: e nessuno avrà l'ingenuità di credere che le manipolazioni monetarie accrescano la fiducia, e che la mancanza di rispetto agli impegni internazionali consenta un maggior ottimismo. Le basi del credito non si ritrovano che rispettandone le premesse.

Roosevelt dà l'impressione di non avere un piano preciso, e di lasciarsi guidare un po' dal suo *entourage* di « cervelli », un po' dalle sue promesse elettorali per gli agricoltori; moltissimo, infine dalle opportunità politiche (maggioranza numerica dei rappresentanti dei Paesi del West, eminentemente agricoli). Partito con un discorso che auspicava una « moneta sana », Roosevelt è giunto a poche settimane di distanza alla deliberata svalutazione del dollaro; affermato che una soluzione deve essere internazionale, ora sostiene che l'America deve abbandonare il suo « splendid isolement » solo con molta prudenza (... « quando i prezzi saranno risaliti »...). Negli Stati Uniti si afferma che Roosevelt è prigioniero del West: è per gli uomini del West che ha tentato l'artificioso rialzo di prezzi, l'inchiesta sui finanziari, la regolazione della produzione agricola, ecc. Di qui la difficoltà di dare una « politica internazionale » nel senso più ampio della parola, e l'urgenza di accontentare — per una politica nettamente interna — date categorie o dati ceti. E di qui le incertezze, i temporeggiamenti della delegazione americana a Londra, dove Hull



e Cox dicono in privato quel che non affermano in pubblico, dove Moley sopraggiunge a fare delle iniezioni di intransigenza nazionale, dove Pittman presenta una mozione per la stabilità (mozione che doveva essere stata concordata prima della partenza dall'America con Roosevelt), per ritirarla subito dopo, affermando che gli americani mirano sì alla stabilizzazione, ma *lontana* non immediata. E Cox afferma più volte di essere partigiano di una *moneta sana*: moneta sana e basta. E la delegazione americana ribadisce la discussione anodina: *niente stabilizzazione prima della conclusione di accordi commerciali*; proprio mentre gli altri Paesi ripetono: *niente accordi commerciali senza la previa stabilizzazione*. Così la « tregua monetaria » è finita prima di nascere, e la Conferenza agonizza.

La politica americana è incompatibile con la politica di cooperazione internazionale. (Caillaux ha scritto in questi giorni: « *Il faut organiser les segments de la planète avant de prétendre à l'universel* »). Ma bisogna anche, se non giustificare, comprendere la situazione interna americana. Come potrebbe il Governo americano, essendosi incamminato su una via deliberata, fermarsi a metà? Si è promesso — con grande onore di fanfare — il rialzo dei prezzi. E' accaduto che la speculazione ha avuto buon gioco, ed ha fatto salire alcuni prezzi con tanta intensità e rapidità da spaventare perfino il governo americano. I manifatturieri si sono in fretta « coperti », dando ordinazioni di materie prime per quantità che non smaltiranno se non in un lungo periodo di tempo. Tutto ciò ha creato un boom simile a quello degli anni precedenti il 1929. Quindi, appena si hanno voci di una stabilizzazione del dollaro, i mercati tornano deboli; forse i prezzi precipiterebbero. E allora, dove se ne va la promessa di un rialzo duraturo di prezzi? Diventa quindi necessario per il governo americano vietare che si arresti il deprezzamento del dollaro, per evitare che al movimento di rialzo faccia seguito un brusco movimento di ribassi. Si aggiunga che, se i cittadini americani fossero assicurati che il dollaro rimane stabile, tesaurizzerebbero anziché acquistare, e allora la velocità di circolazione diminuirebbe, eccetera eccetera.

Ma, con questi ragionamenti, quando

diventerà *opportuna* per gli Stati Uniti la stabilità del dollaro? Non oggi che il dollaro perde quasi il 25 per cento sulla parità aurea, nemmeno domani quando perderà il 30, il 40 per cento. Gli Stati Uniti si illudono di poter dare la « spintarella » necessaria affinché la curva dei prezzi si inverta: ma la moneta sana porta al ribasso dei prezzi e non al rialzo, e verrà bene il momento in cui per il dollaro verrà fissata una qualunque base fissa rispetto all'oro. Allora i prezzi seguiranno il loro andamento naturale, e la loro correzione darà luogo a nuove scosse, più forti quanto più intenso sarà stato il processo di artificioso rialzo.

D'altronde l'incertezza sulla misura e sulla durata dell'instabilità del dollaro, a parte le ripercussioni sul risparmio, influisce nel senso di disorientare i manifatturieri di tutti i Paesi, sia di quelli che comperano materia prima di provenienza americana, sia di quelli che sono in concorrenza coi prodotti finiti sui mercati comuni agli americani. L'Inghilterra, a suo tempo, « lasciò che la sterlina trovasse il suo livello naturale », mentre gli Stati Uniti, con mezzi tecnici e psicologici, creano al dollaro un livello artificiale più basso: la differenza pratica consisterà nel diverso comportamento dei prezzi interni, che l'Inghilterra riuscì a mantenere quasi immutati mentre gli Stati Uniti spinsero all'aumento. Ora, si deve tener presente che i tre quarti dell'esportazione inglese consiste in prodotti finiti, dove il prezzo segue più lentamente la variazione di valore della moneta; mentre la maggior parte dell'esportazione americana consiste in materie prime e prodotti agricoli, i cui prezzi reagiscono con una prontezza eccezionale. Ciò, se da un lato dà noie minori nel mercato mondiale — dal punto di vista dei Paesi manifatturieri — presenta però pericoli e danni, anche se si considera il fatto che l'esperimento del dollaro ha per oggetto la valuta del più grande Paese creditore del mondo, con posizione preponderante nel commercio internazionale. Il risultato ultimo è quello di costringere i Paesi debitori o a ricorrere agli stessi mezzi di sovraestensione monetaria, o a rinchiudersi sempre più in casa riducendo al minimo le importazioni di merci americane, o a provvedimenti di ritorsione che rinchioderebbero le già spiccate autarchie.

L'uso della fraseologia pseudo economica: si riparla di un « livello ragionevole » dei prezzi, di « equi compensi » ai produttori, di una altezza dei prezzi *garantita*, di ritorno ai prezzi del 1926. E se ne riparla con tutta serietà, nonostante gli economisti



avvertano che questa fraseologia non è nuova, che presenta pericolose illusioni, che si presta a giustificare acrobazie di provvedimenti.

Il *leit motiv* è « rimediare alla crisi economica accrescendo il potere d'acquisto degli agricoltori ». Ed è intorno a questo bersaglio che si esercitano i cervelli del trust, e che gravita tutta la politica del futuro prossimo di Roosevelt. I primi provvedimenti, dopo l'abbandono della parità aurea, consistono soprattutto dunque nel *Farm Adjustment Act*, legge che si propone di ridurre le coltivazioni, producendo un aumento notevole, ma tale da non scoraggiare il consumo, dei prezzi agricoli. (Si considera come periodo « normale » quello agosto 1909-luglio 1914). Ora, bisogna notare che i provvedimenti del Farm Board per il sostegno dei prezzi non avevano avuto altro effetto che quello di incoraggiare una maggiore coltivazione, e che l'attuale boom dei prezzi del grano e del cotone indurrà gli agricoltori ad estendere l'acreaggio. Il Farm Act prevede una riduzione della produzione con accordi volontari e contro pagamento di indennità adeguate (l'importo di tali indennità viene prelevato con una tassa sulla vendita del grano e del cotone).

Per il grano, questa « *processing tax* » sarà di 30 cents per bu. e entrerà in vigore dal 9 luglio. La tassa dovre-

be creare un divario tra prezzo di costo e prezzo di vendita, ed il suo gettito dovrebbe compensare gli agricoltori della ridotta coltivazione. Per il cotone, la piantagione sarebbe ridotta di 3 milioni di balle (10 milioni di acri), per cui si calcola che le scorte possano alleggerirsi (la produzione di 22 milioni di balle, con un previsto aumento di consumo di 1 milioni di balle, sarebbe insufficiente, e quindi gli stocks di 17 milioni di balle ne verrebbero ridotti).

Frattanto, poichè gli aumentati prezzi del grano e del cotone inducono i contadini ad allargare le coltivazioni, il Farm Act pare debba risolversi in un nuovo insuccesso. E il sottosegretario all'agricoltura, Wallace, sta facendo un giro di propaganda per indurre gli agricoltori a comprimere del 20 per cento le coltivazioni, mentre il Governo pubblica un comunicato per avvertire che i prezzi potranno indebolirsi, e che è quindi da scoraggiare ogni estensione di acreaggio. Intanto la speculazione gioca sfrenatamente: in una sola giornata, a New York, il 26 giugno, oltre 150 milioni di bushels di grano hanno cambiato di mano; e il cotone ha subito in quel giorno rialzi di 4 dollari per balla!

La stessa « regolazione » avviene nell'industria (*Industrial Recovery Act*) al fine « di eliminare la concorrenza troppo vivace » di produzione. Si sovrappongono dunque, qui, tentativi di codi-

ficazione per determinare fissità di ore lavorative e di salarii, accordi di produttori per limitare le fabbricazioni, eccetera.

Questi esperimenti, di cui staremo a vedere i risultati ultimi, sarebbero condotti — dice il Moley — per « una battaglia economica iniziata dagli Stati Uniti nell'interesse del mondo intero ». Ma intanto l'impazienza popolare e la speculazione rendono sempre più difficile di contenere entro il programma iniziale l'attuazione del piano. Le categorie premono attraverso forze politiche per uscire dalla codificata redistribuzione nel modo migliore, a danno delle altre.

E il programma non finisce qui. Esso, dopo la svalutazione del dollaro e dopo il controllo della produzione, contempla l'espansione di credito, una grande politica di lavori pubblici, un riordinamento del sistema bancario con un uso più intensivo delle scorte auree. Programma, come si vede, concretato con somma rapidità, ma di cui non si sono ancor fissate le mete ultime e nel quale erra un'atmosfera di nebulosi propositi di far qualcosa a qualunque costo. Se questi presupposti sono esatti, è vano pensare che gli Stati Uniti siano prossimi alla stabilizzazione, ed è difficile trarre illazioni razionali sulla piega degli avvenimenti.

alfa

## Il blocco delle « monete sane »,

(Continuazione da pagina 3)

nella buona fede, abbindolato da pretesti, sempre piccini, sempre lontanissimi dal persuadere. In tutti i rapporti la buona fede indubitabile, specchiata è la pietra di paragone ed è insieme il tonico e lo stimolo più potente per lo sviluppo degli affari.

In sesto luogo ha portato gli Stati Uniti ad una via di non misurabili conseguenze, appunto col togliere la fiducia nella santità dei contratti che sono stati modificati per generico dettame di legge federale. I debitori sono stati esonerati dall'obbligo del pagare nella buona valuta stipulata e quantunque l'esonerazione sia una facoltà concessa per nulla affatto un obbligo imposto ai debitori, i debitori interni, hanno colto tutti l'occasione loro offerta.

In settimo luogo: la discesa del dollaro dapprima, le misure sfiducianti il capitale ed il risparmio di poi, e da ultimo ma non per ultimo l'opposizione ad ogni tentativo di stabilizzazione ha causato una fuga crescente di capitali dagli Stati Uniti (leggere al riguardo la corrispondenza da Nuova York al *Corriere della Sera* del 30 giugno) fuga che si avverte su tutti i mercati dei Paesi a moneta salda e dai quali si dirigono i capitali di fuga, e disturba parecchio i riceventi e impensierisce seriamente gli americani (che pare non abbiano potuto pensare che i loro cittadini seguissero le leggi normali della

fiducia e della moneta). Il dollaro ora scende non per pura speculazione ma per effetto e nella misura delle vastità di fuga la quale a sua volta dà base alla speculazione.

Intanto che l'America impara, il mondo è tutto alle prese colle incertezze, coi dubbi e coi dolori.

In tali situazioni però sembra apparire un raggio di sole nell'idea di un blocco dei Paesi a valuta sana. Secondo referti inglesi e dell'Agenzia Havas si sono radunati a Londra i dirigenti delle Banche d'emissione del Belgio, della Francia, dell'Olanda e della Svizzera per una comune intesa per la difesa della moneta aurea, per costituire cioè una specie di blocco comune delle monete sane. Il blocco è rafforzato, in faccia al sentimento pubblico, dal fatto significativo che quei quattro Paesi fanno il servizio dei prestiti governativi loro o delle loro colonie all'estero nel pieno valore aureo stipulato.

Il blocco resta aperto a chi vi voglia partecipare, ed il nostro Paese, i cui rappresentanti a Londra hanno con ogni esemplare chiarezza e con ogni più netta fermezza sostenuto il principio della moneta sana e l'incrollabile decisione del nostro Governo di tener salda la nostra lira, saldezza che è pilastro della nostra energia economica, e che hanno insistito con tanto senno sul valore sacro del risparmio, ed il nostro Paese, ripetesi, indubbiamente parteciperà al blocco, cioè ad ogni azione in-

tesa alla difesa della sanità della moneta.

Se il blocco, inclusa l'Italia, vorrà più praticamente ancora agire in una azione di intransigente difesa, non potranno mancare risultati soddisfacenti e tali non soltanto da neutralizzare, ma da superare gli effetti contrastanti delle monete svalutanti e svalutatorie. Nel qual caso auspicato, potrebbe forse dirsi che tutto il male non viene per nuocere e dal malanno monetario del resto del mondo potrebbe derivarne il comune e concorde interesse e pensiero monetario dell'Europa continentale. Chissà mai se inizio di un sogno di successione intese dalla stessa Europa continentale in altri campi finanziari economici e, più sogno ancora, politici.

L'intesa monetaria, tanto più buona quanto più è non per l'offesa, non per predominio ma per necessaria difesa (questa unisce ben più che non altri moventi), non è punto una base imponente per altri seguiti.

M. M.





# Tra i marosi del dollaro irrequieto e l'invincibile ottimismo di Mac Donald

**Londra, trenta Ginevra** Già prima dell'inizio della Conferenza era diffusa l'opinione che i suoi lavori dovessero durare almeno due mesi. A giudicare da quanto è stato fatto sinora, il pronostico sembra piuttosto errare in difetto che in eccesso, quando non si voglia ammettere tra le possibilità lo scioglimento della Conferenza per mancanza di una base sufficiente di accordi preparatori. Sbocco, quest'ultimo, che per quanto sia deprecato e trovi in tutte le nazioni qui rappresentate la volontà di scongiurarlo, è apparso non impossibile qualche giorno fa, in seguito — principalmente se non esclusivamente — alle incertezze da parte americana. Due tentativi di approccio, uno nel campo monetario e l'altro nel campo economico — intrapresi da rappresentanti degli Stati Uniti — sono stati frustrati da contrordini da Washington. Pochi giorni fa sembrava che un accordo per stabilizzare il cambio del dollaro potesse presto trovarsi (almeno per una stabilizzazione provvisoria, di tregua monetaria durante la Conferenza) sulla parità di dollari 4.05-4.10 per sterlina: a tanto erano giunte le conversazioni di Harrison e Sprague con Montagu Norman e Moret presso la Banca d'Inghilterra. Contemporaneamente veniva presentata alla Conferenza per conto della delegazione americana una proposta di ribasso generale delle tariffe doganali in tutti i paesi, nella misura del 10 per cento delle vigenti.

Senonché, il governo americano si è affrettato a sconfessare gli incipienti accordi monetari, e non solo riguardo al livello della stabilizzazione tentata ma escludendo senz'altro ogni intenzione da parte degli Stati Uniti di fissare per ora il cambio del dollaro, ritenendo che il solo fatto della stabilizzazione, qualunque ne fosse il livello, frenerebbe la speculazione iniziata a Wall Street e nuocerebbe allo sviluppo della ripresa economica americana, che — come è naturale — sta al sommo dei pensieri del Presidente. (Tutto sta a vedere se la diagnosi sia giusta, e se gli eccitanti deflazionistici che sono ora in preparazione saranno efficaci, o deleteri). E, nello stesso tempo, la delegazione americana ritirava la proposta di riduzione generale delle tariffe, sotto lo specioso motivo che la proposta non era ufficiale.

Il negare per un tempo indefinito la possibilità della stabilizzazione del dollaro viene già di per sé a porre la Conferenza in uno stato di incertezza e conferisce a tutte le decisioni che da essa potessero determinarsi un carattere condizionale e provvisorio: ché nessun accordo doganale, o di regolamento di mercati, o di sistemazione di prestiti può avere concreto valore fin quando lo strumento degli scambi, le monete, non abbiano stabilità o siano almeno verso questa avviate a scadenza sicura e non lontana. Ora come ora, quindi, la Conferenza non può che « segnare il passo », e affidarsi, per continuare, alla maestria « fabiana » (non difficile per illustri parlamentari come i delegati) dei presidenti e relatori delle varie commissioni e sotto-commissioni in cui essa è stata suddivisa, in attesa che gli eventi prendano in America un corso deciso, tale da ricondurre prima o poi a riallacciare le trattative per la stabilizzazione del dollaro.

**I**ntanto, si esplorerà il campo di tutte le altre questioni oltre la monetaria, e si getteranno forse basi condizionali di accordi per le dogane e il resto. Allo stato delle cose, riesce più gradito di quanto non sarebbe in circostanze diverse, che la Conferenza si tenga ancora piuttosto sulle generali, con esposizioni di punti di vista, di principi, di desiderata generici, poco dando sin qui al lavoro meno appariscente dell'esame dei particolari per giungere a proposizioni concrete. Perché quel che

ora preme più di tutto è aspettare che si creino condizioni propizie a risultati meno poveri di quelli possibili adesso, se pure. Tutte le speranze per la continuazione della Conferenza (cheché ciò possa significare) sono quindi in grembo al tempo, in una gara di pazienza tra i delegati nella ospitalissima Londra e i responsabili della politica economica americana. Ché, se la stabilizzazione del dollaro fosse rimandata all'infinito, si verrebbe o a sciogliere la Conferenza senza aver concluso nulla di sostanziale, o a ridurla a un congresso di tutte le nazioni meno l'America e forse « contro » l'America. Obiettivi e metodi dovrebbero mutare considerevolmente.

Previsioni in proposito sarebbero difficili e oziose ora che, come ha detto Mac Donald ai giornalisti della Conferenza pochi giorni sono, occorre convergere gli sforzi verso la migliore riuscita del convegno internazionale, e conviene riserbare e moderare i giudizi per non fuorviare il pubblico dal sentierucolo della speranza. (Mac Donald ha affermato tra l'altro che i lavori della Conferenza procedono benissimo, e che l'atteggiamento dell'America è appena un piccolo incidente « a little setback » senza troppa importanza. Sarebbe scortesia verso l'ospite-presidente mettere in dubbio la sua affermazione, qualunque sia l'evidenza dei fatti).

Convieni piuttosto, finché si aspetta, passare rapidamente in rivista la posizione presa dai vari paesi rispetto ai punti programmatici della Conferenza. Ciò serve anche a dare una idea delle difficoltà concrete della medesima.

**R**iguardo alla politica monetaria, che quasi tutti i partecipanti considerano la questione maggiore, le dichiarazioni dei diversi delegati permettono di distinguere due gruppi opposti: uno, comprendente l'America, la Gran Bretagna e il Giappone, favorevole a ormezzi monetari; l'altro — formato dalla Francia, l'Italia, il Belgio, la Germania, la Polonia e altri stati minori — rigidamente fedele ad una moneta « sana ». Per i primi la stabilizzazione dei cambi dovrebbe venire « dopo » l'aumento di prezzi, da promuoversi con espansione di credito (tesi britannica) o con diretta svalutazione della moneta (tesi americana). Il ritorno al gold standard sarebbe, almeno per la Gran Bretagna — secondo le dichiarazioni di Chamberlain di qualche giorno addietro — condizionato da una riforma, sulle linee suggerite dalla Delegazione dell'Oro ginevrina: riduzione delle riserve metalliche statutarie delle banche centrali, e stretta collaborazione tra le banche stesse per economizzare l'oro. L'espansione del credito nel periodo intermedio dovrebbe ottenersi mediante operazioni di mercato aperto e con una deliberata politica di bassi saggi di interesse.

Le vedute dell'altro gruppo sono diametralmente opposte. *Prima* si deve stabilizzare le monete e tornare al gold standard. La sovraestensione monetaria, anche se si chiami deflazione, va fuggita a tutti i costi, perché funesta al risanamento economico *definitivo*, anche se dia temporaneo sollievo e incoraggiamento (Concetto espresso con grande forza e chiarezza, e stringente argomentazione dal nostro primo delegato, S. E. Jung). Il credito deve *servire* la ripresa che si manifesterà per effetto del risanamento monetario e delle facilitazioni e spinte al commercio internazionale che questo renderà possibili, e non *creare* una pseudo-ripresa precaria, condannata in germe dagli sviluppi successivi della espansione artificiale dei mezzi di pagamento.

**P**er la parte economica della Conferenza le distinzioni sono meno chiare. La Francia è favorevole a una vasta politica di lavori pubblici di portata internazionale (che in

verità non si vede bene come potrebbero accordarsi in pratica colla strenua sua difesa della ortodossia monetaria), di riduzioni della durata della giornata lavorativa (senza accennare però alla importante questione della riduzione o meno dei salari in proporzione al ridursi della durata), di regolamentazioni dell'offerta di alcuni principali prodotti mediante contingenti o cartelli. L'Italia, coerente colle premesse monetarie, attribuisce maggiore importanza alla revisione delle dogane, che sarebbe facilitata dal ridursi della tensione dei cambi che ad altri mezzi. Gli stati dell'Europa centrale hanno in cima alle loro preoccupazioni la sistemazione dei debiti, e insistono sulla necessità di tagli sostanziali. Gran Bretagna e Belgio si dichiarano in principio favorevoli a una politica di riduzioni tariffarie, che ritengono più facili ed efficaci se condotte in parziale deroga della clausola della nazione più favorita con accordi bilaterali o fra gruppi ristretti di nazioni che si impegnino a concessioni reciproche, in modo da escludere da facilitazioni gli stati che a tali concessioni siano restii. L'atteggiamento dell'America, mentre nella parte monetaria è ormai anche troppo chiaro quanto all'indirizzo che si intende seguire pur rimanendo incerti il *tempo* e la *misura* della sua attuazione, appare problematico riguardo alle tariffe. L'indecisione e le contraddizioni (un po' goffe) dei suoi delegati riflettono le titubanze del partito democratico e dell'Esecutivo suo esponente, di fronte a un Congresso ostile all'abbandono della tradizionale politica di alta tariffa, accetta anche a larghi strati dell'opinione pubblica (ben manovrata dai grossi interessi), e si manifesta nella divisione di vedute in seno alla stessa delegazione degli Stati Uniti a Londra, con Hull, il capo delegato, liberista, e Couzens e Pittman protezionisti. L'arrivo di Moley, consigliere aulico del Presidente, del quale sono note le tendenze isolazionistiche, chiarirà forse la situazione da isolazionistiche, non ha chiarito la situazione da questo lato.

L'America è favorevole a misure grandiose di espansione industriale mediante « piani » di lavori pubblici, dei quali sta ora iniziando per conto suo notevoli esperimenti. Pure favorevole a iniziative consimili è il Canada.

Qualche giorno fa pareva prossima la conclusione di accordi fra i principali stati granicoli (Stati Uniti, Canada, Argentina, Australia) per una riduzione dell'acreaggio coltivato a frumento in misura di circa il 15 per cento dell'attuale. Ma l'Australia sembra ora meno ben disposta ad accordarsi in proposito, e si attendono gli sviluppi delle conversazioni che continuano.

**N**on manca invero materia di discussione, nè appare lieve il compito essenziale della Conferenza, l'armonizzare tutti i diversi e tutti i contrari e ridurli ad una unità di decisioni. Il metodo del *coeteris paribus*, opportunamente suggerito da Jung dal suo seggio presidenziale nella sottosezione che tratta le misure immediate di politica monetaria, può consentire allo svolgimento dei lavori nelle varie commissioni una notevole libertà e un buon progresso. Ma quando si verrà al dunque — se ci si arriverà — potranno le condizioni ipotetiche (ossia la soluzione *concreta* di tutti gli altri problemi, meno quello che dalla speciale commissione si considera, supponendo che gli altri siano risolti) tutte realizzarsi e sboccare finalmente in risultati *attivi*, e non in una serie di nobili (e forse un tantino contraddittorie) raccomandazioni?



Milano, 3 luglio

Si vorrebbe, in America, il rialzo dei prezzi, ma si vorrebbe pure limitare la speculazione. Si vorrebbe oggi più che mai comandare a tutti, senza nemmeno lasciar conoscere il programma. Ora che effettivamente in America si può bere, Roosevelt abusa di questa autorizzazione e passa dal lasciar bere all'obbligare a bere per oro colato quel non molto chiaro programma variabile, come le forme delle nubi nel cielo. Ma, purtroppo, sono nubi.

Wall Street fa quel che può: attività intensa, prezzi a fisarmonica, in rapporto col dollaro.

A Parigi si è verificato un notevole movimento sui ferroviari che, per il progetto di riorganizzazione delle reti, guadagnano terreno velocemente, tanto da segnare in pochi giorni delle plus valenze di centinaia di punti per i titoli più pesanti. Il resto del mercato risente dell'andamento della Conferenza, dei timori, ora quasi completamente svaniti, sul fiorino, ma, in complesso il mercato è fermo ed attivo.

Londra è pure meglio intonata e gli scambi sono più intensi. Berlino è sempre irrequieto.

I nostri mercati hanno subito una riduzione d'attività, senza che questa, salvo rari e giustificati casi, abbia nuociuto alla tendenza dei prezzi, sempre resistente.

Malgrado l'intensa attività dei primi giorni del mese, i quantitativi trattati in giugno, alla Borsa di Milano, sono stati di complessive 927.065 azioni (contro 1.356.369 in maggio); 38.300 obbligazioni (contro 58.110) ed infine, i titoli di Stato hanno raggiunto quasi i 179 milioni, contro 152 del mese precedente. Per i titoli di Stato, il mese di giugno è quello della maggior attività, dopo gennaio (292 milioni).

E poichè parliamo del Consolidato e della Rendita, ricordiamo, prima di tutto, che, a differenza del solito, i prezzi di compenso questa fine di semestre son stati fissati con la cedola, anzichè ex. Questo diciamo al fine d'evitare errori nei confronti con periodi precedenti. Dire che questa misura fosse richiesta a gran voce da tutti, sarebbe troppo; dire che avrebbe fatto piacere una decisione identica per tutte le borse del Regno, sarebbe il vero. Se ne discusse, dopo. Per i rapporti la cosa non ha grande importanza: tutto si riduce ad una perdita di meno di dieci lire (al 3 per cento), per ogni lotto di Consolidato, a danno del riportato. Alcuni hanno sostenuto che siccome le cedole servono per pagar le tasse, e poichè banche, agenti di cambio, ecc. non aspettano il primo giorno del semestre a staccar le cedole, si faranno circolare molti vaglia in luogo delle cedole. D'altra parte, poichè la cedola è pagabile il primo giorno del semestre, non era nemmeno logico staccarla nel mese precedente. Fatte le somme fra il pro ed il contro, la cosa non ha importanza, e non è il caso di discuterne.

I titoli di Stato, per finire l'argomento, si sono comportati bene e chiudono, tenuto conto del riportato, poco sopra i prezzi del principio della quindicina.

Si è detto che l'attività del mercato azionario è stata assai limitata: le oscillazioni, salvo pochi casi, si sono mantenute molto ridotte. Pertanto l'aspetto del mercato si mantiene immutato: assorbimento facile, senza che la domanda si faccia aggressiva. Nei pochi titoli trattati, si scambiano migliaia di azioni al giorno, con scarti minimi. Qualora si creda di escludere l'intervento di gruppi (il che ci risulterebbe), si constata una parità di offerte e di richieste. Nuovi elementi si aggiungono ai precedenti, già altre volte esposti, per giustificare il facile collocamento dei titoli offerti: buone notizie su talune società, speranze che divengono realtà, progetti che si concretizzano. Ci è stato segnalato, fra l'altro, il fatto che alcuni portatori delle obbligazioni emesse in America con la famosa clausola oro, ven-

dono quei titoli fedifraghi, per comperare le azioni delle stesse società. La giustificazione sarebbe il volersi assidere all'illecito banchetto offerto dalla svalutazione del dollaro.

Si nota d'altra parte qualche contrazione nei titoli non ancora sistemati: in alcuni casi è la stanchezza che subentra nel risparmiatore che vede troppa differenza tra ciò che sul titolo è scritto e quel che vale in Borsa.

La simpatia per i buoni titoli si manifesta anche, anzi principalmente, nei titoli locali, caratteristici di ogni Borsa: vediamo verificarsi questo fenomeno a Firenze come a Milano.

Qui, i preferiti son sempre i tessili, anche perchè gli ultimi bilanci approvati confermano le notizie discrete, e gli elettrici, che pare riescano a mantenere margini notevoli, quando siano amministrati (non diamo aggettivi, poichè, effettivamente, la parola dice già tutto).

Nei diversi, piccolini e grandi, molto movimento; si rimuovono quelli d'esportazione, la Pirellona procede sicura su voci più o meno attendibili (pare, ad esempio, che i campioni del manubrio dicano che questa società preparerà, nel prossimo giro di Francia, strade di gomma: noi temiamo siano stati i reduci dalle classiche cadute a mettere in giro la voce). Certo è che questo gruppo ha una vitalità ed intraprendenza che non ci stupirebbero delle annessioni di campi attinenti all'industria madre.

Una breve occhiata al mercato delle obbligazioni: le Elettroferroviarie 4 e mezzo per cento hanno riguadagnato tutta la provvigione ed un paio di punti sopra il prezzo d'emissione. I titoli di Stato sempre ben assorbiti. Nei fondiari 6 per cento sopra la pari, continua l'assorbimento da parte degli istituti che hanno emesse le cartelle, e il flusso da parte di chi non vuol vedersi rimborsare a 500 quello che oggi può vendere a 510.

M. S.

Berlino, 3 luglio

Non c'è molto da dire sull'attività dei mercati finanziari germanici nell'ultima quindicina: piuttosto, si potrebbe fare un più lungo discorso sulla loro inattività. E questo che può sembrare un paradosso lo è solo fino a un certo punto perchè è proprio l'esame delle cause che danno origine a questa stasi che può presentare un certo interesse effettivamente. L'andamento delle borse tedesche si può sintetizzare così: grande scarsità di affari, prevalente debolezza senza troppo sensibili spostamenti dei corsi e qualche sintomo di ripresa negli ultimi giorni. Ora, questo stato di incertezza, questo riserbo degli operatori, che non sono fatti specifici delle borse tedesche ma trovano riscontro anche in altri mercati che non siano artificialmente rallegrati da manovre speculativo-monetarie, hanno qui un'accentuazione che è espressione dello stato di cose esistente in un paese al quale la crisi ha posto, forse più che ad altri, formidabili problemi da risolvere.

A Londra a coté della Conferenza, Schacht ha già ottenuto qualcosa, che ha servito a dare

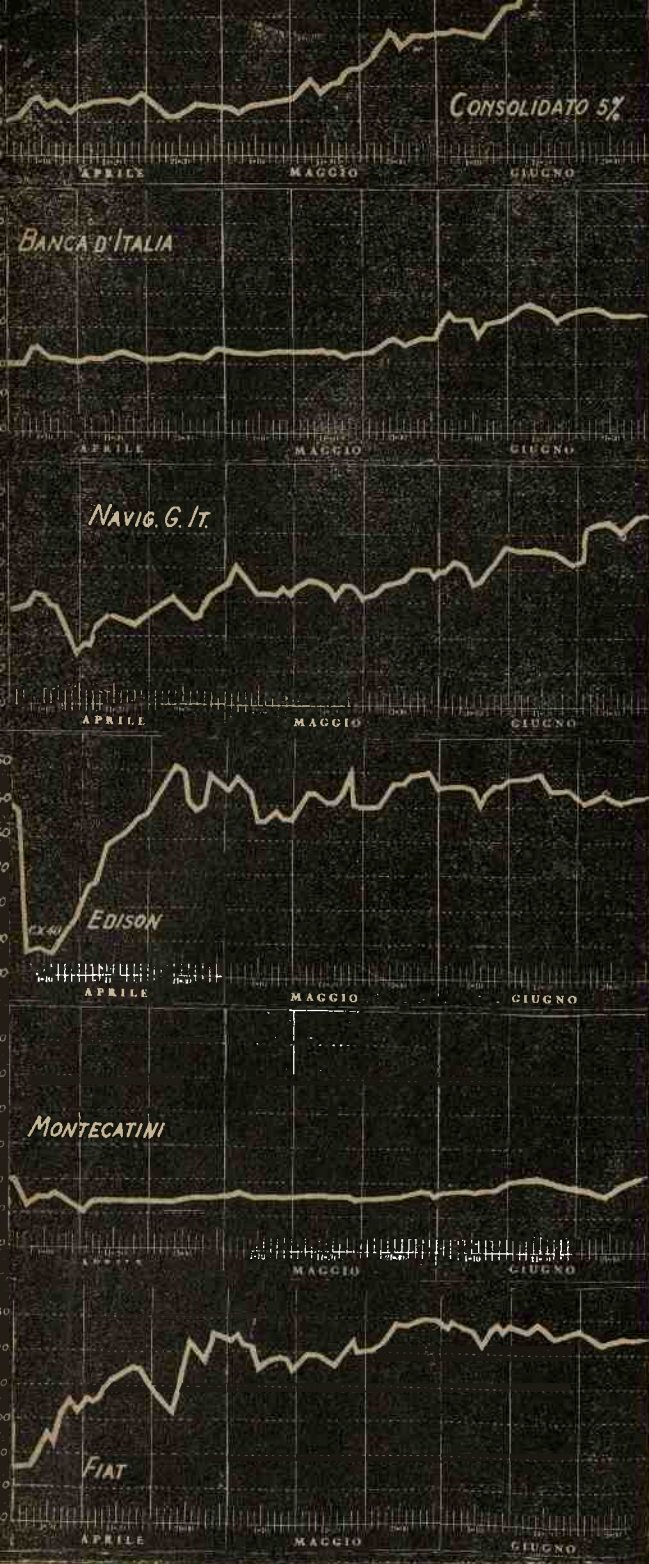
Gli indici "borsa" de

	Banche	Assicurative	Minerarie	Metalurgiche	Mecaniche e automobiliistiche	Chimiche
Dicembre 1932 . . . . .	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2-7 gennaio (1 sett.) . . . . .	101.47	102.07	103.82	103.13	100.95	131.14
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
24-29 aprile (17 sett.) . . . . .	98.01	109.11	103.86	105.58	120.09	110.67
22-27 maggio (21 sett.) . . . . .	98.48	111.59	106.77	112.68	124.91	107.40
29 mag.-3 giug. (22 sett.) . . . . .	98.92	116.56	108.38	113.66	126.94	115.22
5-10 giugno (23 sett.) . . . . .	99.03	115.85	108.85	112.61	125.56	116.75
12-17 giugno (24 sett.) . . . . .	99.28	117.68	111.28	112.72	126.17	117.79
19-24 giugno (25 sett.) . . . . .	99.18	116.30	109.54	113.05	125.20	114.94
26 giu.-1 luglio (26 sett.) . . . . .	99.07	115.53	110.73	113.52	125.38	116.18

## L'andamento degli indici "Borsa,"

Gli indici che «Borsa» elabora sui corsi delle azioni e delle obbligazioni continuano a documentare storicamente l'andamento sostenuto dei mercati borsistici italiani già segnalato in altra parte della rivista. L'indice delle azioni, calcolato sui prezzi medi settimanali delle 50 azioni più importanti, facendo uguale a 100 il prezzo del dicembre 1932, è asceso nella scorsa settimana borsistica a 109.30: indice che è già depurato dall'importo delle cedole via via staccate. Nel mese di giugno, per i nostri titoli, non vi sono però stati stacchi di cedole: per cui si può dire che in giugno si è vista una prima settimana piuttosto debole (108.36), una seconda settimana sostenuta (109.38), una terza settimana meno forte, ed una quarta settimana in cui si è risaliti alle posizioni della seconda.

«Borsa» calcola anche un indice delle obbligazioni: quelle fondiarie si muovono pochissimo; quelle industriali mostrano una dinamica ascendente un po' più accentuata: una posizione intermedia presentano le obbligazioni garantite dallo Stato. Nell'ultima settimana di giugno il complesso delle obbligazioni presenta un aumento di valore dell'1,73% rispetto alla base dicembre 1932=100.





# v a l o r i

un po' di momentaneo sollievo, come la moratoria dei trasferimenti e la riduzione di tasso dei debiti, e ne ha beneficiato la copertura aurea del marco che è passata all'8 per cento. Con ciò, non si sono che in piccola parte dissipate le nubi dell'orizzonte finanziario germanico: anche qui il piatto del giorno è fornito dai funambolismi del dollaro: gli sviluppi che va prendendo « l'esperimento » americano croce di tre quarti del mondo e delizia (fin ch'è dura) degli arrabbiati inflazionisti d'oltre oceano, le notizie e le susseguenti smentite di una stabilizzazione, le preoccupazioni in certi momenti destate dal fiorino e dal franco svizzero non possono non influenzare un mercato che ha degli enormi interessi in gioco, che è deciso a difendere la propria valuta perchè ha già fatto la tragica esperienza di una svalutazione e che deve mantenersi esportatore per poter far fronte ai suoi impegni verso l'estero. Sarà un effettivo beneficio per il debitore tedesco verso gli Stati Uniti l'alleggerimento del suo debito determinato dalla svalutazione del dollaro e dalla soppressione della clausola oro, o non sarà questo neutralizzato da una più grande difficoltà nell'esportare?

E si ridurranno veramente a poca cosa — come pare ed è sperabile — le perdite sui crediti — stilati in parte in dollari — verso la Russia?

E la Russia stessa, già ottima cliente della Germania, potrà continuare a comperare largamente, colpita a sua volta dalla chiusura dei mercati inglesi, che per ora non accennano a riaprirsi, malgrado i numerosi colloqui Simon-Litvinoff?

Non sono questi che alcuni degli elementi che contribuiscono a mantenere la speculazione in istato di attesa: ch'è anche i fattori politici ad esempio hanno il loro peso.

L'estero si è interessato in vario senso alle borse tedesche: ad alcune vendite di non grande entità han fatto da contro altare degli acquisti presumibilmente per investimenti di crediti bloccati. E in questi ultimi giorni si è notata una maggiore fermezza che è da ascrivere, in parte al migliore andamento di Londra e Parigi e più alle provvidenze decise dal Governo per importanti lavori pubblici ed alle confortevoli notizie sulla diminuzione della disoccupazione. (A. L.)

## New York, 3 luglio

Il timore di una « tregua dei cambi » e di un arresto nella svalutazione del dollaro, ventilatosi nei primi giorni della Conferenza aveva provocato una accentuata debolezza nelle quotazioni: l'indice giornaliero calcolato su 50 titoli era sceso da 85.6 il 14 giugno a 79.7 il 15, a 80.4 il 16 e a 81.8 il 17 giugno. Sfumata ogni prospettiva di accordo, il 20 e 21 giugno la quota risali rapidamente a 86.6 e a 87.4. Le forti oscillazioni di quei giorni sono anche chiaramente esposte dagli indici distinti per i comparti dei titoli ferroviari, industriali e dei servizi pubblici che da 44.40, 96.75 e 37.50 rispettivamente il 12 giugno, erano scesi il 16 giugno a 41.17, 88.87 e 32.94. Sono poi risaliti il 27 giugno a 45.46, 98.48 e a 35.20. L'attività degli

affari si è sempre mantenuta intensa. Hanno contribuito all'ascesa di molti comparti le precisazioni intorno al programma governativo per il riordino dell'industria e dell'agricoltura e in particolare la forte ascesa del grano e del cotone nelle borse merci. Contemporaneamente si verificava la rapida cedenza del dollaro sul mercato dei cambi e si confermava la politica governativa contraria a ogni stabilizzazione. Il *New York Times* fa nuovamente rilevare che se non vi fosse la deliberata e ferma intenzione di conservare la svalutazione e se l'amministrazione manifestasse la volontà di lasciare trovare alla moneta il proprio livello, il dollaro potrebbe rapidamente tornare alla pari. (H. W.)

## I riporti di fine giugno

A i riporti di giugno si giunse in una atmosfera di grande aspettativa, per una esagerata corrente di ma e si dice. Le serene previsioni ebbero però il sopravvento su quelle, più abbondanti, pessimistiche ed i riporti furono facilmente sistemati su tutte le piazze. Solo si ebbe a notare, per l'esattezza, una leggera recrudescenza nei tassi normali, di solito praticati a condizioni più « incoraggianti » nei precedenti mesi.

In tutte le borse, secondo i dati da noi appositamente raccolti, si è constatata un'accresciuta forte abbondanza di denaro verso i titoli di Stato.

Ovunque gli impegni sono stati prorogati a condizioni favorevolissime. Si noti persino un eccezionale tasso del 3,25 per cento a Napoli, constatandosi, con vivo compiacimento, un'applicazione così minima che da circa due anni non si praticava.

A Milano, a Genova, a Roma, a Torino il tasso per il Consolidato ha oscillato fra il 3 per cento (Torino) ed il 3,50 (Genova e Napoli). Così dicasi per la Rendita passata dal 3 per cento (Torino) al 3,50 (Genova e Napoli).

L'approssimarsi dello stacco della cedola, coadiuvato da una nuova corrente d'investimenti, è stato d'incentivo per acquisti in titoli di Stato (le previsioni concordavano sul ricupero eventuale di una parte della cedola).

Così si giustifica l'aumento degli impegni, quasi del doppio dello scorso mese constatatosi a Napoli; impegni non pesanti — ci si fa rilevare — alla borsa di Genova, ove si sono avuti effettivi acquisti; non cariche sono apparse le posizioni a Torino ove l'elasticità del mercato per il Consolidato, si mantiene brillante. Inalterati appaiono gli impegni in questo titolo a Roma, ove invece pare si siano verificati degli aumenti per la Rendita.

A Milano le offerte di denaro per impiego nei riporti per detti valori sono state, come di consueto, pronte e larghissime ed in buona parte non tutte soddisfatte. I tassi speciali sono stati, per contro, più ridotti in rapporto al maggio.

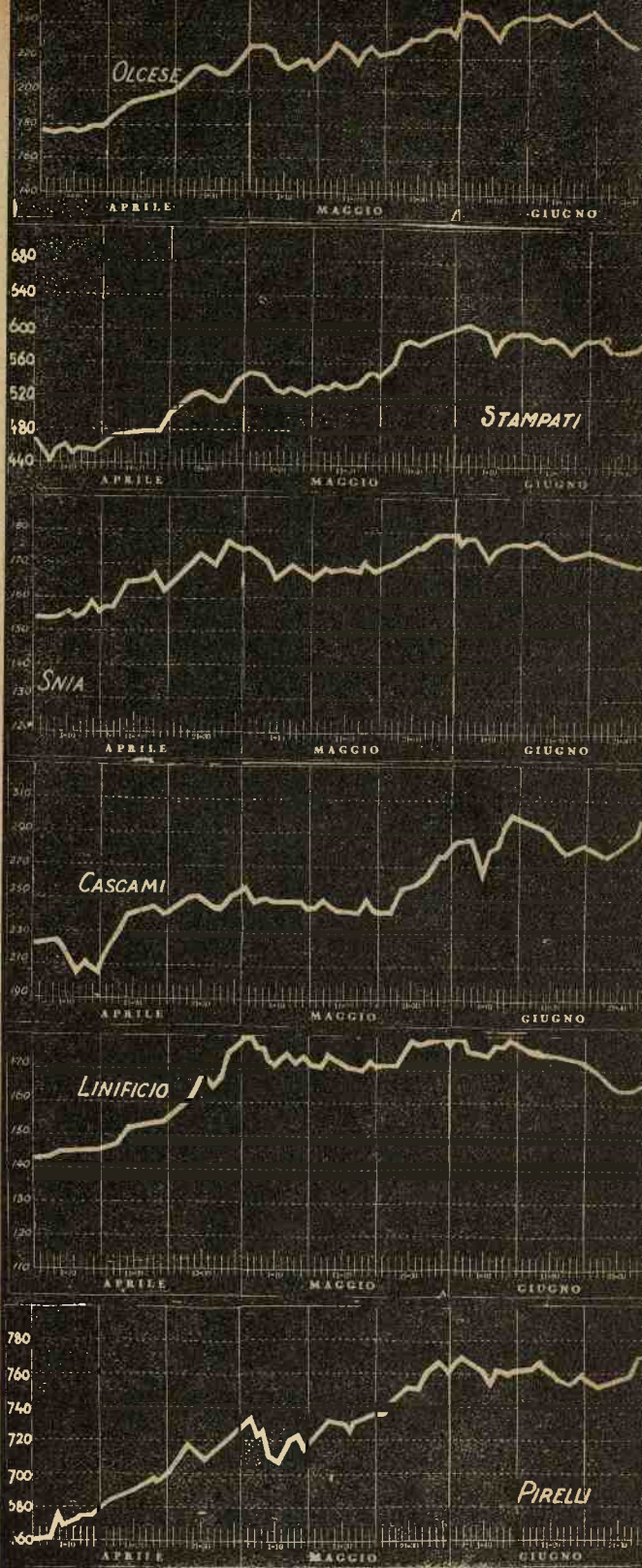
MILANO: Rubattino dal 2 al 3 per cento; Valdarno dal 2,50 per cento a causa della imminente distribuzione delle nuove azioni per effetto dell'avvenuta fusione con la Selt; Beni Stabili al 4 per cento; Sip dal 3,75 al 4 per cento; Fiat dal 4 al 5 per cento; Tessuti Stampati dal 4,25 al 4,50 per cento.

Tasso normale fino al 5,25 per cento. Impegni non eccessivamente aumentati e lievissima diminuita facilità nella sistemazione di essi.

Particolare interesse si è constatato per alcuni principali valori locali.

GENOVA: tassi praticati: Banca d'Italia dal 4 al 4,50 per cento; Banca Commerciale all'1 per cento; Comofin all'1 e mezzo per cento; dalla pari al mezzo per cento per le Credito Italiano; Aedes due per cento; da un massimo del 2,50 per cento alla pari per le Rubattino. Per gli altri valori dal 5 al 5,50 per cento.

Impegni leggermente superiori a quelli dello scorso mese.



La piazza di Genova in complesso attende l'avvenire con serenità e fiducia. L'interesse del pubblico verso alcuni valori industriali è stato abbastanza rilevante ed in specie per le Fiat, Viscosa, Montecatini, Eridania e Finanziaria Agricola.

TORINO: Fiat e Viscosa dal 4,25 al 5,25 per cento; Montecatini al 4,25 per cento; Sip 4 per cento; Terni dal 2 al 3 per cento; Italiana Gas dal 3 al 3,50 per cento.

A Torino si è constatato un leggero aumento nelle posizioni in Fiat, Viscosa e Montecatini e pare ch'esse siano in buone mani. Un improvviso e non consueto interessamento si è notato in azioni Montecatini attraverso numerosi larghi scambi.

ROMA: Le banche hanno conservato all'incirca le medesime disponibilità di denaro di fine maggio. I tassi meno tesi vennero applicati dagli istituti di diritto pubblico e dalla Barclays.

Scarsissimi i tassi speciali: Comit e Comofin al 3,50 per cento; ricercate — come nelle altre piazze a causa della imminente assemblea — le Rubattino dalla pari ad una lira di déport.

Non di molto ma diffusamente incrementate (Continuazione a pagina 16)

## quotazioni dei titoli

Immobiliari	Alimentari	Navigazione	Finanziarie	Varie	Indice gen. azioni	Obbligaz. fondiarie	Obbligaz. industriali	Obbligaz. gar. Stato	Indice gen. obblig.
100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
102.40	99.27	97.39	99.48	101.73	101.60	100.08	100.63	101.19	100.37
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	103.45	100.62	103.11	100.40	100.88
108.46	98.52	87.20	96.01	108.28	104.40	100.93	103.19	100.15	101.05
110.82	106.29	86.81	99.05	113.51	107.03	101.07	102.87	100.70	101.22
111.76	110.83	83.95	101.50	116.77	108.91	101.09	102.89	100.65	101.22
112.47	109.91	82.76	100.42	117.19	108.36	101.14	102.87	100.79	101.29
112.88	109.93	83.90	101.10	120.76	109.38	101.20	102.99	101.32	101.46
112.60	108.31	86.66	100.69	121.25	108.74	101.33	103.07	101.76	101.74
113.19	108.72	91.00	101.15	124.88	109.31	101.33	103.27	102.13	101.33



## Cibi sani per palati rovinati.

**S**orretto dalla fiducia nel vero, credente nel trionfo del giusto, persuaso dell'utilità della società anonima, convinto della necessità della critica, il nostro redattore, inviato speciale alle assemblee delle più importanti società, soffre talvolta di crisi per delusioni troppo scottanti.

Tempo fa, ci raccontava inorridito che una sua richiesta di bilanci venne accolta da un suo conoscente con la domanda se le nostre critiche ai bilanci erano a pagamento. Alcuni mesi dopo, lo vedemmo in preda alla disperazione pel fatto che a Roma il segretario particolare di un grand'uomo, al quale il nostro redattore desiderava chiedere collaborazione (del cervello), lo avvertiva che l'Istituto non s'abbona ai giornali, ma li riceve soltanto in omaggio.

Ieri poi, (aveva forse contribuito la persistente pioggia), voleva dar le dimissioni per la sola piccola e banale ragione che un amministratore delegato, al quale si era presentato per ottenere delucidazioni su di un ottimo bilancio, gli faceva poi, con lunghe frasi, da un suo collaboratore, chiedere se l'articolo era a pagamento. Di persona gli aveva prima promesso di esaminare le bozze dell'articolo!

Forse col tempo il nostro collaboratore perderà le sue illusioni, mantenendo i suoi convincimenti, e sarà così meno facile agli improvvisi abbattimenti, anche perchè, forse, col tempo, gli amministratori coi quali egli avrà occasione di intrattenersi, si convinceranno degli scopi della nostra fatica e non ci confonderanno più con... gli altri.

Ci spieghiamo: l'uso e l'abuso della réclame rivestita e travestita sotto forma di articolo redazionale, ha convinto lettori ed interessati del fatto che chiunque parli di una società o di una industria, specie sulle riviste tecniche, o è pagato, se ne dice bene, o vuol farsi pagare, se ne dice male.

Noi, invece, cerchiamo di dir bene delle società che, secondo quanto noi sappiamo, lo meritano, e di criticare ciò che, per il nostro modo di vedere, è contrario agli interessi dei risparmiatori e nocivo alla prosperità del nostro Paese.

Il compito non è facile, appunto perchè il lettore ha il palato rovinato, ma siamo pazienti e tenaci e persuasi che riusciremo nel nostro intento. Questo è assai semplice: contribuire a migliorare la sensibilità economica del nostro risparmiatore, dargli tutte le notizie che possono aiutarlo nella scelta dei suoi impieghi; svolgere un'opera di sana critica sui criteri amministrativi di coloro ai quali sono affidati oltre quarantanove miliardi di risparmi (capitale investito nelle società anonime, senza tener conto dei non pochi altri corrispondenti alle obbligazioni emesse da quelle società).

La prima parte del nostro programma, non richiede molti commenti, poi-

# e s a m i d i b i l a n c i

chè è noto che finora in Italia non abbondano i giornali finanziari, e quei pochi si limitano, per lo più, alla regolare pubblicazione dei listini dei mercati di tutto il mondo e rendono noto al lettore soltanto i bilanci e le notizie che le società anonime stesse fanno pubblicare. E' anzi rilevato il fatto che, sempre nella giusta tema di turbare chi preferisce esser lasciato tranquillo, si tende a restringere agli avvisi a pagamento il notiziario sulle società anonime.

Vasto è perciò il campo che noi dobbiamo arare, e già fin d'ora possiamo constatare che l'interesse suscitato dai nostri sistemi è la riprova che questi, in un tempo non lontano, interesseranno ben più larghe masse di lettori, oltre al numero, veramente notevole, di coloro che, pur appartenendo alla stessa categoria « lettori », si iscrivono alla sottospecie leggermente parassitaria, chiamata « aspiranti all'omaggio ».

La seconda parte, che non è altro che un diverso aspetto della prima, richiede alcune delucidazioni, perchè le critiche, anche se giuste, misurate, meritate, suscitano sempre reazioni, che tendono a deformare lo scopo delle critiche stesse, per portare il dibattito in campi che nulla hanno a che vedere col'oggetto in discussione.

In questi giorni la Gazzetta Ufficiale pubblica gli stati di previsione delle spese dei diversi Ministeri, per l'esercizio 1° luglio 1933-30 giugno 1934, stati di previsione esaminati, discussi ed approvati dal Senato e dalla Camera dei Deputati. In essi sono preventivate le più piccole spese, i più insignificanti movimenti di danaro; vi sono capitoli di poche migliaia di lire. Ciò dimostra quale cura vien dedicata al pubblico danaro.

Nessuno si è mai chiesto, invece, come le società anonime, che in molti casi hanno bilanci che si possono non indegnamente paragonare a quelli dei Ministeri, siano così pudiche nell'espore ai propri azionisti, a controllo a posteriori — notisi bene — quanto hanno fatto gli amministratori.

Ed appunto in questo periodo, in cui il Paese è interessato in tutte le aziende, grosse e piccole, per la lotta contro la crisi, per la prosperità, non sono più lecite le reticenze, non sono scusabili i pudori, ma è necessaria la critica, che impedisca il ripetersi di errori che sconta e paga, in larga misura chi non li ha commessi.

Noi non chiediamo che la possibilità di far luce, per far conoscere tutte le

ottime società che ancora esistono e lottano, e mettere in evidenza anche le mentalità che sono dannose, non solo alle aziende affidate agli uomini che tali mentalità possiedono, ma pure alle altre sane, che subiscono le conseguenze degli errori commessi da quelli.

Non manchiamo di fede (vi è infatti chi ci giudica illusi), e prova ne è questa ingrata battaglia che combattiamo senz'armi, contro chi è tanto armato, con un solo scopo: aiutare il risparmiatore, laddove i suoi interessi collimino con quelli del Paese.

**Verber**

## Manifattura Rossari & Varzi - Galliate.

**L**a lettura della relazione non ha occupato molto tempo, perchè, per tradizione, i dirigenti di questa importante ed interessante azienda cotoniera, scrivono poco. In compenso, però, il Presidente ed il Consigliere Delegato hanno preso lo spunto da poche e benevoli osservazioni fatte da un azionista, per dire tutto quello che non c'è nella relazione. Notevoli dichiarazioni che riportiamo, perchè sono un efficacissimo commento allo scarno sodo bilancio, privo del conto profitti e perdite.

Le variazioni nel bilancio sono principalmente dovute al concordato con le imposte, per il quale oggi i valori di proprietà (la voce più considerevole del bilancio) sono iscritti ai prezzi d'acquisto, poichè non è stata accettata dal fisco la svalutazione per minor valore, e per contro è stata istituita una nuova riserva per questa postazione, cosicchè, in effetti, la valutazione risulta ancora assai prudentiale. Il portafoglio titoli è composto di azioni cotoniere (Manifattura Rotondi, Cotonificio Ligure, Manifattura di Casale) e di azioni immobiliari. I terreni, stabili e macchinario, in aumento di poche 222 mila lire, comprendono gli stabilimenti, valutati circa 15 milioni, gli impianti idroelettrici e diversi immobili e terreni (in un'assemblea precedente — ci ha detto un azionista — era stato criticato questo notevole impiego immobiliare, ma il Consiglio si era difeso, dichiarando che era un impiego preferibile al pericoloso ingrandimento d'impianti, seguito da altre aziende del ramo). Il Consiglio assicura che l'energia prodotta ha un costo bassissimo.

Tutte le altre voci dell'attivo hanno subito notevolissime contrazioni; la più interessante è quella dei debitori diversi, che son passati da 26 a 17 milioni, come, al passivo, i creditori diversi si son ridotti da 29 a 17 milioni. In parte queste variazioni sono la conseguenza delle nuove postazioni in seguito al già riferito accordo con le imposte, ed in parte a modificazioni nelle voci del bilancio: così la nuova Riserva Titoli, già esisteva in gran parte nei « creditori » e così pure il Fondo Sanatorio per Tubercolosi era compreso nella stessa voce. Altra riserva è stata impiegata nei nuovi impianti, cosicchè il ricavo di titoli venduti è andato a diminuire i debiti.

Le poche merci (otto milioni in tutto) sono valutate a prezzi inferiori a quelli di mercato del 31 marzo u. s., e i tessuti, in particolare, sono in bilancio al 70 per cento dei minimi prezzi di vendita ricavabili all'epoca della chiusura del bilancio stesso.





## Esami di bilanci

Ammettendo che la riserva titoli sia completamente assorbita dal Portafoglio Titoli, il che non è, i 32 milioni di terreni, stabili, macchinari e merci, avrebbero riserve per 12 milioni, senza tener conto di quelle occulte, quali i prezzi ultraprudenziali di valutazione, ecc.

Non commentiamo il conto profitti e perdite, perchè, come abbiamo detto, non c'è. E' peccato, perchè sarebbe stato assai interessante lo studio delle rendite per determinare il rapporto tra l'utile industriale e il reddito degli immobili e del portafoglio titoli.

Nel descrivere la situazione attuale, il Consigliere Delegato ha richiamato i notevoli ostacoli posti al commercio internazionale, sia con le barriere doganali, che però non riescono mai a impedire l'importazione delle merci più pregiate, che con le difficoltà dei cambi. Queste ultime, nei paesi a bilancia dei pagamenti molto deficitaria, sono un'ostacolo di ben maggior conto, per il fatto che costringono a lunghe e pericolose esposizioni. E' per questo che si preferiscono i mercati a bilancia attiva (s'intende oggi spesso per bilancia attiva quella *tra due soli paesi*, perchè le compensazioni internazionali pare non esistano più, dato il diffondersi della tendenza verso gli scambi bilanciati. Pare oggi che nelle compravendite abbia convenienza soltanto chi vende, a differenza di quanto si crede comunemente).

Naturale conseguenza della riduzione delle esportazioni nei manufatti di cotone dal 40 al 20 per cento della produzione, è il tentare di aumentare le vendite sul mercato interno.

Pure i dirigenti di questa società mettono in evidenza il fatto che la concorrenza che le aziende disestate fanno alle sane è quanto mai pericolosa, perchè, pur riconoscendo che la chiusura di alcuni stabilimenti produrrebbe la disoccupazione delle maestranze, d'altra parte bisogna ammettere che la concorrenza fatta a base di calcoli sbagliati, oppure alle spalle del capitale che non vien remunerato, o, peggio, a seguito o nella speranza di una riduzione dei debiti (leggi concordato), si concreta in una vera distruzione della ricchezza nazionale. Verrebbe, a tale proposito, a fior di labbra una domanda: non si potrebbe riorganizzare le aziende malandate? Ma la domanda pare ingenua, perchè se si potesse, lo si sarebbe già fatto. Pure rimane un dubbio, e una speranza, vedendo tante aziende cotoniere sane.

## Società Italiana per il Gas - Torino

Dovrebbe essere, quello chiuso or ora, l'ultimo esercizio passivo di questa società finanziaria del gruppo dell'industria del gas e del coke.

Passata la chirurgica operazione dell'epurazione, seguita alla vulcanica attività degli amministratori precedenti, l'Italgas rivede il cielo sereno che dovrebbe avere ogni società finanziaria, che abbia in portafoglio delle azioni di tutto riposo, di sicuro reddito, quali sono quelle dell'industria del gas. Ancora oggi, in tutto il mondo, è un ramo che dà frutti abbondanti.

Liberatasi, quindi, da tutte le sovrastrutture inflazionistiche che han causato colossali perdite a tutto il gruppo e la distruzione di tutte le riserve e di 9/10 del capitale (totale 383 milioni), l'Italgas riprende la sua vita tranquilla. I 439 milioni del portafoglio titoli hanno per contro una riserva di 46 milioni, che permette di guardare serenamente i prezzi attuali, inferiori a quelli d'inventario. Infatti all'assemblea son stati detti due prezzi soli: le S.I.P. sono in bilancio a 29 e valgono sul mercato intorno alle 20 lire e le Schiapparelli sono in bilancio a 7 lire e valgono in questi giorni poco più di 5 lire, cosicchè si può presumere esatta l'asserzione che i rimanenti 46 milioni del fondo oscillazioni titoli (al netto della perdita degli 8 milioni dell'ultimo esercizio) sono sufficienti a coprire il minor valore attuale dei titoli in portafoglio, rispetto ai prezzi ai quali questi titoli sono valutati in bilancio.

Gli impianti (poco più di 10 milioni) hanno al passivo, un fondo ammortamenti, deperimenti e reintegrazione di quasi 5 milioni.

All'attivo non vi sono altre voci molto interessanti, salvo lo scarto del mutuo concesso dall'I.M.I. da ammortizzare. I 140 milioni sono stati versati dall'I.M.I. in 129.200.000, come se fossero state emesse delle obbligazioni a poco più di 92,25 per cento. Questo mutuo è stato concesso contro la consegna, a garanzia, di azioni del portafoglio o titoli dell'Italgas e di altre società del gruppo, ipoteche sugli impianti dell'Italgas e delle altre società del gruppo, ecc. ecc.

Questa epurazione è stata considerata una prova della rinnovata solidità del gruppo, che oggi ha un capitale complessivo di oltre 290 milioni, oltre dieci milioni di riserve e quasi 340 milioni d'impianti (al netto dai fondi di ammortamento e d'accantonamenti), senza tener conto, naturalmente, delle attività dell'Italgas stessa.

L'assemblea, alla quale hanno preso parte ben 274 azionisti, dimostra quale interesse suscitano le aziende che si reputano sane, nel nostro risparmiatore. E' anche interessante notare che all'assemblea hanno partecipato numerose risparmiatrici, che non hanno parlato.

La perdita di oltre otto milioni è dovuta in maggior parte al fatto che la sistemazione finanziaria, ottenuta mediante l'aumento di capitale e la stipulazione del mutuo con l'I.M.I., è avvenuta negli ultimi mesi dell'esercizio testè chiuso, cosicchè i frutti (l'alleggerimento dei non pochi 31 milioni di interessi e sconti passivi) si avranno soltanto nel prossimo esercizio. Il costo del prestito concesso dall'I.M.I., è nominalmente del 5 e mezzo per cento annuo, il che corrisponde ad un effettivo 6 e mezzo per cento circa, tenendo conto anche del premio di rimborso.

Un azionista ha avuto timore delle cifre dei conti d'ordine, che superano il mezzo miliardo: il presidente ha spiegato come la maggior parte di questa cifra sia da attribuirsi all'operazione conclusa con l'I.M.I., al quale è stato concesso buona parte del portafoglio titoli. Questo è nei « Titoli e valori dato in deposito » e nei « Depositari titoli e valori » al valore nominale.

Per togliere i dubbi sorti nel cuore di un amletico azionista, in seguito alla lettura di una pubblicazione privata fatta da un precedente amministratore, il Presidente ha chiarito punto per punto gli equivoci e dimostrato le ragioni che giustificano il suo modo d'agire nello sgrovigliare l'arruffata matassa che gli era stata affidata. Crediamo che non sia ancor nato l'uomo capace di fare operazioni simili, senza prestar fianco a critiche più o meno fondate, e difficilmente dimostrabili, pel fatto che i critici stessi non ambirebbero certo sostituire il chirurgo dell'ingrata e complicata operazione.

Vi fu infine un azionista che mosse alcune obiezioni alla nuova dizione dell'articolo dello Statuto della società, che si riferisce alla remunerazione del Consiglio. E' ora diffusa la forma di fissare un minimo compenso annuo, al di sotto del quale non si deve scendere, e questo sistema, secondo alcuni, tende a dare maggior interesse ai Consiglieri, che potevano veder indotta a zero la loro retribuzione, nel caso di mancati utili dell'azienda. La discussione avvenuta su questo punto ha persuaso l'assemblea della trascurabile importanza dell'argomento, in quanto le 10.000 lire fissate, non possono considerarsi certo proporzionate alle responsabilità che si dovrebbero assumere gli amministratori di società così importanti.

L'assemblea, nel complesso, si è mostrata desiderosa di attendere i risultati della sistemazione, risultati che però dipendono in gran parte da quelli ottenuti dalle aziende nelle quali l'Italgas è interessata.

## AGENZIA FINANZIARIA ITALIANA

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

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

## Monte Amiata - Società Anonima Mineraria (Roma).

La Sofindit e la Comit sono i due principali possessori di azioni di questa vecchia società che estrae il mercurio, società che non molti anni or sono aveva le proprie azioni assai diffuse nei portafogli privati. Pochi anni fa, le azioni dal valore nominale di 50 lire, valevan più di quattrocento. Il dividendo era di trenta lire. Pochi mesi fa, nemmen l'azione valeva tanto.

In due anni, si son superati i 14 milioni di perdita, poco meno del 30 per cento del capitale, e si sono chiuse tutte le miniere.

La relazione al bilancio al 31 marzo 1929, compilata da un Consiglio d'amministrazione composto, per la maggior parte, dagli stessi consiglieri che si sono presentati dimissionari all'ultima assemblea, dopo aver annunziato la costituzione del Consorzio con la Spagna, avvenuto il 1. ottobre 1928, così diceva: « Gli stocks esistenti hanno naturalmente portato ad una contrazione di vendite nel periodo iniziale del funzionamento del Consorzio, ma confidiamo che, tolti di mezzo intermediari inutili e perturbatori del mercato, le vendite riprenderanno il loro ritmo normale ora che, con il conseguito accordo, è eliminata ogni ragione di lotta tra i maggiori produttori. Sarà però necessario adeguare le disponibilità al consumo, evitando così l'accumularsi degli stocks, causa prima della crisi nelle vendite ».

E negli anni successivi gli stocks di mercurio della società salgono da 12 milioni (al 31 marzo 1929) a 40 milioni al 31 marzo 1931, il prezzo, fino al 1. giugno 1931 resta inalterato a sterline 21,15 per bombola, ed a detta data vien fissato a 16,15.

Nel frattempo, il capitale della Monte Amiata passa da 32,4 a 48,6 milioni, le miniere, ecc. salgono da 32 a 49 milioni, anche per la costituzione di un fondo di rivalutazione di oltre 13 milioni.

Non si può quindi asserire che il Consiglio abbia attuato il suo programma, nè si può dire che le previsioni fossero esatte. Il programma era invece logico.

Nel frattempo, dato il prezzo piuttosto elevato fissato dal Consorzio, i produttori che non erano consorziati vendevano il mercurio a poco meno del prezzo fissato e i consumatori trovavano conveniente sfruttare miniere poco economiche e poco redditizie, dati i prezzi del Consorzio.

All'ultima assemblea sono stati comunicati dei dati molto interessanti: gli stocks della società al 31 marzo 1932 ammontavano a 48 mila bombole; se ne sono vendute durante l'esercizio 13 mila, cosicchè, avendone estratte 6 mila dalle miniere, la rimanenza al 31 marzo 1933 era ridotta a 41.331 bombole (pari al triplo delle vendite effettuate nell'ultimo esercizio). Pare che il consumo riprenda leggermente, perchè nel primo trimestre del nuovo esercizio sono state vendute 4 mila bombole.

Logica conseguenza dei fatti suesposti, gli interessi attivi, che nel bilancio al 31 marzo 1929 erano quasi 800 mila lire, in seguito diventano passivi e nell'ultimo bilancio superano i due milioni e mezzo.

Le miniere, ecc., sono in bilancio a 49 milioni; pur detraendo la riserva ed il fondo di reintegrazione, le miniere oggi chiuse, per quanto in perfetta efficienza, sono valutate tredici milioni di più del 1929 e il mercurio, ai prezzi attuali (un quarto di allora), ammonta a sette milioni di più, sempre in confronto al 1929.

Vi son 34 milioni di debiti.

Il programma per il futuro? Al Consiglio dimissionario non poteva interessare.

Il passato trova una spiegazione esauriente in una frase pronunziata all'assemblea da un membro del Consiglio d'amministrazione, in risposta ad un azionista che faceva osservare che la politica dei prezzi era stata sbagliata in pieno: « Il mercurio non è come il pane, che riducendo il prezzo, ne aumenta il consumo ». Per chi non lo sapesse, il consumo del pane è fra i meno elastici. Ma questo Consigliere farà parte del nuovo Consiglio d'amministrazione.



## Istituto Mobiliare Italiano

**A**lle molte benemerienze dell'I.M.I., messe in luce dagli altri giornali, noi vogliamo aggiungere una, meno appariscente, meno nota, ma non, per questo, meno interessante.

La relazione del Consiglio d'Amministrazione è un vero modello, oltrecchè per i principii ai quali è ispirata, anche per la forma.

Non esiste altra relazione, a un bilancio di una Società anonima, in cui gli amministratori parlino dei principii dai quali il loro operato è stato guidato, come questi principii siano stati applicati, quali siano i risultati ottenuti. I commenti ad ogni singola voce del limpido e trasparente bilancio completano questo nuovo documento, che vorremmo fosse il primo di una lunga serie, e che vorremmo imitato da tutte le società. Non possiamo credere che l'unica ragione di questa chiarezza sia il fatto che le imposte e tasse sono pagate all'Erario in abbonamento, perchè siamo persuasi che qualsiasi bilancio vero, e non truccato, troverebbe nel fisco un contraente leale e non l'orco che ci vogliono far credere gli amministratori amanti del buio delle pieghe (oppure dei buchi) dei bilanci.

Relazione assai interessante ed istruttiva: ci dice tutto il rispetto degli amministratori dell'I.M.I. pel danaro a loro affidato; ci dice le loro preoccupazioni per l'interesse del Paese e dovrebbe persuadere tutti della perfetta aderenza e coerenza di questi due principii. Ci dice poi quali animali famelici siano le società dissestate e disorganizzate, e ci fa rivivere il faticoso lavoro compiuto da questi degni amministratori, per smascherare il falso interesse generale così facilmente ammanito dai cultori del proprio interesse.

Là dove noi vediamo poi l'applicazione di principii che possono e devono evitare la degenerazione delle società anonime è l'integrazione delle garanzie reali con le garanzie personali, per assicurare continuità di indirizzo e di interessamento nelle società finanziate da questo istituto. Ecco un nuovo principio: pochi anni fa, per assicurare le stesse continuità si legavano gli amministratori con contratti che garantivano loro milioni, attraverso le poche lire attribuite per ogni chilo o chilowatt prodotto; ora l'I.M.I. inaugura il sistema, invece, di rendere gli amministratori solidali con le società. Questo ci appare meglio del primo.

Il bilancio è semplice ed armonioso, il conto profitti e perdite completo ed esauriente. I risultati, logicissimi: oltre tredici milioni di utili, sui centosessantacinque di capitale versato, cosicchè, attribuito il 5 per cento a questo, si costituisce una riserva di 3.100.000 lire.

## S. I. P. - Società Idroelettrica Piemonte - Torino

« Sistemazioni Inutilmente Progettate » per ora, ma si spera che nell'ottobre il motto sarà invece « Sistemazione Infine Pronta ».

Certo che all'assemblea l'annuncio della mancata liquidazione del passato, già noto a chi aveva letto l'ordine del giorno, non è stato accolto da soverchio entusiasmo, anche per il

fatto che quello stesso ordine del giorno parlava di Bilancio, ed invece poi nella relazione si ammette che il documento allegato è soltanto una situazione, e non allega.

La situazione al 31 marzo chiude con una perdita di 18 milioni, ben poca cosa, in confronto ai 2.729.800.120,45 di totale del bilancio. Le cifre son molte, e cerchiamo di riorganizzarle: capitale sociale 847 milioni e mezzo e riserve per un ammontare di 138 milioni (totale 985 milioni, valutati in Borsa, ai prezzi d'oggi, a poco più di 142 milioni), obbligazioni di Pubblica Utilità e prestito americano in oro, per complessivi 510 milioni (a fronte dei quali esiste un credito, verso la Elettrica Alta Italia, la S.I.P.-Breda, la Piemontese Centrale Elettrica, la S.F.I.M. e la S.I.D.E., per 435 milioni), effetti, debiti e riporti per 400 milioni. Contro queste cifre notevoli, ve ne sono naturalmente altrettanto notevoli all'attivo: 253 milioni d'impianti e terreni e ben 1.125 milioni di titoli e 62 milioni di crediti. Si capisce come i 24 membri del Consiglio abbiano trovato una occupazione nel tentare di trovare una soluzione. Non è però una equazione a molte incognite: tutti i termini sono noti, si tratta di aver il coraggio di bucare il pallone, per sgonfiare tutte quelle cifre, di mettere d'accordo non pochi interessi, ed allora tutte le società del gruppo assumeranno un aspetto meno idropico e più sano.

Ma, purtroppo, vi è un altro aspetto gravissimo del problema: il conto profitti e perdite porta la voce « acquisto energia » che, con un aumento di oltre 10 milioni, raggiunge i 76 milioni, contro dei profitti industriali di poco più di 68 milioni. Vi sono poi, naturalmente, spese tasse interessi e sopravvenienze passive che superano di non poco le cedole e diversi.

La conclusione è una sola: attendiamo l'assemblea straordinaria per sapere quanto c'è di vero nelle voci di smembramento del gruppo, con ritorno a Milano di molta parte di quanto qui era prima, e forse ancor di più.

## Società Ceramica Richard Ginori - Milano

**I**n tre anni, il Consiglio d'Amministrazione di questa vecchia società, è stato completamente cambiato, poichè la normale fine degli uomini è toccata in questo breve tempo a tutti i membri del Consiglio.

Tuttavia l'azienda prosegue nelle sane ed oneste tradizioni che hanno portato questa società alle attuali condizioni: indipendenza assoluta, ottenuta con la tenuità dei debiti e notevole solidità patrimoniale del bilancio. Malgrado i suaccennati cambiamenti, però, non sono cambiati i principii ai quali s'ispira la redazione del bilancio e, in minor misura, la relazione del Consiglio d'Amministrazione.

Nel bilancio, notiamo la mancanza del conto Profitto e Perdite, e del dettaglio distribuzione degli utili. Per il primo insistiamo nel ripetere che è indispensabile, perchè, a parer nostro, la dizione dell'art. 176 del C. C. non può essere equivocata: « Il bilancio deve dimostrare con evidenza e verità gli utili realmente conseguiti e le perdite sofferte ».

Ora a noi sembra che il dire, come dicono gli Amministratori di questa Società: « Il bilancio, come voi potete constatare, si chiude con un utile di... » quando questa constatazione (provare con documenti) si deve ridurre al verificare le somme del bilancio stesso, non sia perfettamente in armonia con l'articolo succitato del Codice.

La divisione degli utili si può ottenere, per chi la voglia conoscere, con lo Statuto alla mano, vedi titolo IX, ma il testo che a noi è stato consegnato, stampato nel 1910 deve aver subito ulteriori modifiche, perchè non siamo riusciti a far tornare i conti. Se a tutti è facile capire che il dividendo della Richard è stato ridotto dalle 30 lire dell'esercizio precedente, a 25 lire, più complicato è riuscire a determinare quanto va alla riserva e quanto agli amministratori.

La relazione presentata all'assemblea del novembre 1928 accennava ad alcuni movimenti nel portafoglio titoli. Da allora, l'importo di questo è passato da poco più di cinque milioni a quattro e ottocentomila, a oltre nove milioni

e poi agli 8.729.013,35 attuali e tutti questi movimenti son stati commentati da poche righe, chiare soltanto per i compilatori, in quanto prive di elementi concreti. Ora, e solo a titolo esemplificativo, e quale prova dell'assiduità e dell'attenzione con la quale leggiamo la parte commerciale della « Gazzetta Ufficiale » il 20 marzo u. s. vi fu l'assemblea della S.A.P.M. A.R.G. (Soc. An. Produzione Mole Abrasive Richard Ginori) con la proposta di riduzione e susseguente aumento del capitale sociale, che ammontava a due milioni e mezzo.

Nella relazione della Richard si parla della concorrenza estera ed interna, della riduzione delle spese, ma non si spende una sola parola per quel piccolo fatterello, di indubbia relativa importanza, che deve tuttavia aver influito sui risultati di quest'anno della Richard, che dev'essere certamente interessata nella S.A. P.M.A.R.G.

## Società Elettrofinanziaria - Milano

**Q**uesta società finanziaria, nata dalla fusione del Credito Italiano con la Banca Nazionale di Credito, attende che « un deciso mutamento della congiuntura economica — del quale già vi sono segni che inducono a bene sperare — consenta di proporre ai propri azionisti quei provvedimenti che saranno ritenuti i più efficaci nell'interesse sociale ».

Nel frattempo riduce le spese generali, cede la partecipazione nella Società Finanziaria Italiana, dopo aver perso su questa partecipazione di 30 milioni, ben 29.994.000, cifra che è stata tolta, logicamente, dal « Fondo oscillazioni Titoli ». Abbiamo detto logicamente, ed insistiamo su questo punto, perchè, forse per ragioni altrettanto logiche, ma a noi ignote, avevamo assistito fino ad oggi, al passaggio di simili pacchetti, senza che queste cessioni causassero perdite ai cedenti. E se queste operazioni ci apparvero perfettamente giustificate nei casi in cui la perdita non sarebbe stata materialmente sopportabile, o si sarebbe ridotta ad un puro giro contabile per fatto che cedente e cessionario erano effettivamente lo stesso ente, non altrettanto logico ci apparve l'accogliere, quando, così facendo, si risparmiavano perdite a Società che erano in perfetta efficienza, e che avevano iniziato le operazioni, ora chiuse, in perfetta coscienza, e non le avevano subite.

Questi appunti hanno il solo scopo di mettere in evidenza il fatto che sarebbe bene che ogni società agisse come agisce ogni capace, in commercio, affinchè i terzi non dubitino della capacità giuridica di chi dovrebbe goderla in pieno.

E ritorniamo all'Elettrofinanziaria: Se il miliardo e 362 milioni di portafoglio titoli non è certo in bilancio ai prezzi di borsa, pure è confortante il rilevare che questo portafoglio ha reso, nel non allegato 1932 oltre 54 milioni, mentre i debiti son costati soltanto 43 milioni. I dieci milioni di utili, son passati al fondo oscillazioni titoli, che ritorna così a oltre 36 milioni. Si disse più sopra che le spese generali sono in via di contrazione: infatti da poco meno di un milione e mezzo, son scese a poco più di novecento mila lire.

La ripresa darà a questa azienda maggior consistenza patrimoniale e redditi più sostanziosi. (M. S.).

**POMPE**

**CENTRIFUGHE**

**MARELLI**

**ERCOLE MARELLI & C. - S. A.**

**VENTILATORI**

**ELICOIDALI  
CENTRIFUGHI**

**MARELLI**

**ERCOLE MARELLI & C. - S. A.**



# Undici mesi di bilancio dello Stato

## Rilievi statistici sull'andamento delle entrate

### alla vigilia della chiusura dell'esercizio 1932-33

Allorchè dal Ministero delle Finanze fu sottoposto all'approvazione della Camera dei deputati il preventivo del bilancio 1933-34, fu accortamente sottolineata dai competenti la riduzione apportata nel capitolo delle entrate. L'entità del disavanzo, che fu di 1.867 milioni nel 1931-32, sarà di oltre 4 miliardi nell'esercizio corrente ed è previsto di circa 3 miliardi per l'anno finanziario 1933-34, non può essere passata sotto silenzio, ma allo stesso modo come non deve essere sottovalutata, così non richiede previsioni o apprezzamenti catastrofici. E' un fenomeno conseguente alla crisi che deve essere osservato riguardo alle difficoltà che si incontrerebbero all'applicazione di una politica meramente contabile che si indirizzasse ad ottenere il pareggio a ogni costo.

I metodi per ottenere un pareggio di bilancio, infatti, sarebbero elementari: ridurre le spese e aumentare le entrate. Ma una riduzione delle spese potrebbe voler dire, tra l'altro, rinuncia alla politica di sostegno e di aiuto della economia nazionale durante la sfavorevole congiuntura. Il nostro governo si è quindi limitato a incidere sensibilmente solo sul bilancio del Ministero della guerra, dando quell'esempio che ci auguriamo di veder seguito dalle altre nazioni.

Non si sarebbe potuto aggravare ancor più l'onere tributario che già pesa sulla economia privata: date le disagiati condizioni economiche delle imprese, un aggravio del tributo avrebbe provocato nuove difficoltà di esercizio e aggravato lo sfavorevole divario tra costi e prezzi: tanto più che, appunto per riflesso della depressione degli affari, un aumento di tasse potrebbe riflettersi in un minore, anziché in un maggiore gettito. Saggiamente, quindi, questa soluzione fu eliminata: si prevede un'entrata complessivamente minore e fu tacitamente confermato che nessun nuovo aggravio avrebbe appesantito l'onere dei tributi. Meglio lasciare il bilancio in disavanzo, non lesinando aiuti e non premendo con esoso fiscalismo; la soluzione del problema puramente contabile può essere rimandata a tempi migliori.

Si vuol dire che è raggiunto il limite di elasticità della tassazione allorchè, di fronte all'aumento delle aliquote, il gettito diminuisce anziché aumentare: noi ci troveremo, dunque, prossimi a questo limite. La constatazione non può essere aprioristica: merita di essere confermata dai fatti. E nell'esame dei fatti non si dovrà dimenticare che assai spesso non ci troviamo tanto di fronte a una questione di elasticità, quanto a un più semplice fenomeno derivante dalla depressione. Il diminuito gettito delle tasse sugli affari e delle imposte di consumo ne sono il più significativo esempio.

Tenuto presente questo avvertimento, e poichè ci troviamo ormai a pochi giorni dalla chiusura del bilancio, esaminiamo in dettaglio la partita attiva, con riferimento esclusivo al gettito tributario. Con l'ultima situazione del conto del tesoro, abbiamo la possibilità di basarci su undici mesi di esercizio, periodo sufficiente per caratterizzare l'intera annata. Ci sarà così possibile porre a raffronto il gettito tributario di quest'anno con quello degli anni precedenti, e confrontare anche l'accertamento con lo stato di previsione corrente e con la previsione dell'esercizio prossimo.

La contrazione del gettito tributario appare a prima vista dall'esame del seguente specchio riassuntivo (in milioni di lire):

	(primi 11 mesi degli esercizi)		differenza % del 1932-33	
	1932-33	1931-32	1930-31	
Imposte dirette	3.316,8	3.578,4	3.633,1	-7,7 - 8,7
Tasse sugli affari	3.117,0	3.294,8	3.230,6	-5,8 - 3,5
Imposte indirette	4.207,5	4.517,2	5.016,9	-6,8 - 16,1
Privative	2.645,1	2.680,8	2.743,8	-1,4 - 3,5
Totale comprese le altre partite	14.563,8	15.442,7	16.182,9	-5,7 - 10,0

Nella contrazione delle imposte dirette gioca fortemente la progressiva liquidazione delle imposte cosiddette transitorie (sui profitti di guerra, sul patrimonio ecc.), ma influisce anche molto il diminuito gettito della ricchezza mobile, che da 2.295 milioni nei primi 11 mesi del 1930-31, è passato a 2.233 nel 1931-32 e a 2.043 nel 1932-33. Migliora, invece, per quanto leggermente, il gettito dell'imposta progressiva sui celibi, per effetto forse di più accurati accertamenti, come forse per la stessa ragione aumenta rispetto al 1930-31 il gettito della complementare.

Nel gruppo delle tasse sugli affari la diminuzione subita nell'esercizio in corso va soprattutto addossata al minor gettito della tassa di scambio, che diede 832,9 milioni nel 1930-31 e salì, per effetto della maggiorata aliquota, a 1.005,9 milioni nel 1931-32 con un accertamento, peraltro, inferiore alla previsione: nel 1932-33 è ridiscesa a 928,3 per quanto le aliquote siano rimaste immutate. La causa di questo andamento è da ricercarsi, evidentemente, nel rallentato ritmo degli affari conseguente alla crisi. Solo leggermente diminuisce il gettito delle altre tasse (ipotecarie, di bollo, in surrogazione del registro e bollo, successione ecc.) mentre aumenta leggermente (da 635 a 636 milioni contro 699 milioni nel 1930-31) il gettito della tassa di registro.

Assai più accentuata è la contrazione nel gruppo di imposte indirette, causata specialmente dal minor gettito del dazio sul grano che aveva reso 1.100 milioni nel 1930-31 e si ridusse a 394 e a 206 milioni nei due esercizi successivi. Non molto minore è il gettito delle imposte di fabbricazione sullo zucchero, gli spiriti, la birra ecc. Un singolare andamento

ha invece il gettito delle dogane e dei diritti marittimi: da 1.549,7 milioni nei primi 11 mesi del 1930-31, il gettito salì a 1.765,1 nel 1931-32, in conseguenza anche del dazio addizionale *ad valorem* del 15 % posto in occasione del ribasso della sterlina. Nell'esercizio in corso il gettito è leggermente disceso a 1.712,3 milioni. Tenuta presente la continua contrazione dei traffici è da ritenersi che debba essersi appesantito l'onere sui singoli prodotti d'importazione.

Il diminuito gettito delle privative è da attribuirsi specialmente al minor rendimento dell'imposta sui tabacchi: non è da escludere, e lo stesso Ministro lo ha rilevato, che il minor consumo sia causato dal prezzo troppo elevato; sarebbe questo, dunque, un caso di limite di elasticità raggiunto, di cui sembrano dar prova anche i risultati dei recenti esperimenti di vendite di « Macedonia » a prezzo ridotto. Non tutti i fumatori, certo, hanno sospettato in quei giorni l'importanza che si attribuiva al loro comportamento, e non tutti probabilmente sanno che il « vizio del fumo » costituisce per l'erario un po' meno del 20 % dei suoi introiti ordinari. Non è questo soltanto, del resto, il solo aspetto delle debolezze umane da cui l'Erario trae vantaggio: basti ricordare il lotto, che nel 1932-33 ha reso 405,8 milioni, contro 390,3 milioni nel 1931-32 e 454,3 milioni nel 1930-31. Gli sbalzi di queste cifre mostrano come sia peraltro diminuito l'incentivo a tentare la fortuna.

Gli altri capitoli della categoria delle entrate (redditi patrimoniali, prodotti netti delle Ferrovie, poste, telegrafi ecc.) non richiedono speciali commenti. Arriviamo perciò rapidamente al totale, che marca una diminuzione complessiva delle entrate di circa un miliardo in confronto allo scorso anno e di oltre un miliardo e mezzo in confronto al 1930-31.

Nel raffronto tra le entrate accertate e quelle segnate nel bilancio di previsione si tenga presente che le cifre delle entrate accertate non sono omogenee a quelle effettive poc'anzi segnalate; l'accertamento infatti viene fatto secondo il bilancio di competenza e comprende tanto le somme riscosse quanto quelle accertate in modo definitivo, e quindi di sicura riscossione. Per le imposte dirette, poi, che vengono pagate bimestralmente, nei mesi dispari (come è il nostro caso) viene accertata la quota relativa alla metà del bimestre in corso e da pagare nel successivo.

Come prima cosa conviene segnalare che le quote comprese nel bilancio di previsione non sono state, nel corrente esercizio, sottoposte a revisione, non essendo intervenuto durante il periodo nessuna legge o decreto che modificasse gli importi. Invece nell'esercizio precedente gran parte dei capitoli delle entrate subì modificazioni in aumento (non del tutto, per tanto, verificatesi nell'accertamento). Ecco le cifre relative (in milioni di lire):

	11 mesi esercizio 1931-32			11 mesi esercizio 1932-33		
	previste	accertate	differenza %	previste	accertate	differenza %
Imposte dirette	4.018	4.436	+ 10,9	3.579	4.180	+ 17,0
Tasse sugli affari	3.830	3.374	- 12,0	3.499	3.229	- 7,8
Imp. di fabbric.	1.811	1.674	- 7,6	1.746	1.629	- 6,4
Dogane	2.016	1.758	- 12,1	1.845	1.703	- 7,5
Dazio sul grano	756	426	- 43,7	756	219	- 80,8
Monopoli	2.956	2.758	- 6,8	2.958	2.719	- 7,9
Lotto	485	479	- 1,3	449	441	- 1,8
Totale comprese altre entrate	18.209	16.951	- 6,9	17.032	16.130	- 5,3

Il più singolare contrasto è dato dalle imposte dirette, il cui accertamento negli esercizi in esame è superiore alla previsione. Ciò che costituisce un prova delle pratiche rivolte al più accurato accertamento degli imponibili, e che potrebbe anche essere il riflesso della legge del 1928 sull'obbligatorietà delle dichiarazioni e sulle pene relative. Il Ministro delle Finanze, in proposito, ha segnalato che negli ultimi cinque anni furono registrati 675.650 nuovi contribuenti che dichiararono spontaneamente un reddito di 2.037 milioni. Nel solo campo della ricchezza mobile si sono avute 269.133 nuove dichiarazioni spontanee e il movimento è crescente poichè, mentre nel 1929 si ebbero 44.181 dichiarazioni, nel 1933 se ne sono avute 76.245.

Negli altri capitoli d'entrata l'accertamento fu inferiore alla previsione. Nell'esercizio 1931-32 fu assai forte il divario segnato dal gruppo delle tasse sugli affari; infatti, mentre per effetto delle nuove disposizioni già ricordate, il gettito dell'annata avrebbe dovuto essere di 300 milioni superiore al gettito previsto nel preventivo, già dopo 11 mesi di esercizio l'accertamento era inferiore di oltre 455 milioni. Si aveva quindi un minor accertamento di 155 milioni sul preventivo iniziale. Analogamente nelle imposte di fabbricazione, contro una previsione di aumento di 37 milioni, si ebbero 136 milioni accertati in meno. Nelle dogane l'aumento era previsto per 575 milioni per tutto l'esercizio: l'accertamento dei primi 11 mesi era già inferiore di 258 milioni. Anche per il grano vi era stata una modificazione in aumento, valutata a 158,9 milioni: il minor accertamento era invece di 330 milioni. In totale, su 1.133 milioni previsti in aumento sul preventivo iniziale, dopo 11 mesi si ebbe un minor accertamento di 1.258 milioni.

Nell'esercizio corrente, invece, come si è detto, non si è avuta, per le partite da noi considerate, alcuna variazione, nè in più nè in meno, di quanto era segnato nella previsione. E' facile vedere anche come



lo scarto fra l'accertamento e la previsione sia sempre notevolmente inferiore allo scarto dell'esercizio precedente: il massimo in percentuale e in cifra assoluta è toccato solo nella voce « dazio sul grano » in conseguenza del buon raccolto nazionale che ha ridotto a poco più di 3 milioni di quintali le importazioni dall'estero. Un più forte scarto rispetto al 1931-32 si ha solo nei monopoli. Gli altri maggiori scarti si riferiscono alle tasse sugli affari (270 milioni in meno) e alle dogane (142 milioni in meno). Complessivamente le entrate accertate nel 1932-33 sono inferiori alla previsione di 901 milioni, e cioè del 5,3 % contro il 7 % accertato in meno durante l'esercizio precedente.

Il ministro Jung affermò alla Camera che in base agli accertamenti dei primi 10 mesi il totale delle entrate, per tutto l'esercizio 1932-33, sarebbe stato di 17.874 milioni, con 773 milioni in meno del preventivo che fissava 18.647 milioni. Lo scarto effettivo a fine d'anno dovrebbe, cioè, essere minore di quello accertato dopo i primi 11 mesi, poichè bisogna tener conto dei consueti aggiustamenti di fine d'anno.

In qual modo queste partite sono state modificate nel preventivo del prossimo esercizio 1933-34? Abbiamo già detto che le entrate sono in totale prevedute inferiori: 17.713,5 milioni, e cioè 160 milioni meno del gettito che si può considerare accertato nell'esercizio in corso. Rispetto al preventivo del 1932-33 il rapporto di diminuzione è del 5 %, uguale cioè alla contrazione del gettito effettivo sul previsto. La somma è così suddivisa tra le principali partite (in milioni di lire):

	Previsione 1933-34	Differenza % sul preventivo 1932-33
Imposte dirette . . . . .	4.112,9	+ 5,3
Tasse sugli affari . . . . .	3.573,1	- 7,6
Imposte indirette . . . . .	4.950,0	- 11,1
Monopoli . . . . .	3.008,7	- 6,6
Lotto . . . . .	475,0	- 3,0

Se confrontiamo queste cifre con la previsione dell'esercizio 1932-33, vediamo che sono ritenute in aumento le entrate delle imposte dirette (207 milioni in cifra assoluta, equivalenti al 5 % in più). Questa variazione concorda con lo scarto attivo già constatato nei precedenti esercizi tra accertamento e previsioni. Viene quindi confermata la previsione di

un maggior gettito che potrebbe verificarsi in conseguenza del R. D. L. del 30 gennaio u. s. con il quale l'aliquota della Ricchezza Mobile cat. C2 fu ridotta dal 9 all'8 per cento, ma contemporaneamente si perfezionava il sistema di accertamento e di esazione del tributo. La R. M. dovrebbe quindi rendere 194 milioni in più, mentre per la complementare è prevista la stessa somma dell'esercizio precedente, e cioè 328 milioni. Fu rilevato che questa cifra presenta forse una sottoimpostazione, dato che molte categorie di cittadini, per effetto degli ultimi provvedimenti, saranno costrette a rettificare le loro dichiarazioni e che il gettito potrebbe di conseguenza essere maggiore. Ciò che dimostra la prudenza con la quale vengono calcolate le cifre del preventivo.

Della medesima prudenza abbiamo un chiaro esempio nelle impostazioni del gettito delle tasse sugli affari e specialmente delle imposte indirette che sono previste inferiori di oltre il 10 % a quelle preventive nell'attuale esercizio: in questo gruppo diminuisce il gettito delle imposte di fabbricazione, il gettito delle dogane (214,5 milioni in meno) e specialmente diminuisce il gettito del dazio sul grano che invece di 825 milioni come nel 1932-33 è previsto per 500 milioni: non è da escludersi tuttavia che il gettito sia ancora inferiore e che non arrivi nemmeno a 200 milioni per effetto del buon raccolto interno e del diminuito consumo. Sono analogamente previste minori le entrate dei monopoli e del lotto.

\*\*\*

Questa rapida scorsa al consuntivo e al preventivo per ciò che riguarda le entrate, se ci mostra con chiara evidenza le conseguenze della crisi in questo campo, ci illumina altresì sulla ocularità della finanza italiana, che nel preventivo ha tenuto conto di tutte le contrazioni delle entrate ed anche di un margine al di là di queste contrazioni. E poichè questa prudente politica dell'entrata sarà accompagnata da una altrettanto prudente, oltrechè proficua, politica della spesa, possiamo formulare l'augurio che la ripresa dei traffici, di cui un po' dovunque si fanno più fondate le previsioni, possa concedere uno scarto attivo in molti capitoli del nostro gettito tributario; specialmente nelle tasse sugli affari, in cui già nei primi mesi di quest'anno si è avuto un graduale miglioramento.

Cesare Vannutelli

## Gli scambi internazionali si intensificano?

14

Se la tregua doganale, conclusa in occasione della Conferenza di Londra, non ha aggravato gli esistenti vincoli al commercio internazionale, si allontana sempre più la speranza di una risoluzione intesa ad alleviarli in qualche modo. Persistono pertanto quelle sfavorevoli condizioni che, secondo i calcoli della S. D. N. hanno provocato una riduzione del 65 per cento nel valore del commercio internazionale nel primo trimestre di quest'anno, in 48 paesi che nel 1929 rappresentavano circa il 90 per cento del commercio mondiale.

I dati sugli scambi dei principali paesi nel mese di maggio però possono dare adito ad altri rilievi, che è ancor presto per giudicare.

Essi confermano, in generale, le osservazioni già fatte sui dati dello scorso mese (vedi *Borsa* n. 8); non è peraltro inutile rilevare il sensibile miglioramento delle esportazioni italiane (533,6 milioni contro 490,8 in aprile) e la sostanzialità delle importazioni. Le cifre del commercio francese mostrano una tipica fermezza rispetto al maggio 1932, per quanto persista, per le ragioni già osservate, l'aggravarsi del disavanzo. Anche il commercio inglese migliora: sia rispetto al mese precedente, sia rispetto al maggio 1932. Tale andamento è posto, dall'*Economist*, in relazione alla diminuita disoccupazione, ai sostenuti prezzi ingrosso e al cresciuto movimento bancario, per trarne considerazioni ottimiste. In virtù dei dati di maggio, infatti, la diminuzione dei traffici nei primi cinque mesi si attenua in confronto a quella constatata nei primi quattro mesi. Migliora anche, nei riguardi della delicata situazione finanziaria interna, la bilancia commerciale tedesca: l'eccedenza di maggio supera notevolmente quella dei primi mesi (gennaio 22 milioni, febbraio 27, marzo 64, aprile 61 milioni).

Maggiore interesse, per riflesso degli avvenimenti monetari, acquistano le cifre degli Stati Uniti. E' ovvio che, per quanto immediati, i vantaggi della svalutazione non possono essere

sfruttati dagli esportatori se non con un certo margine e gradualmente. Con un mese e mezzo di svalutazione, infatti, non avrebbero potuto essere compensati i fattori di depressione che hanno premuto un po' dovunque. A parte, quindi, ogni apprezzamento sulla innegabile fallacia di questo effimero stimolante, a noi sembra ancora presto, sia per negare i vantaggi, sia per constatarli. Questa prudenza, invece, non fu seguita nemmeno dai diretti interessati: in possesso dei soli dati di aprile, infatti, l'*Annalist* (supplemento finanziario del *New York Times*), si azzarda a rilevare che la contrazione delle esportazioni (2,7 per cento in confronto al mese precedente) fu inferiore alla contrazione stagionale normalmente constatata (8,1 per cento) e che pertanto le esportazioni « aumentarono » del 5,8 per cento. Analogamente la contrazione delle importazioni (6,8 per cento) fu inferiore alla contrazione normale (7,9 per cento): si ebbe perciò un miglioramento dell'1,1 per cento.

Questi calcoli ci sembrano un po' troppo arischiati e non ci sentiamo nè di provarli, nè di continuarli per i dati di maggio: ci mancherebbe, del resto, la valutazione della contrazione o dell'aumento chiamato *normale*! Ci limitiamo, pertanto, al confronto delle cifre grezze (in milioni di dollari):

	importazioni			esportazioni		
	1931	1932	1933	1931	1932	1933
aprile . . . . .	185,7	126,5	85,4	214,8	135,1	105,1
maggio . . . . .	150,1	112,2	107,0	203,9	131,8	114,0

dalle quali è facile rilevare che, mentre nel 1931 e 1932, tanto nelle importazioni quanto nelle esportazioni, dall'aprile al maggio si constatava una contrazione, nel 1933 si è avuto per entrambe le partite un sensibile aumento. Può meravigliare l'aumento delle importazioni, dato che, a rigore, la svalutazione dovrebbe agire come ostacolo: l'andamento può peraltro giustificarsi, ritenendo che gli importatori abbiano voluto rifornirsi ampiamente in previsione di una ulteriore svalutazione del dollaro.

### Il commercio estero di 5 grandi Paesi

ITALIA (milioni di lire)				
	import.	esport.	disavanzo	
maggio 1933 . . . . .	591,0	533,6	57,4	
» 1932 . . . . .	752,7	542,8	209,9	
» 1931 . . . . .	1.068,9	815,8	253,1	
primi 5 mesi 1933	3.123,4	2.513,0	610,4	
» » » 1932	3.743,2	2.762,6	980,6	
» » » 1931	4.020,2	5.234,9	1.214,7	

FRANCIA (milioni di franchi)				
	import.	esport.	disavanzo	
maggio 1933 . . . . .	2.465	1.479	986	
» 1932 . . . . .	2.454	1.473	981	
» 1931 . . . . .	3.570	2.432	1.138	
primi 5 mesi 1933	12.702	7.549	5.153	
» » » 1932	12.622	8.503	4.114	
» » » 1931	19.230	13.700	5.530	

INGHILTERRA (migliaia di sterline)				
	import.	esport.	riesport.	disavanzo
maggio 1933 . . . . .	57.295	30.765	3.820	22.710
» 1932 . . . . .	55.735	30.197	4.389	21.149
» 1931 . . . . .	68.632	33.895	5.747	28.990
primi 5 mesi 1933	267.100	146.877	19.941	100.282
» » » 1932	302.530	157.310	25.155	120.065
» » » 1931	349.278	169.724	29.664	150.000

GERMANIA (milioni di marchi)				
	import.	esport.	eccedenza	
maggio 1933 . . . . .	333,0	442,0	89,0	
» 1932 . . . . .	406,5	477,3	70,8	
» 1931 . . . . .	629,3	655,1	25,8	
primi 5 mesi 1933	1.711,0	1.969,0	258,0	
» » » 1932	2.173,7	2.708,8	535,1	
» » » 1931	3.433,1	3.817,4	384,3	

STATI UNITI (milioni di dollari)				
	import.	esport.	disavanzo	
maggio 1933 . . . . .	107,0	114,0	7,0	
» 1932 . . . . .	112,2	113,8	1,6	
» 1931 . . . . .	130,1	203,9	73,8	
primi 5 mesi 1933	470,0	549,2	79,2	
» » » 1932	636,4	725,8	99,4	
» » » 1931	927,1	1.112,3	185,2	

Non è da dimenticare, inoltre, l'aumento dei prezzi interni negli Stati Uniti, che per alcuni prodotti è superiore alla svalutazione (anche l'indice all'ingrosso si affretta a compensare il divario nel valore della moneta). Ciò potrebbe avvantaggiare gli stessi importatori. La bilancia commerciale degli Stati Uniti, quindi, se contemporaneamente non aumenteranno i prezzi all'estero, dovrebbe risultare aggravata, anzichè migliorata: a meno che l'amministrazione di Roosevelt non istituisca, se pena possibile, nuove maggiorazioni doganali.



# Prezzi

L'andamento dei prezzi all'ingrosso in Italia, Inghilterra e Germania durante il mese, ha confermato la segnalata sostenutezza. Per gli Stati Uniti continua la nota ascesa, per quanto con ritmo minore, dato che durante la prima settimana di giugno, come già abbiamo rilevato, vi fu un certo rallentamento nell'agitazione speculativa.

INDICI DEI PREZZI ALL'INGROSSO (1913 = 100)

	Italia lire corr.	Francia fr. corr.	Inghilterra carta	Germania	Stati Uniti
1930 media	411	545	111	124	123
1931 »	541	464	92	111	102
1932 »	309	407	89	96	88
1933 gennaio	296	388	87	91	80
febbraio	292	389	86	91	79
marzo	287	386	85	91	80
aprile	282	385	86	90	82
maggio	282	383	88	92	86
giugno 1 <sup>a</sup>	285	386	89	93	90
giugno 2 <sup>a</sup>	284	—	90	93	91
giugno 2 <sup>a</sup>	285	—	90	93	92

Attualmente di fronte a una svalutazione del dollaro del 24 per cento circa, l'aumento dei prezzi, negli indici Fisher, è solo del 13 per cento. Analogamente l'indice Annalist che il 13 giugno, in dollari, era salito a 93.5 (media di marzo = 82) in oro era sceso a 77. Se, per altro, invece di tener conto dell'indice all'ingrosso, si seguisse un indice sensibile elaborato sui prezzi delle materie prime, il Moody's index per esempio costruito su 15 merci, vedremmo un effettivo rialzo anche nei prezzi espressi in oro: da 91 il 15 aprile (base dicembre 1931 = 100) fino a 120 nei prezzi in dollari e oltre 100 nei prezzi in oro, ai primi di giugno. Non tutti i prezzi, infatti, hanno seguito un identico andamento, e non tutti sono aumentati in eguale proporzione: vi sono merci che non sono riuscite a compensare la svalutazione; altre, poi, che non hanno interrotto il loro andamento discendente. Esaminando in rapida scorsa le variazioni dei prezzi nelle merci che compongono l'indice americano vediamo che dalla fine di febbraio a metà giugno gli aumenti principali, sia in dollari carta, sia in oro, furono segnati dalle seguenti categorie.

	In Dollari	In Oro
Cuoio	+ 145.2	+ 107.1
Gomma	+ 86.2	+ 57.2
Granoturco	+ 84.0	+ 55.4
Stagno	+ 82.1	+ 53.8
Zucchero	+ 78.5	+ 49.0
Filati di cotone	+ 64.0	+ 38.5
Seta	+ 60.6	+ 35.6
Lana	+ 60.2	+ 35.3
Rame	+ 60.0	+ 35.1
Lardo	+ 60.0	+ 35.1
Zinco	+ 60.0	+ 35.1
Tessuti di cotone	+ 59.9	+ 35.0
Grano	+ 54.5	+ 30.5
Cotone greggio	+ 51.2	+ 27.7
Limoni	+ 44.4	+ 22.0
Suini	+ 40.0	+ 18.2
Cacao	+ 38.6	+ 17.0
Piombo	+ 38.7	+ 15.4
Filati di lana	+ 34.8	+ 13.8
Latte	+ 26.1	+ 6.5
Farina	+ 24.8	+ 5.4
Burro	+ 21.1	+ 2.3

Per altre merci (sale, formaggi, riso, acciaio in verghe, arance, caffè) gli aumenti non compensarono la svalutazione; per il pane, le patate, le mele e altre, il prezzo in dollari rimase immutato e per l'acciaio lavorato, il carbone bituminoso, la benzina, l'antrace e il petrolio grezzo continuò la diminuzione dei prezzi in dollari aggravata dal deprezzamento della moneta.

# Il mercato granario e risiero nazionale

Conviene soffermarsi sulle oscillazioni di poca ampiezza, ma di grande significato del nostro mercato granario. Con la serie dei raduni provinciali fu esercitata una potente propaganda a favore della sostenutezza dei prezzi e agevolata la reazione alla debolezza di alcuni giorni. L'organizzazione degli ammassi collettivi sarà quest'anno curata ancor meglio dell'anno scorso: la percentuale di utilizzazione del grano nazionale nella macinazione è stata portata al 99 per cento; l'anticipo agli agricoltori sarà concesso sulla base di 90 lire. Tutti questi provvedimenti sono tali da giustificare la fermezza dei corsi e da dare affidamento anche in ulteriori aumenti, non appena saranno confermate le previsioni sul raccolto che, oltre a essere stato notevolmente ritardato, potrebbe essere stato danneggiato dal persistente maltempo. Una decisiva efficacia hanno avuto anche le notizie sui provvedimenti adottati in Francia per la difesa del locale mercato granario: com'è noto la Camera francese ha approvato un decreto che stabilisce a 115 franchi il prezzo d'imperio del grano, e commina le pene del codice per i trasgressori. Numerosi dettagli al provvedimento sono stati perfezionati nel corso della discussione al Senato.

La misura dell'anticipo è stata confermata in 90 lire per quintale, per la qualità di peso specifico 78 al tasso del 4 e mezzo per cento in ragione di anno: le precisazioni fatte in proposito dal sen. De Capitani furono accolte col miglior favore, dissipando le nubi formatesi in seguito a un comunicato della Cattedra Ambulante di Milano. (Rispondiamo con ciò, indirettamente a L'Agricoltore che ha creduto di prendersi in castagna sulla questione dell'anticipo: assicuriamo l'eminente organo della Federazione degli Agricoltori che avevamo letto benissimo le dichiarazioni del Comitato permanente, ma che seguiamo con altrettanta attenzione tutte le notizie ufficiali o ufficiose che interessano i nostri mercati).

In complesso le prospettive sono fra le migliori per i nostri agricoltori: è questo un altro degli aspetti positivi della battaglia del grano.

\*\*\*

Il mercato risiero ha dato prova in questi ultimi tempi, di vivace sostenutezza. Dopo le quotazioni minime di marzo, sulle quali ci soffermammo a suo tempo (vedi Borsa N. 4), sono state raggiunte quote non toccate da diversi mesi. L'origine di questo movimento si riallaccia alle cause della precedente debolezza: come già rilevammo la politica dell'Ente Risi, aveva dato origine a forti critiche, e la costituzione dei due enti (Sapri e Averi) che avrebbero dovuto regolare l'uno il commercio interno di risone e l'altro l'esportazione di riso lavorato, ebbero l'effetto opposto di deprimere, anziché risollevare il mercato. Questi enti furono quindi sciolti: le Sapri, che allo scopo di sostenere i prezzi avevano acquistato oltre un milione di quintali di risone, furono avviate alla progressiva liquidazione di questo ingente quantitativo, e la Averi fu privata del monopolio del commercio con l'estero. Liberi da ogni intralcio, gli esportatori poterono esercitare una proficua attività denunciando in soli due mesi una vendita all'estero di oltre un milione di quintali di risone, il 40 per cento cioè dei 2.500 mila quintali esportati dall'inizio della campagna. (E si noti che questo quantitativo è superiore a entrambe le due campagne precedenti: 2.118 mila quintali nel

1931.32 e 2.394 mila nel 1930.31). Questa forte esportazione fu agevolata tanto dalla fermezza dei prezzi del risone straniero, quanto dalla misura delle quote di rimborso concesse dall'Ente: fu appunto in virtù di questo premio che i nostri esportatori poterono esercitare una così vittoriosa concorrenza. In conseguenza di questo andamento anche i prezzi all'interno migliorarono e l'Ente Risi ne trasse l'occasione per far cantare nuovi elogi alla sua saggia politica.

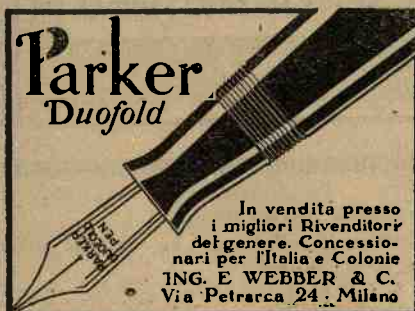
In verità a noi sembra che di questo miglioramento l'Ente non abbia alcuna ragione di vantarsi, in quanto fu la diretta conseguenza della sua rinuncia a una politica palesemente contraria agli interessi del mercato. Non si può dire, certo, che questo organismo, ormai non più tanto giovane, abbia ancora trovato una precisa direttiva alla quale attenersi con costante assiduità. Ne fa fede il turbamento del mercato in questi ultimissimi giorni; essendosi venuti a conoscenza della decisione di dimezzare le quote di rimborso, e della stipulazione di un contratto per la vendita sui mercati nordici di un forte quantitativo del nuovo raccolto, vi è chi teme che l'Ente voglia nuovamente ingerirsi negli affari dell'esportazione. Ciò che non è ritenuto profitevole al mercato, essendo diffusa la convinzione che la miglior cosa che l'Ente possa fare è di attenersi agli scopi per i quali fu costituito: disciplinare, cioè, il mercato interno nella convenienza degli agricoltori, organizzare le vendite e stimolare il consumo, ma non ostacolare con instabili e artificiose pastoie lo svolgimento naturale del mercato sia all'interno, sia all'estero.

## Il "boom," del grano e del cotone negli Stati Uniti

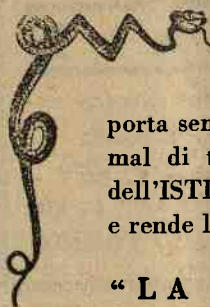
L'agitazione delle borse merci americane si era calmata da qualche settimana; nel periodo coincidente con le prime giornate della Conferenza di Londra anzi, allorché si sperava in un accordo per una tregua dei cambi, i più frettolosi e timorosi rialzisti non posero indugio a liquidare le loro posizioni, provocando una accentuata debolezza. Non appena il progetto fallì, la corsa riprese col suo ritmo precedente, agevolata dalla persistente cedenza del dollaro.

Non fu peraltro il solo fattore monetario che influì sulle vicende degli ultimi giorni, dato che ormai la svalutazione è stata abbondantemente scontata e superata. La rapida ascesa che ha portato il grano da 75 a 90 cents e il cotone da 9 a 10.45 cents fu specialmente provocata dalle prime notizie circa l'applicazione del programma per ridurre la produzione agricola e per rialzare i prezzi fino a riequilibrare la capacità di acquisto degli agricoltori, espressa in prodotti industriali, allo stesso livello dell'anteguerra. La contrazione della produzione secondo il Farm Adjustment Act, dovrebbe essere ottenuta mediante accordi volontari per ridurre la superficie seminata, col pagamento di una adeguata indennità. La conclusione di questi accordi, di cui si incarica il Ministero dell'Agricoltura, è stata, da un comunicato ufficiale, preannunciata rapida e facile: agevolarono il rapido rialzo anche le continue notizie sulla persistente siccità, che sembra voglia aggiungere una naturale contrazione a quella che sarà concordata dagli agricoltori.

C. V.



In vendita presso i migliori Rivenditori del genere. Concessionari per l'Italia e Colonie ING. E WEBBER & C. Via Petrarca 24 - Milano



## 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



### Situazione degli Istituti di Emissione esteri

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

	fine dic. 1932	19 apr. 1933	14 giug. 1933	21 giug. 1933	28 giug. 1933
Divise e verghe	119.788	184.835	188.246	189.277	190.584
Circolazione	271.193	376.123	375.021	372.022	375.125
<b>Depositi:</b>					
pubblici	8.865	9.912	11.611	24.848	14.062
bancari	102.409	103.976	104.802	95.195	105.121
altri	33.760	36.014	38.675	39.800	32.165
<b>Titoli:</b>					
Titoli di Stato	102.372	75.201	75.409	73.648	75.375
Sconti e antic.	18.509	11.830	12.961	12.677	16.643
Altri titoli	17.738	11.832	11.362	14.181	11.866
<b>Riserve presso il Ban- king Dep.</b>	24.401	63.712	73.225	77.255	75.559
« proporzione »	23.8	35.1	35.9	35.7	35.6

#### REICHSBANK (milioni di Reichsmark)

	fine dic. 1932	15 apr. 1933	7 giug. 1933	15 giug. 1933	23 giug. 1933
<b>ATTIVO:</b>					
Oro	806.2	421.3	351.9	263.9	222.6
» all'estero	43.6	18.5	51.6	41.3	30.0
Valute estere	113.8	108.3	94.4	85.0	81.0
Cambiali e chèques	2.806.1	3.028.3	3.059.3	3.082.5	2.977.3
Argento e altre monete	177.1	205.6	235.7	237.5	336.2
Banconote altre banche	3.1	9.8	6.9	11.1	14.8
Anticipazioni	176.1	72.1	74.4	78.2	69.8
Investimenti	397.5	318.5	320.2	319.9	320.2
Altre attività	533.6	399.3	332.3	334.2	406.4
<b>PASSIVO:</b>					
Capitale	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
Riserva	417.4	473.1	473.2	473.2	473.2
Circolazione	3.560.4	3.422.5	3.372.6	3.284.0	3.200.0
Obbligaz. giornaliera	539.8	559.9	375.6	400.4	427.7
Altre passività	745.9	157.7	161.2	164.5	176.1
copert. della circolaz.	25.8%	10%	7.3%	7.6%	8%

#### BANCA BI FRANCIA (milioni di frs.)

	fine dic. 1932	21 apr. 1933	9 giug. 1933	16 giug. 1933	23 giug. 1933
<b>ATTIVO:</b>					
Oro in cassa	83.016.5	80.834.6	81.105.9	81.180.8	81.244.5
All'estero: depositi	2.938.3	2.426.0	2.534.1	2.535.8	2.535.8
effetti	1.545.2	1.465.0	1.413.3	1.413.5	1.404.2
Effetti scontati	3.437.7	3.188.6	3.080.8	2.828.8	3.420.0
Anticipaz. allo Stato	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0	3.200.0
altre	2.515.5	2.675.5	2708.7	2.704.4	2.667.3
Cassa d'ammort.	6.802.4	6.607.8	6.559.4	6.559.4	6.559.4
Attività diverse	5.996.4	5.824.5	5.523.6	5.447.8	5.297.5
<b>PASSIVO:</b>					
Biglietti in circolaz.	85.027.5	83.780.2	83.780.8	82.998.9	82.591.0
Depositi dello Stato	2.310.7	2.384.9	2.348.5	2.396.6	2.511.5
privati	19.813.6	17.681.1	17.496.0	18.010.9	18.735.0
Passività altre	2.300.1	2.365.9	2.480.6	—	—

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

	fine dic. 1932	19 apr. 1933	14 giug. 1933	21 giug. 1933	28 giug. 1933
<b>ATTIVO:</b>					
Riserva aurea	3.148.5	3.365.6	3.859.4	2.801.2	2.853.3
Altre riserve	173.3	215.6	298.3	287.1	290.5
Totale portafoglio	287.4	414.3	233.8	222.1	190.9
Cambiali acquistate in o. m.	33.3	208.4	10.2	8.8	8.2
Totale titoli di Stato	1.850.7	1.837.1	1.932.4	1.954.7	1.975.2
Totale attività produtt.	2.157.0	2.465.4	2.200.0	2.188.5	2.177.2
Totale attività	6.105.4	6.637.4	6.570.3	6.525.7	6.484.0
<b>PASSIVO:</b>					
Biglietti in circolazione	2.735.5	3.477.4	3.118.4	3.090.3	3.061.3
Depositi Banche	2.481.7	2.168.6	2.281.4	2.205.3	2.286.2
Depositi del Governo	42.2	25.5	46.4	129.5	55.0
Totale depositi	2.563.2	2.347.5	2.481.0	2.486.8	2.509.8
Capit. e soprapr.	410.7	428.3	426.2	426.2	425.3
Totale passività	6.105.1	6.637.4	6.570.3	6.525.7	6.484.0
% riserve	62.7%	61.5%	63.3%	68.5%	68.3%

(Continuazione da pagina 9)

le posizioni in titoli industriali. La borsa di Roma è stata attiva più che altro per i valori locali, verso i quali maggiori furono le preferenze degli operatori: *Romana di Elettività, Immobiliare, Imprese e Rendite Fondiarie, Molini Pantanella, Azoto, Acqua Marcia, Serino, Palermo ecc.*, titoli tutti di buona consistenza e facili agli spostamenti data la ristrettezza del loro mercato.

NAPOLI: solamente per le *Rubattino* ci vien segnalata una condizione speciale: alla pari. Posizione in generale un po' aumentata.

Si nota in buona vista il *Risanamento*, che staccherà ai primi di agosto la cedola di L. 65 e la *Meridionale di Elettività* che ha — come è noto — deliberato un dividendo di L. 15 pagabile dal 15 luglio. E difatti in queste ultime sedute detto titolo ebbe inattese ricerche e sensibili migliorate quotazioni.

In generale la situazione ovunque è apparsa soddisfacente e nient'affatto pessimistica: ogni qualvolta l'affluire delle vendite aumentava, la domanda si faceva subito pronta, volenterosa; ma soprattutto decisa nei momenti in cui si tentava di soverchiarla.

La fiducia tornerà certo gradatamente; ma occorre facilitarla, aiutarla senza scosse pericolose e senza effimeri voli speculativi. La saldezza delle borse e la ricerca di valori sani conforta tale speranza.

p. col.

## CONTABILITA' MECCANICA

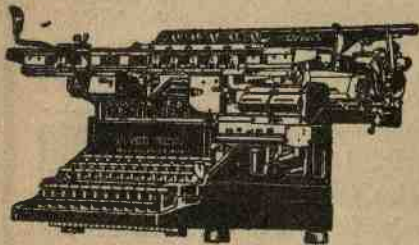
OLIVETTI presenta 4 modelli di macchine contabili. Di questi, la OLIVETTI Mod. 52 è la più completa, e si presta in modo incomparabile alle più complesse applicazioni, specialmente bancarie.

# OLIVETTI

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

Servizio organizzazione

Via Palermo, 1 MILANO Telefono 81-202



## LA RIFORMA SOCIALE

Rivista mensile diretta  
dal Sen. Luigi Einaudi

Abbonamento anno L. 50  
(cumulativo con "BORSA" L. 80)

Via Lamarmora, 60 - TORINO

PER CHI FA  
VITA  
SEDENTARIA



# RIM

FACILITA  
LE FUNZIONI  
DELL'INTESTINO  
SENZA IRRITARLO

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