

L'ECONOMISTA

GAZZETTA SETTIMANALE

SCIENZA ECONOMICA, FINANZA, COMMERCIO, BANCHI, FERROVIE, INTERESSI PRIVATI

Direttore: M. J. de, Johannis

Anno L - Vol. LIV Firenze-Roma 21-28 Gennaio 4 Febbraio 1923 { ROMA (4) - Via Gregoriana, 56 N. 2542-43-44

SOMMARIO

PARTE ECONOMICA.

La svalutazione della lira - CORRADO GINI.

Risposta del Prof. ROBERTO MICHEL.

Dall'Annuario "Italia Economica", nel 1921 del Professore Riccardo Bachi.

RIVISTA BIBLIOGRAFICA.

I problemi della Deflazione, di Yves-Guyot.

FINANZE DI STATO.

La situazione del Tesoro al 30 settembre 1922.

Riduzione delle spese per le Terre Liberate.

RIVISTA DEL MERCATO DEI VALORI.

Rassegna dell'anno 1922.

PARTE ECONOMICA

La svalutazione della lira ⁽¹⁾

Nell'Aprile dell'anno decorso sembrava accentuarsi nel mercato internazionale un maggiore apprezzamento della lira italiana. Nel mercato interno era da poco stata felicemente adottata la riduzione del saggio di interesse dei Buoni del Tesoro e negli ambienti finanziari, come nei periodici tecnici, si dibatteva una polemica intorno alla opportunità di emettere un nuovo prestito al fine di ridurre il debito fluttuante, nonché sulla convenienza di addivenire ad una svalutazione legale della nostra lira.

Allo scopo di chiarire specialmente quest'ultimo problema, la nostra Direzione ha diramato fra i più autorevoli professori di economia e finanza, e fra i cultori delle discipline finanziarie la lettera qui sotto riprodotta, che è stata onorata dalle risposte che siamo venuti pubblicando nei fascicoli dal N. 2534 al fascicolo 2542 del nostro periodico nel presente.

La trattazione dell'arido complesso argomento è riuscita del massimo interesse, sia per i diversi lati dal quale è stato considerato, sia per le svariate, acute osservazioni cui ha dato origine.

Questo prezioso e disparato materiale, si offriva però ad un coordinamento ad una critica, che l'illustre prof. Corrado Gini, ha voluto accettare di compiere per noi a mezzo della lettera esauriente e sapientemente dettata, della quale egli ha voluto onorarci, e che qui sotto riproduciamo.

Nel ringraziare il chiarissimo scienziato della cortese adesione al nostro desiderio, ed insieme anche tutti coloro che hanno voluto impegnarsi nella trattazione del problema da noi posto, esprimiamo il nostro compiacimento per questo nuovo successo e confermiamo la promessa fatta ai nostri cari collaboratori, e lettori di pubblicare prossimamente in un volumetto separato gli scritti fornitici sul tema della svalutazione della Lira.

Ecco pertanto il testo della lettera colla quale abbiamo provocate le risposte pervenute:

ROMA, aprile 1922.

Chiarissimo Professore,

la finanza e l'economia italiana, sembrano avviarsi verso una valorizzazione della lira; pertanto alcuni problemi di somma importanza si presentano per un assetto del bilancio dello Stato e cioè:

se sia opportuno addivenire alla emissione di un nuovo prestito assorbente la circolazione (Buoni del Tesoro ordinari e carta moneta);

se sia da perseguire la via della riduzione degli interessi sui prestiti, come già si opera;

se sia invece da consolidare la svalutazione della moneta cartacea.

Intorno a questi problemi, sui quali già si è manifestata, con qualche divergenza, la opinione di alcuni, mi permetto richiamare la sua attenzione, colla preghiera di volere, nel modo che riterrà migliore e quanto più ampiamente possibile, esporre il suo pensiero; di guisa che le conclusioni che Ella vorrà trarne possano essere di lume ai miei lettori e di guida eventuale ai nostri governanti.

La sua cortese risposta, unitamente a quelle che mi stanno pervenendo dai suoi illustri colleghi sarà pubblicata nell'*Economista* e poscia in volumetto, al quale è mia intenzione di dare larga diffusione.

RingraziandoLa anticipatamente mi è grato professarmi, una volta di più.

Direttore

M. J. DE JOHANNIS

Risposta critica riassuntiva del prof. Corrado Gini

Padova, R. Università, Natale del 1922

Ill.mo Sig. Direttore dell'«Economista»,

Con una Sua lettera recente, Ella mi fa gentile insistenza perchè io esprima il mio pensiero intorno ai quesiti da Lei posti nello scorso aprile agli studiosi di discipline economiche e finanziarie a proposito della circolazione monetaria e del debito fluttuante, e mi prega altresì di dare al mio scritto un carattere riassuntivo e critico delle risposte pervenute. Le dai diversi autori, in modo che le mie osservazioni possano quasi servire di prefazione al volumetto che conferrà i risultati della inchiesta.

Aderisco volentieri al Suo desiderio, per quanto trattisi di materia ormai tanto e da tanti discussa, che vi è poca speranza di dire qualcosa che possa riuscire nuova o particolarmente interessante.

Permetta anzitutto che, a inquadrare la mia risposta, riprenda l'affermazione da cui prendeva le mosse la Sua lettera-questionario e secondo la quale «la finanza e l'economia italiana sembrano avviarsi verso una rivalutazione della lira». La esattezza di questa affermazione è stata messa in dubbio in due delle risposte pervenute; in una delle quali il prof. Toesca di Castellazzo, riferendosi specialmente al momento della sua rispo-

(1) Vedi *Economista* 5, 12, 19, 26 nov., 3, 10, 17, 24, 31 dic. 1922; 7, 14 gennaio 1923. N. da 2531 a 2544.

sta, scritta evidentemente alcuni mesi or sono, osservava che la nostra lira non sta acquistando di valore e temeva anzi ne perdesse in seguito alla mancata soluzione del problema delle riparazioni: nell'altra, il prof. De Pietri Tonelli rileva che le curve dei cambi della lira italiana coi paesi a moneta aurea non sembrano accennare a un miglioramento sensibile negli ultimi due anni, ma piuttosto ad una relativa stabilizzazione, attraverso alle fluttuazioni stagionali e accidentali. La quale ultima osservazione mi pare risponda a realtà soprattutto se, oltre alle fluttuazioni stagionali e accidentali, si considerano quelle dipendenti da eventi politici e da minacciate o temute misure finanziarie. Tutti invero gli avvenimenti, reali o previsti, atti a rendere il capitale più sicuro, o quanto meno più fiducioso in un paese che negli altri, tendono naturalmente a migliorare temporaneamente il cambio di quel paese: la conquista del governo da parte del fascismo, apertamente incline ad una politica finanziaria favorevole al capitale e la contemporanea minaccia di una imposta sul patrimonio in Svizzera hanno così dato ultimamente una spinta al cambio italiano verso una quotazione più favorevole, movimento che oggi sembra essersi arrestato. La questione delle riparazioni, in quanto costringe i tedeschi a fare affannosa ricerca delle divise dei paesi a moneta sana, tende invece a fare salire temporaneamente le quotazioni di queste divise in confronto delle divise non ricercate e, in quanto li spinge a collocare all'estero la valuta loro a condizioni vantaggiose per gli speculatori, induce questi a disfarsi di altre valute, che prima detenevano pure a scopo di speculazione, provocandone, almeno temporaneamente, il ribasso.

L'ampiezza delle oscillazioni dei cambi provenienti da queste e da altre circostanze non viene, d'altra parte, ridotta dai meccanismi compensatori con la prontezza ed efficacia che questi esplicavano in tempi normali, e ciò in causa dei divieti o limitazioni alla libera esportazione dell'oro e delle merci (1). In tali circostanze, la speculazione assume forme e può conseguire effetti diversi da quelli che, in condizioni normali, le furono riconosciuti.

Si può invero speculare in base a due criteri.

Anzitutto acquistando divise di un paese quando la loro quotazione è al di sotto del livello normale per rivenderle quando ne è salita al di sopra. La speculazione ha allora per effetto di attenuare la intensità delle oscillazioni stagionali. Se, come è appunto il caso per queste, si può prevedere con sicurezza quando la quotazione resterà al di sotto e quando salirà al di sopra del livello normale, la speculazione si può eseguire a colpo sicuro e il suo effetto utile è indiscutibile. Ma

(1) La libera esportazione delle merci dai paesi a prezzi interni più bassi degli esterni tende a ridurre la differenza tra prezzi interni ed esterni al costo del trasporto delle merci e ad avvicinare, così, il cambio al rapporto tra il livello dei prezzi interni e quello degli esterni. Più efficace, a tal fine, — in ragione del minore costo del trasporto e della sua generale accettazione nei pagamenti internazionali — è la libera esportazione dell'oro. Questo tende ad emigrare dai paesi dove i prezzi in oro sono più alti a quelli dove sono più bassi, e a ridurre la differenza tra gli uni e gli altri al costo di trasporto dell'oro.

questa forma di speculazione suppone che vi sia un livello normale del cambio sicuramente determinabile. o, quanto meno, che vi siano, nel cambio, oscillazioni periodiche tali da soverchiare sicuramente, con la loro intensità, le tendenze evolutive o le oscillazioni imprevedibili.

Se ciò non avviene, la speculazione viene diretta, con criterio molto più incerto, sulla scorta dei suoi precedenti movimenti, in base alla ipotesi che un peggioramento o un miglioramento del cambio, già iniziato, persista, o, invece, in base alla ipotesi contraria che esso lasci luogo ad un movimento inverso. In base alla seconda ipotesi, lo speculatore acquista quando il cambio si abbassa e vende quando il cambio si innalza, esercitando così su di esso una funzione stabilizzatrice. In base alla prima ipotesi, invece, esso acquista quando il cambio si innalza e vende quando esso si abbassa, accentuandone e prolungandone le oscillazioni. Ora la prima ipotesi è tanto più giustificata, in confronto dell'altra, quanto maggiore è l'ampiezza delle oscillazioni: oggi, in cui le oscillazioni sono, come dicevamo, particolarmente ampie, è noto che la speculazione si regola in buona parte in base alla prima ipotesi. Questa circostanza — che non ricordo di aver visto segnalata da altri — è, se non mi inganno, decisiva per spiegare come, nelle tempestose vicende dei cambi postbellici, la speculazione — come il pubblico chiaramente e giustamente avverte — abbia perduto quella funzione stabilizzatrice dei cambi che già gli economisti le riconoscevano nei periodi normali e contribuisca spesso, al contrario, ad accentuarne e prolungarne le oscillazioni. La speculazione potrebbe mantenere la sua benefica funzione stabilizzatrice per i cambi tra due paesi entrambi a valuta sana, ed è probabile che effettivamente la mantenga: ma è ben possibile che essa sia meno intensa, e quindi meno efficace, di un tempo, gli speculatori trovando oggi maggiore allettamento alla speculazione, più aleatoria sì, ma più promettente, sui cambi deprezzati.

La conclusione che scaturisce da queste osservazioni è duplice: 1° che, nelle attuali circostanze del mercato del cambio, la stabilità delle divise dei paesi a circolazione cartacea inconvertibile non può essere, come il De Pietri Tonelli ben diceva, che relativa; si può parlare di stabilità solo nel senso che non vi sia una tendenza evolutiva costante al ribasso o al rialzo — e ciò appunto in Italia si verifica ormai da oltre due anni e mezzo — restando tuttavia il cambio in preda ad oscillazioni fortissime (per l'italiano sulla Svizzera o sull'America, esse hanno superato il 150 % della parità) per effetto di eventi politici, di previsioni economiche e finanziarie, di fattori morali, di ondulazioni stagionali, della speculazione.

2° che il ristabilimento della convertibilità in oro della carta moneta ha, sulla stabilità dei cambi, non solo gli effetti diretti — generalmente avvertiti — di togliere importanza ai fattori morali e politici e alle previsioni dei commercianti di divise come determinanti delle variazioni dei cambi e di rimettere nella loro piena efficienza i meccanismi compensatori, ma anche un effetto indiretto — forse non meno importante — in quanto, rendendo chiaro ad ognuno quale è il livello normale del cambio e riducendo la durata delle oscillazioni, permette alla speculazione di riassumere la sua funzione stabilizzatrice. Non si può nega-

re infatti che, in un paese a circolazione cartacea inconvertibile, anche quando, come è il caso per l'Italia, il cambio appare relativamente stabilizzato, resti tuttavia discutibile e incerto quale sia il suo livello normale. Se tuttavia le oscillazioni a carattere indeterminato non mascherano le ondulazioni stagionali — come appunto avviene tra noi — vi può già essere una speculazione diretta a trar partito di queste ed atta quindi a ridurla, ma, accanto ad essa, persiste la speculazione che si regola sui precedenti movimenti del cambio in base all'ipotesi della loro persistenza.

Ma, parlando, nella Sua circolare, di « valorizzazione della lira », Ella voleva forse riferirsi, non già — come i proff. De Pietri Tonelli e Toesca di Castellazzo intendevano — ad un suo aumento di valore sul mercato estero, quale — prescindendo dalle variazioni del potere di acquisto dell'oro — si desume da un cambio più favorevole; ma ad un aumento di potere di acquisto sul mercato interno, quale si desume dalla diminuzione dei numeri indici dei prezzi. Questi effettivamente, in aprile scorso, diminuivano; in seguito, invece, hanno ripreso ad aumentare. Trattasi, secondo ogni verosimiglianza, di un aumento dovuto ad ondulazioni stagionali: ma il fatto che le ondulazioni stagionali possano manifestarsi così nettamente fa pensare che non vi sia una tendenza generale dei prezzi a diminuire. Se noi, del resto, teniamo presenti le condizioni del cambio, che, da due anni e mezzo circa, come dicevamo, oscilla senza una tendenza determinata; le condizioni stazionarie della nostra circolazione monetaria; il livello dei prezzi dei paesi a moneta sana, che pare ormai stazionario o quasi; il fatto che la differenza tra il potere di acquisto interno e il potere di acquisto esterno della lira si è venuta via via attenuando, troviamo molte ragioni per prevedere che, anche in Italia, il livello dei prezzi non potrà presentare, in un prossimo avvenire, radicali modificazioni. La naturale tendenza a sparire della differenza tra il potere di acquisto interno e il potere di acquisto esterno della lira, una volta che il cambio sia relativamente stabilizzato, dovrebbe portare ad un lento aumento dei prezzi interni, dato che il livello dei prezzi in oro, nei paesi a moneta sana, non discenda. Ma si tratta ormai, data la non grande differenza residua, di un movimento lento che può essere corretto, sia da una diminuzione dei prezzi in oro sui mercati a moneta sana, sia da un livello del cambio alquanto più favorevole che in passato, o può rimanere mascherato dalle fluttuazioni stagionali. Tutto ciò suppone naturalmente che, nell'avvenire, la circolazione cartacea non venga né notevolmente ridotta né sostanzialmente accresciuta.

Ammesso, d'altra parte, un livello dei prezzi interni stazionario, tutto fa pensare che il saggio dell'interesse tenderà a diminuire. E' anzi noto che questa tendenza si è già manifestata anche da noi, come è pur richiamato nella risposta dei Banchi. La più forte discesa, già verificatasi in molti paesi a valuta sana (Stati Uniti, Regno Unito, Paesi Scandinavi, Svizzera), le attuali condizioni delle industrie e dei commerci e quelle che si possono prevedere per un prossimo avvenire, il ricordo dei saggi prevalenti in Italia nelle condizioni normali prebelliche, la maggiore sicurezza con cui il capitale guarda all'avvenire, sono tutte circostanze che inducono a credere che il saggio dell'interesse avrà, almeno per un certo tempo,

tendenza ad abbassarsi ulteriormente: a più forte ragione deve fare tale previsione chi si attende una diminuzione del livello dei prezzi.

Relativa stabilità dei cambi, stazionarietà dei prezzi, ribasso del saggio di interesse sono tre fenomeni, connessi tra loro e subordinati alla stazionarietà della circolazione, che devono fornire la chiave alla risposta al Suo questionario.

Al quale mi permetto di dare un altro ordine, distinguendo, anzi che tre, due questioni:

1. se sia opportuno consolidare il debito fluttuante, o invece rinnovarlo riducendone gli interessi;

2. se sia opportuno rivalutare la moneta cartacea, o invece consolidarne la svalutazione.

La prima questione è — o almeno a me pare — abbastanza semplice. Che allo Stato convenga pagare, potendo, un interesse basso anzi che alto, è troppo naturale: parecchie risposte (Graziani, Prato, Griziotti, Borgatta, Terni) lo fanno ben rilevare. Che giuridicamente non vi sia ostacolo a ciò nel rinnovare il debito fluttuante venuto a scadenza o nel contrarne di nuovo — come, fin che il *deficit* dura, è da prevedersi che si faccia — non è discutibile. Che se ne avvantaggino anche le industrie — come taluno osserva (Michels, Terni) — e in generale i prestiti dei privati (Cogliolo), è subordinato alla condizione che la domanda di capitali ecceda, per quelle e per questi, l'offerta, mentre il contrario avvenga per lo Stato. E' quanto si è verificato dopo la moratoria della Banca Italiana di Sconto; e la riduzione degli interessi dei nuovi buoni del tesoro emessi o dei rinnovati, che allora intervenne, ebbe appunto anche l'effetto salutare di far riaffluire i capitali — direttamente o attraverso le banche — alla produzione. Che vi sia la possibilità tecnica di ridurre, in un avvenire più o meno prossimo, l'interesse del debito fluttuante, io penso di sì, posto che, per le ragioni sopra esposte, sia giustificata la previsione che il saggio dell'interesse si abbassi ulteriormente, e sono in ciò d'accordo con il Banchi e in disaccordo con il Loria il quale opina invece che le condizioni del mercato la rendano impossibile. La misura e il momento della riduzione dipenderanno sostanzialmente dalle circostanze. Troppo forte, la riduzione riuscirebbe certamente, come il Supino teme, pericolosa, che potrebbe rallentare seriamente la rinnovazione dei buoni che scadono; ma il giudizio sulla misura prudentemente consentita deve trarsi, non tanto dal confronto tra l'altezza del saggio dell'interesse attuale e quella del futuro, quanto dal confronto tra l'altezza dell'interesse che sarà accordato, nel momento futuro in cui la riduzione potrà essere attuata, dallo Stato e quello che sarà consentito nello stesso momento dagli investimenti produttivi dei privati, tenuto pur conto della maggiore o minore sicurezza di questi o di quelli.

Finché una ulteriore riduzione del saggio dell'interesse sul mercato del denaro sia da prevedersi, non vedo la convenienza di un consolidamento del debito fluttuante, né quella, affermata dai Banchi, dal Supino, dal Borgatta, di una trasformazione dei buoni ordinari del tesoro in buoni a più lunga scadenza. E' ben vero — come ricorda il Graziani — che la consolidazione del debito fluttuante, il quale non può essere estinto alla scadenza, costituisce un provvedimento elementare di corretta politica finanziaria, in quanto — co-

me osserva il Prato — essa elimina il pericolo di nuova emissione di biglietti. Ma il timore di una mancata rinnovazione alla scadenza dei buoni ordinari del tesoro non mi pare, nel momento attuale, fondato. Tale consiglio suppone, d'altra parte, che l'emissione del consolidato sia praticamente possibile, cosa di cui il Borgatta e il Bachi giustamente, a mio modo di vedere, dubitavano, e che il Loria e il Supino categoricamente escludevano. E' vero bensì che la riluttanza del capitale, in seguito alla scomparsa minaccia dell'imposta sul consolidato al portatore, può essere diminuita; ed è anche vero che il Loria e il Supino consideravano la proposta della emissione del consolidato come diretta a ritirare ad un tempo e i buoni ordinari del tesoro e la moneta cartacea sovrabbondante, mentre, accolta per quelli, ben potrebbe respingersi per questa, trattandosi di due operazioni ben distinte, come giustamente è osservato in parecchie risposte (Griziotti, Borgatta, Fanno); ma, in ogni modo, sta di fatto che sostituire con un prestito i 25 miliardi di buoni ordinari del tesoro non sarebbe facile impresa. Che, come osserva il Fanno, sia prima o poi inevitabile ricorrere a un prestito per consolidare il debito fluttuante, è certo; ma può essere conveniente tentare la consolidazione più tardi, quando la prevista discesa del saggio dell'interesse sarà avvenuta e lascerà nel pubblico il timore di una discesa ulteriore. In questo senso, può anche ammettersi, con il Michels, che la riduzione degli interessi del debito fluttuante possa facilitare più tardi il suo consolidamento.

Parlando di prestito, ho inteso finora, come si intende nella maggior parte delle risposte e come probabilmente intendeva Ella pure nel Suo questionario, riferirmi ad un prestito interno. L'idea di un prestito esterno è affacciata dal Griziotti e caldeggiata con un ragionamento fondato su di un equivoco manifesto. Egli propone prestiti all'estero emessi in oro e da rimborsarsi in oro, non a scadenza fissa, ma a quell'epoca, in cui il cambio sia ridotto alla metà dell'altezza attuale: e soggiunge: « un prestito di un miliardo di dollari collocato quando il dollaro si cambia con 20 lire, e rimborsato quando 10 lire bastano per acquistare un dollaro, lascia un margine di 10 miliardi di guadagno, sicché l'operazione non può non lusingare il paese mutuante e quello mutuuario a mettersi d'accordo ». Il ragionamento tornerebbe solo nell'ipotesi che le lire che si rimborsarono avessero lo stesso potere di acquisto delle lire che si intascano con il prestito, il che porterebbe alla conseguenza che il dollaro avrebbe perduto nell'intervallo una metà del suo potere di acquisto. Ma questa non è ipotesi ammissibile, nè è l'ipotesi da cui parte il Griziotti. Se si ammette invece, come egli fa, che il dollaro abbia conservato lo stesso potere di acquisto e la lira abbia raddoppiato il suo, per effetto di un miglioramento del cambio sull'oro, 20 miliardi di lire attuali corrispondono a 10 miliardi di lire future. La nazione restituirebbe all'estero esattamente quello che ha ricevuto a prestito. Ciò che è essenziale invero è il potere di acquisto della massa di dollari al momento che si riceve e al momento che si deve restituire: l'Italia guadagnerebbe se il potere d'acquisto del dollaro sul mercato nostro diminuisse, vale a dire se i prezzi in oro sul nostro mercato crescessero; lo Stato mutuante guadagnerebbe se il potere di acquisto del dollaro sul suo mercato crescesse, vale a dire

se i prezzi in oro sul suo mercato diminuissero. A breve scadenza, si può ammettere, che i prezzi sui mercati a valuta sana restino presso che stazionari; questa, come dicevo, pare l'attuale tendenza. Ma a lunga scadenza che cosa avverrà? L'incertezza della previsione porta oggi ad una aleatorietà nei prestiti all'estero a lunga scadenza, che li rende — a mio modo di vedere — sconsigliabili, per chi voglia fondare la ricostruzione del paese su basi sicure.

Ciò non toglie che un prestito all'estero a scadenza breve potrebbe presentare — dal lato finanziario — dei vantaggi. All'estero, e particolarmente agli Stati Uniti, il saggio dell'interesse, come il Griziotti ricorda, è stato notevolmente ridotto. Rimborsando il debito fluttuante all'interno mediante il ricavo di un prestito in oro, redimibile, contratto all'estero, lo Stato realizzerebbe un notevole risparmio nella misura degli interessi, oltre a sottrarsi all'alea — sia pure non grave — del rinnovamento del debito fluttuante venuto a scadenza. Contraendo ora un prestito redimibile all'estero, esso potrebbe rimborsarlo con l'emissione di un consolidato all'interno quando il mercato del paese lo consentisse e lo consigliasse.

Se l'industria e i commerci italiani provassero nel momento attuale serie difficoltà a rifornirsi di capitali, il progetto meriterebbe benevola considerazione, in quanto tale bisogno potrebbe venire soddisfatto dai capitali che gli attuali possessori dei buoni del tesoro verrebbero, dopo il rimborso, ad avere a loro disposizione. Ma non sembra che questo sia il caso. Conviene allora riflettere se il danno economico non neutralizzerebbe o supererebbe il vantaggio finanziario. Che cosa avverrebbe invero degli attuali possessori del debito fluttuante? Se, per ipotesi estrema, questi capitali non potessero accrescere per nulla la produzione nazionale, i cittadini vedrebbero diminuiti i loro redditi dell'ammontare a degli interessi, che non percepirebbero più; lo Stato risparmierebbe lo stesso ammontare a e spenderebbe l'ammontare b degli interessi del prestito estero. La nazione subirebbe così una perdita eguale a b . Se la produzione nazionale netta venisse invece aumentata di un ammontare c , la nazione in definitiva ci guadagnerebbe o ci perderebbe a seconda che c fosse maggiore o minore di b , vale a dire a seconda che l'aumento della produzione nazionale, determinato dai maggiori capitali posti a sua disposizione, fosse maggiore o minore dell'ammontare degli interessi da pagare all'estero. A eguale ammontare del prestito, il risultato, per la nazione, sarebbe in definitiva lo stesso se il capitale estero, anzi che dallo Stato, venisse mutuato dai produttori. Il primo sistema avrebbe il vantaggio di attribuire l'utile derivante dal più basso interesse del prestito estero allo Stato, anziché ai privati; a pari risultato economico, rappresenterebbe così un vantaggio finanziario. Ma il secondo avrebbe il vantaggio di lasciare giudici i privati, così della quantità di capitale estero che alla nazione fa bisogno, come della durata del prestito più conveniente per la produzione; ed è inutile dire che, in questo campo, i privati sono giudici molto migliori del Governo. Se a ciò si aggiunge che, dal punto di vista politico, la libertà di azione di un Governo di fronte all'estero resta diminuita, dai debiti verso l'estero dei suoi cittadini, molto meno che da quelli dello Stato, si viene alla conclusione

che, se debiti verso l'estero sono nel momento attuale convenienti, è in definitiva preferibile che essi vengano contratti da industriali e commercianti, piuttosto che dallo Stato.

Parlando, come sopra ho fatto, di una riduzione degli interessi del debito pubblico intendo riferirmi al debito fluttuante venuto a scadenza o di nuova emissione; l'idea di ridurre gli interessi su tutti i prestiti di guerra, nuovi e in corso, fluttuanti o consolidati o redimibili, che il Michels approva e il Sensini prende in considerazione come rispondente alla pratica dei Governi, è giustamente respinta dalla maggioranza delle risposte (Loria, De Pietri Tonelli, Borgatta, Fornasari di Verce). Essa equivarrebbe invero ad un ripudio parziale del debito pubblico. Sarebbe da parte dello Stato, un venir meno agli impegni presi, senza, d'altra parte, alcuna necessità; mancanza tanto più deplorabile in quanto ne verrebbero colpite proprio le categorie di ricchezza che più hanno perduto per effetto della svalutazione della moneta. Poiché conviene dire ben chiaro che il problema finanziario italiano è tutt'altro che insolubile nelle forme legali. Si tratta anzi, a mio modo di vedere, di un problema di assestamento di valori e di oneri fiscali comune a tutti i paesi che hanno presentato una notevole svalutazione della moneta, problema che verrà risolvendosi naturalmente tra non molto, ora che i prezzi si sono stabilizzati. Aggiungasi che pochi anni ci separano dalla data a cui si limita l'obbligo della inconvertibilità dei prestiti di guerra: e allora la conversione non sarà difficile se le previsioni sulla diminuzione del saggio di interesse si saranno verificate. E' ovvio, d'altra parte, che non si può identificare con la riduzione forzata dell'interesse l'assoggettare anche i proprietari di titoli di Stato, come ogni altro proprietario, alle imposte globali sul patrimonio e sul reddito, le quali devono naturalmente colpire ogni forma di ricchezza.

La questione sulla rivalutazione o sul consolidamento della svalutazione della moneta è un po' più complessa. Ma giova intanto constatare che le opinioni estreme non trovano più seguaci. Da una parte, non esistono più in Italia inflazionisti, ed è solo come curiosità che si ricorda un articolo, apparso in un quotidiano diffuso nella capitale, in cui si proponeva di sostituire con carta moneta, non ricordo bene se in tutto o in parte, il debito pubblico fruttifero. Dall'altra, sono pure scomparsi i deflazionisti ad oltranza, ed è con compiacimento che si constata come colleghi valorosi, che nelle commissioni del dopo-guerra e in articoli passati propugnavano con categorica sicurezza un rapido assorbimento, a miliardi, della carta moneta, restando sordi ad ogni obiezione, oggi più prudentemente si dichiarano partigiani di una rivalutazione graduale. Non vi è dunque bisogno di illustrare qui, ancora una volta, i danni che avrebbe il riprendere, senza necessità, una politica inflazionista, soprattutto per un paese, come il nostro, bisognoso di materie prime e di derrate alimentari per i consumi interni, nè quelli, che parecchie risposte richiamano, di una rapida deflazione. E diviene pure inutile esaminare se vi sarebbe oggi, come il Fanno ritiene ed altri mette in forse, la possibilità materiale di riassorbire, mediante un prestito, tutta la circolazione eccedente il fabbisogno. Ma anche una rivalutazione parziale e graduale della nostra moneta — che

dal punto di vista economico sarebbe stata forse augurabile nell'immediato dopo-guerra, quando il livello dei salari reali non era superiore al prebellico e il debito pubblico non era forse aumentato più rapidamente della svalutazione della moneta — oggi riuscirebbe, a mio modo di vedere, anche da questo punto di vista, pericolosa. Essa avrebbe infatti per effetto sicuro di accrescere la parte del reddito nazionale assorbita dalla mano d'opera, le cui mercedi, in regime di prezzi decrescenti, normalmente si riducono meno che proporzionalmente al livello dei prezzi. Ora ognuno sa che già ora, in regime di prezzi stazionari, il mercato degli affari è in crisi, ed io ho già avuto occasione di mostrare (2) come ciò dipenda sostanzialmente dal fatto che capitalisti e lavoratori assorbono una parte del reddito nazionale maggiore che nell'anteguerra, lasciando una parte minore alla classe degli imprenditori, l'organo propulsore della vita industriale e commerciale moderna. Rivalutare gradualmente la moneta significherebbe peggiorare vieppiù, sia pure gradualmente, la loro condizione; nè il lavorare con guadagni decrescenti o con perdite crescenti è condizione a cui ci si possa abituare! Basterebbero dunque queste considerazioni a far comprendere la debolezza, dal punto di vista economico, della posizione (ultima trincea — io mi auguro — in una battaglia perduta) assunta oggi dai deflazionisti, anche se non venisse di rincalzo l'obiezione di carattere finanziario. Poiché domandare allo Stato di riassorbire carta moneta finchè il bilancio è in *deficit* equivale a domandare di fare dei risparmi a chi è invece costretto, per non mancare ai propri impegni, a contrarre nuovi debiti. Le quali considerazioni ci dispensano dal discutere se sia da provvedersi alla deflazione mediante imposte o mediante prestiti — l'ipotesi di una rivalutazione con gli avanzi di bilancio, considerata dal Fanno, essendo naturalmente esclusa finché il bilancio è in *deficit*. I due mezzi, d'altra parte, differiscono solo apparentemente. Poiché, finchè il bilancio è in *deficit*, rivolgere il gettito di un'imposta, anzi che a coprire parzialmente il *deficit*, a ritirare carta moneta, significa non diminuire o aumentare il *deficit*, e quindi non diminuire od aumentare il debito, a cui, per saldare il *deficit*, bisogna far ricorso. Così che in questo, come nel caso della sostituzione diretta della carta moneta con un titolo del debito pubblico, alla massa monetaria riassorbita farebbe sempre riscontro una massa di debito aggiunta. Una parola voglio invece dire della proposta del Loria di una imposta annuale, applicata, se male non intendo, a tutti i cittadini detentori di carta moneta, in proporzione della carta moneta posseduta (3), allo scopo di ritirare e distruggere la

(2) Vedi *La crisi dei prezzi decrescenti e la difficile condizione degli imprenditori*, ne « L'Economista d'Italia », 31 Dicembre 1922.

(3) La proposta a cui il LORIA allude nella sua risposta è presentata nel volume *Le peripezie monetarie della guerra* (Treves, 1920), pagg. 139-144, in contrapposto all'idea di provvedere al riscatto della carta-moneta con un'imposta straordinaria sul capitale. Per usare le parole dell'A., converrebbe procedere « ritirando annualmente una frazione, per esempio il decimo, della massa totale di carta-moneta e decretando un solenne *auto-da-fè* contro la carta in tal modo introitata. Così, entro un decennio, tutta la mas-

carta esuberante, la quale imposta, egli dice, avrebbe il merito singolare di non essere pagata da alcuno. Questo è certamente vero nel senso che la contrazione della massa monetaria non fa di per sé diminuire la ricchezza di un paese, allo stesso modo che la sua inflazione non la fa aumentare; e sarebbe pur vero — nell'ipotesi, ammessa dal Loria, che il potere d'acquisto della moneta fosse, in modo esatto, inversamente proporzionale alla sua quantità — nel senso che scemando, come accrescendo, proporzionalmente la quantità di moneta posseduta da ciascuno, la ricchezza dei singoli rimarrebbe invariata, facendo astrazione dai rapporti contrattuali. Ma gli inconvenienti dell'uno, come dell'altro processo, derivano precisamente, come è ben noto, dalla impossibilità, per tutti i contratti in corso, e dalla difficoltà, per i nuovi, di adattarsi subitamente alle variazioni dei prezzi. Se, per ipotesi difficilmente praticabile, mentre si toglie una data frazione della moneta ai suoi detentori materiali, potesse imporsi a tutti i creditori — non esclusi, da una parte, gli enti pubblici, in quanto creditori dei tributi e, dall'altra, i detentori di titoli, in quanto creditori degli interessi maturati — di rinunciare ad una frazione equivalente delle somme pattuite od imposte nel precedente regime, tale inconveniente sparirebbe, ma la proposta del Loria verrebbe allora a equivalere a quella che impropriamente si chiama della svalutazione della moneta e di cui più innanzi discorreremo. Con l'una come con l'altra, infatti, a molta moneta cattiva, verrebbe a sostituirsi, nel possesso e nei pagamenti, poca moneta buona avente lo stesso potere di acquisto. La così detta svalutazione della moneta sarebbe però eseguita una volta tanto; la proposta del Loria invece condurrebbe, per un certo periodo, ogni anno al ritiro di una parte della moneta. E' difficile immaginare come ciò potrebbe avvenire, se non eseguendo la stampigliatura o la sostituzione della moneta in circolazione, operazioni troppo complicate e costose per poter essere utilmente rinnovate a così brevi intervalli.

Non pericolosa è certo la tesi, già affacciata da altri e sostenuta dal Garino Canina, di lasciare immutata la massa monetaria, aspettando che la rivalutazione della moneta avvenga naturalmente, per effetto di un aumento del volume degli scambi. Oggi non vi è da attendersi un'espansione del

volume degli scambi monetari: come mezzo di una rivalutazione immediata della moneta, a cui il Garino si dichiara favorevole, la proposta non risponde dunque allo scopo. Tanto meno vi risponderebbe se, per questa via, si pretendesse di ritornare alla parità, ch'è l'arrivarvi per essa, come ho altrove osservato (4), sarebbe forse affare di secoli, importando che gli scambi crescessero in Italia di 4 o 5 volte. Nè pare appropriato il richiamo alle guerre napoleoniche, e perchè le « altezze fantastiche », che i prezzi avrebbero allora toccato, erano poggi di fronte a montagne in paragone delle attuali, e perchè a quelle guerre seguì, per effetto dello svilupparsi della grande industria, un aumento degli scambi di cui per un avvenire, anche se non immediato, prossimo, è difficile presagire qualche cosa di equivalente. Certo è da prevedersi che il reddito e la ricchezza complessivi dell'Italia crescano, e per l'aumento sicuro della popolazione e per un augurabile aumento delle medie per testa, e tale incremento avrà per naturale effetto un incremento degli scambi; ma, d'altra parte, se vi è un ramo in cui un progresso pare certamente prevedibile in Italia, è quello delle operazioni di banca, che portano con sé un incremento della velocità della moneta e dei suoi surrogati, per modo che è ben difficile predire che cosa in definitiva avverrebbe, in un futuro remoto, dei prezzi se la massa monetaria restasse costante. Troppo ci interessa, d'altra parte, il presente per preoccuparci eccessivamente del lontano ed incerto avvenire. E, pel presente, come dicevo, la proposta equivale all'idea di lasciare tal quale, anzi che di rivalutare, la moneta. Se, d'altra parte, uno sviluppo degli scambi si verificasse a breve scadenza, ciò sarebbe indizio che l'attuale crisi di produzione è stata sorpassata; e perciò la proposta, come dicevo, nulla ha di pericoloso.

Essa forma il ponte di passaggio alla opposta sponda saldamente tenuta da coloro, i quali ritengono che la sola via saggia sia, non solo di non rivalutare la moneta, ma anzi di contribuire a rendere il più possibile stabile il suo potere d'acquisto.

Il meccanismo teoricamente più conducente allo scopo sarebbe quello, già propugnato da economisti di fama, come il Cassel, e da giornalisti brillanti, come il Barral, di far variare la quantità del medio circolante, emettendo nuova moneta cartacea quando i prezzi declinano e ritirandone quando essi ascendono. Per mio conto, io sarei restio ad affidare a qualsiasi organo, vuoi pubblico, vuoi privato, una così delicata e pericolosa funzione, una funzione di cui, sia pure a fini di bene, sarebbe tanto facile l'abusare. E credo che, anche dal punto di vista pratico, il sistema funzionerebbe meno bene di quanto teoricamente pensano i suoi sostenitori, i quali, come spesso avviene degli economisti, non accordano la dovuta importanza a un fattore che nella pratica è decisivo il tempo. Converrebbe infatti, per che i risultati fossero sicuramente vantaggiosi, che la reazione seguisse, se non immediata, molto rapida, mentre quanto sappiamo sugli effetti dell'inflazione e della deflazione fa pensare che essa si svolgerebbe solo lentamente: in definitiva, essa darebbe quindi luogo a un andamento dei cambi e dei prezzi ad ondulazioni forse non molto diverse da quelle che

sa cartacea creata dalla guerra verrebbe completamente distrutta ». Se — egli soggiunge più innanzi — l'imposta in discorso « gravasse tutti i cittadini proporzionalmente ai loro averi, ciascun d'essi si troverebbe a possedere una quantità di carta-moneta scemata in esatta proporzione all'aumento del suo valore unitario, quindi una capacità d'acquisto invariata; ossia dunque la ricchezza dei singoli cittadini ne rimarrebbe assolutamente inalterata ». Stando alla lettera di questo passo si potrebbe intendere che l'imposta dovesse essere proporzionale, non alla quantità di moneta posseduta da ogni contribuente, ma al valore complessivo del suo patrimonio; se non che in tal caso non si capisce in che cosa l'imposta divisata si differenzerebbe da un'imposta straordinaria sul capitale, che il Loria respinge, ed è poi evidente che essa non potrebbe mai raggiungere il risultato di scemare la quantità di carta-moneta di ciascun contribuente in esatta proporzione all'aumento del suo valore unitario.

(4) Cfr. « Metron », Vol. II, N. 1 e 2, pagg. 176-177, nota.

si verificano nelle condizioni attuali. Sarebbe, in ogni modo, bastato, a mio credere, il primo e più grave inconveniente a far scartare il progetto, che infatti non ebbe seguito. L'idea sembra oggi ripresa, nella sua risposta, dal Borgatta. Questi limita tuttavia la proposta a una riduzione limitata e rapida della circolazione nei periodi di sensibili movimenti all'aumento dei cambi e dei prezzi, senza enunciare esplicitamente la conseguenza di una nuova emissione quando prezzi e cambi comincino a ridiscendere, e accenna, d'altra parte, anche alla possibilità di far variare, in tal modo, il livello dei cambi in caso di mutamento delle condizioni del mercato, rendendo così ancor più delicata, e quindi più pericolosa, la funzione che sarebbe affidata agli organi regolatori della circolazione.

La proposta più discussa è quella detta della svalutazione della moneta, denominazione impropria, che non si tratta di svalutare la moneta, ma solo si tende a consolidare la sua svalutazione nei rispetti dell'oro, svalutazione che si suppone già intervenuta e stabilizzata, a prescindere naturalmente da oscillazioni di carattere accidentale e da ondulazioni stagionali. La proposta consiste nel rendere la moneta — oggi svalutata e inconvertibile — convertibile, almeno agli effetti dei pagamenti internazionali, in oro, ad un saggio desunto dall'attuale livello dei cambi o dei prezzi.

La riforma ha numerosi precedenti, fra i quali quelli moderni dell'Austria, della Russia e dell'Argentina sono i più noti e pure sembrano tuttora ignorati in taluna delle risposte a lei pervenute. Già durante la guerra tali precedenti sono stati richiamati dal Pareto. Subito dopo l'armistizio, io mettevo in luce i lati utili della riforma, riconoscendola tuttavia, per allora, prematura. Discussioni, se non profonde, vivaci, sorsero già di quegli articoli e si fecero, se non più profonde, più larghe dopo che il Cassel, in un rapporto alla Commissione finanziaria di Bruxelles, e il Pantaleoni, in un articolo che da questo prendeva occasione, e chi scrive in occasione dell'Inchiesta sulle materie prime della Società delle Nazioni, e il Keynes in previsione della Conferenza di Genova, e la Commissione finanziaria di questa stessa Conferenza, rimisero sul tappeto la questione, apparendo, tendenzialmente almeno, favorevoli al consolidamento della svalutazione.

Le risposte pervenute al Suo questionario sono forse, in maggioranza, contrarie alla proposta: fanno però eccezione quelle del Gobbi, del Fanno, del Sensini e, se non erro, in sostanza, anche quella del De Pietri Tonelli.

La obiezione più generale, e forse anche la più appariscente, è quella che trovo formulata nelle risposte del Bachi, del Savorgnan e dell'Arias, secondo i quali essenziale, per la regolarità della vita economica, è la stabilizzazione dei prezzi. Senza di questa — essi osservano — la riforma sarebbe inattuabile: quando essa si fosse già verificata, la riforma riuscirebbe inutile. Quanto ho detto al principio spiega però e, se non mi inganno, esaurientemente, come la stabilità dei cambi, e quindi dei prezzi, in un regime di carta moneta sovrabbondante e inconvertibile sia, per varie ragioni, molto minore di quella che si realizza in un regime aureo o di carta moneta convertibile in oro. Nel realizzare tale maggiore stabilità sta appunto il vantaggio della riforma.

Ma è fondato il timore di inconvenienti econo-

mici, di ostacoli giuridici o morali, di difficoltà tecniche insuperabili all'attuazione della riforma?

Non credo. Per ciò che si riferisce ai temuti inconvenienti economici, basterebbe la riflessione, quando non soccorresse l'esperienza delle avvenute riforme, per dimostrarne il poco fondamento. Non si tratta invero, come in qualche risposta si dice, di portare la lira a 20 centesimi. La lira-carta attuale resterebbe la lira attuale, e continuerebbe a valere 100 centesimi attuali e 25 centesimi circa di franco oro. Tutta la modificazione consisterebbe in ciò, che essa diventerebbe convertibile a vista, almeno per le necessità dei pagamenti all'estero, con 25 centesimi di franco-oro, e questo cambio resterebbe quindi, praticamente, stabilizzato. Ritirare le lire attuali o lasciarle invece in tutto o in parte in circolazione, introdurre, in sostituzione delle lire ritirate, una nuova lira-oro o un franco-oro o una moneta di nuovo nome — io proponevo quello di « vittoria » — che divenga la nuova base del sistema monetario, sono modalità del tutto secondarie della riforma. In realtà, quando si parla di « svalutazione » o di « sostituzione » o anche, senz'altro, di « consolidamento della svalutazione » della moneta, si usano espressioni, che, per essere brevi, riescono inevitabilmente più o meno inesatte. Si dovrebbe parlare invero di « ripresa di convertibilità della carta in oro, almeno per i fini dei pagamenti internazionali, ad un saggio inferiore alla antica parità e corrispondente a quello intorno a cui si è aggirato da tempo il cambio verso i paesi a moneta aurea o a quello corrispondente alla svalutazione della moneta cartacea sul mercato interno ». Non è quindi il caso di temere, per fenomeni di inerzia, alcun violento rialzo di prezzi, come fanno il Michels e il Fornasari di Verce; nè alcun sconvolgimento nel mondo degli affari o dei rapporti creditizi (Bachi), i quali rimarrebbero tal quali; e resta incomprendibile come il cambio si potrebbero deprimere (Michels) o la circolazione potrebbe peggiorare (Loria). L'ulteriore emissione di carta-moneta, a cui il Graziani accenna, dovrebbe andare esclusa, essendo questa, come vedremo in appresso, una delle condizioni della riforma; ma, in ogni caso, l'effetto immediato non sarebbe di rompere la nuova parità, ma di provocare, come diremo, un esodo di oro verso l'estero. I cittadini, infatti, dall'elevarsi dei prezzi interni, sarebbero stimolati a fare acquisti all'estero convertendo moneta in oro. La moneta rientrerebbe così nelle casse dello Stato in cambio dell'oro uscito, finché non si fosse nuovamente raggiunto l'equilibrio tra prezzi interni ed esterni. Solo nel caso che la riserva d'oro risultasse insufficiente, così da doversi sospendere la conversione, la nuova parità ne riuscirebbe rotta. Per contro nell'ipotesi, prospettata dal Borgatta, che, per cause interne, i prezzi diminuissero sul mercato nazionale, si avrebbe una importazione di oro — il quale sul mercato interno verrebbe ad avere un potere di acquisto superiore che sui mercati esteri — fino a ricondurre l'equilibrio. I ben noti meccanismi compensatori agirebbero a mantenere, entro i punti dell'oro, le oscillazioni del cambio e a livellare rapidamente sui diversi mercati il livello dei prezzi.

Qualora apparisse opportuno — e potrebbe esserlo per varie ragioni — di introdurre una nuova moneta, la sua effettiva messa in circolazione potrebbe essere preceduta dall'istituzio-

ne, per alcun tempo, di detta moneta come moneta di conto, al fine di abituare ad essa il pubblico. Così appunto si è fatto in Lettonia, dove i conteggi dei dazi doganali e delle imposte si fecero per parecchio tempo in « Lat », unità di conto corrispondente al franco-oro, nell'attesa di introdurre effettivamente in circolazione la moneta omonima. In base alla legge dell'agosto scorso, ciò deve essere ormai un fatto compiuto a partire dalla fine del '22. Un procedimento diverso fu seguito in Lituania. Là venne introdotta direttamente la nuova moneta (« Litas » di lituano, « Lit » in russo) — moneta, credo, cartacea — in quantità molto limitata ed insufficiente ai pagamenti, per i quali lo Stato la richiede. Coloro che non possono pagare in litas devono pagare in marchi a un tasso corrispondente al cambio di Berlino (il marco lituano equivale al marco tedesco, il quale viene pure accettato regolarmente per i pagamenti in Lituania) con l'aggiunta di una quota di assicurazione per mettere al coperto il Governo dal rischio di variazioni del cambio tra il momento del pagamento e il momento del cambio (5). In Lituania il provvedimento è stato probabilmente suggerito dal desiderio di porre rimedio agli effetti della svalutazione del marco tedesco, e in Lettonia pure la moneta di conto era stata introdotta quando il cambio della moneta nazionale oscillava fortemente per limitare l'incertezza delle previsioni finanziarie. Ma nulla impedisce che un provvedimento analogo sia preso per abituare la popolazione alla nuova unità di conto, corrispondente ad una data quantità di oro, salvo ad introdurla effettivamente nella circolazione più tardi, come si è fatto in Lettonia, fissando solo allora il suo rapporto con la lira carta.

Un'obiezione giuridica pare sia vista al provvedimento da coloro (Loria, Graziani, Griziotti, Toesca di Castellazzo) i quali dichiarano che esso costituirebbe un parziale fallimento o, peggio, un parziale bancarotta, per lo Stato. Questi autori dovrebbero per vero indicare, per che la loro obiezione

(5) Non è senza qualche meraviglia — trattandosi di uno scrittore di solito ottimamente informato degli avvenimenti economici internazionali — che, mentre sto rivedendo le bozze, leggo in un articolo del Keynes, riprodotto nell'« Economista d'Italia » (24 gennaio), che « nessun governo europeo si è finora dichiarato favorevole alla stabilizzazione della moneta, intesa tale stabilizzazione distinta dal miglioramento della moneta ». I governi della Lettonia e della Lituania l'hanno già attuata, come è detto nel testo. Il governo polacco ha già preparato da tempo la nuova moneta, denominata « Zlotis ». La stabilizzazione della moneta faceva pure parte integrante del progetto di ricostruzione finanziaria dell'Austria, preparato, col consenso del governo austriaco, dal Comitato finanziario della Società delle Nazioni (Cfr. per tutto questo « Metron » Vol. II, N. 1 e 2, pagg. 177), nè credo che l'idea sia stata abbandonata nei progetti successivi. La stabilizzazione della corona cecoslovacca era, almeno nel luglio 1921, nelle intenzioni dei circoli governativi del governo di Praga, ma non per un futuro immediato. A quanto scrive il Keynes, parrebbe però che questa intenzione fosse stata abbandonata dall'attuale ministro delle finanze; la rivalutazione della corona verificatasi negli ultimi tempi sarebbe anzi, a quanto egli afferma, dovuta ad un programma da lui perseguito di proposito (Cfr. « Economista d'Italia », 25 gennaio).

ne potesse parere fondata, o una disposizione di legge con cui lo Stato si è obbligato a rivalutare la moneta o una disposizione di legge con cui lo Stato riconosce forza legale di pagamento solo alla lira oro e non alla lira carta (6). Vero è che il decreto del 21 febbraio 1894, trasformato in legge il 22 luglio dello stesso anno, sospendeva solo temporaneamente l'obbligo del cambio dei biglietti a debito dello Stato in valuta metallica; ma chi volesse stare alla lettera della legge potrebbe pure rispondere che ciò implicava bensì che la convertibilità sarebbe stata ripristinata, ma non necessariamente che sarebbe stata ripristinata alla pari, e, a riprova che anche nell'intenzione del legislatore l'una cosa non implicava l'altra, potrebbe osservare che precisamente detta legge, mentre sospendeva il cambio per i biglietti di Stato, non sospendeva punto (e la relazione al detto decreto lo faceva notare espressamente) l'obbligo per gli Istituti di emissione di cambiare i loro biglietti in biglietti di Stato o in moneta metallica; ma in quest'ultimo caso dava facoltà a detti Istituti di esigere dal portatore dei biglietti il pagamento del prezzo del cambio delle specie metalliche, secondo la quotazione del giorno nella Borsa più vicina. Indipendentemente da tale argomento, è evidente che, se una nuova legge trasformasse la sospensione da temporanea in definitiva oppure ripristinasse la convertibilità in base a una nuova parità, si verrebbe a creare un nuovo stato di diritto, che escluderebbe di poter parlare, in senso giuridico, di fallimento o bancarotta. Meglio che dal punto di vista giuridico, la questione può dunque venire prospettata dal punto di vista economico. Per il quale è fondamentale l'osservazione che, consolidando la svalutazione della moneta, lo Stato in realtà nulla toglie al potere di acquisto di questa e nulla quindi sottrae attualmente ai suoi detentori: tutto ciò che ad essi toglie è la speranza che la moneta possa, in futuro, rivalutarsi rispetto all'oro.

Con tale rivalutazione, come io ho altra volta notato (7), e come giustamente ora nota il Fanno, si rimetterebbero bensì nelle condizioni primitive i detentori di carta moneta e di titoli che li posseggono fino da quando il potere d'acqui-

(6) Non credo però fondata la tesi svolta dal Bollaffio nella nota alla sentenza della corte d'Appello di Modena — 22 Giugno 1921, e riportata nella inchiesta del Suo giornale, secondo la quale non sarebbe valida la clausola, contenuta in un contratto di mutuo, per cui il debitore si obbliga a restituire il capitale ricevuto in carta moneta, secondo il listino ufficiale di borsa, al valore in moneta aurea che aveva la somma mutuata al momento della costituzione del mutuo. La tesi è basata sull'osservazione che in Italia vige il corso forzoso; ma che questo non impedisca clausole contrattuali del genere della suesposta è esplicitamente detto nella relazione al R. D. n. 50, 21 febr. 1894, che sospendeva il cambio in specie metalliche dei biglietti di Stato. La sospensione formale di questa disposizione — avverte infatti detta Relazione — non dovrà recare nessun mutamento nella disciplina del diritto comune intorno alla libera pattuizione delle specie utili ai pagamenti.

(7) Cfr. *Sul problema finanziario del dopo guerra*, in « Supplemento economico del giornale « Il Tempo » 3 marzo 1919, e in un volume pubblicato a parte nella Biblioteca di detto giornale, pag. 96.

sto della moneta si avvicinava maggiormente o corrispondeva al suo valore nominale, ma si verrebbero ad avvantaggiare d'altra parte tutti coloro — e data la rapidità di circolazione dei titoli e più della moneta, essi costituiscono la maggioranza — che ne hanno fatto acquisto posteriormente, quando la moneta era già svalutata. Che, tra questi, taluni o molti potessero credere nella rivalutazione, può darsi: essi potranno dire che sono fallite le loro speranze, ma non già che è fallito lo Stato. Che talune classi dalla rivalutazione trarrebbero vantaggio, già si è visto; ma compromettendo, come si è pur visto, tutta l'economia nazionale. A coloro che sostengono che la stabilizzazione equivarrebbe al fallimento, il Fanno bene risponde che la rivalutazione porterebbe pure — ed esplicitamente — al fallimento dello Stato. L'argomento migliore, invero, come altrove osservavo (8) — è pur sempre quello che, in questo come in molti altri campi, ogni soluzione presenta i suoi inconvenienti, e che conviene, fra tutte, scegliere quella che presenta inconvenienti minori!

E' infatti necessario che i possessori di titoli e di capitali liquidi e i creditori e coloro che dei loro interessi si preoccupano si rendano ben conto che il sistema produttivo di una nazione costituisce un tutto organico, risultato delle attitudini personali e delle risorse materiali della sua popolazione, che non può funzionare se non in determinate condizioni, l'una delle quali è di dare al capitale, esistente in una data quantità, una frazione del prodotto, che, se non è addirittura matematicamente determinata, non può tuttavia variare essenzialmente. Ora la quota che il capitale, pur non essendo materialmente cresciuto, assorbe sul dividendo complessivo delle industrie e dei commerci, è già più elevata — come si è visto — che nell'ante-guerra. Non si potrebbe accrescerla, per ora, maggiormente, con la rivalutazione, senza mettere in serio pericolo tutto l'organismo produttivo. Coloro (Arias, Masè Dari) i quali dicono che consolidare la svalutazione della moneta significherebbe consolidare la rovina, dicono bene, a parte l'esagerazione dell'espressione, se per rovina intendono la rovina dei capitalisti; essi devono solo soggiungere che oggi la rivalutazione segnerebbe la rovina generale dell'economia nazionale. E, ammesso che la rivalutazione non potrebbe essere che lenta e dubbia e lontana, come si può pretendere che, per essa, la nazione rinunci ai vantaggi che derivano da una circolazione a base aurea?

Chi guarda al fondo delle cose, comprende che ogni sforzo di una nazione, il quale importi una distruzione di beni, non può compiersi che a spese della ricchezza preconstituita o costituitasi nell'intervallo: tale fu, per la gran parte dei belligeranti, lo sforzo richiesto dalla guerra trascorsa: esso si fece a spese della ricchezza umana preesistente o venuta maturandosi — e il passivo è rappresentato dai milioni di morti e di invalidi della popolazione militare e civile — e a spese della ricchezza materiale preesistente o venuta formandosi — e il passivo è in gran parte rappresentato dai miliardi di perdite subite dai capitalisti per la svalutazione della moneta. E' vano e pericoloso coltivare l'illusione di ricreare il distrutto: come non si risuscitano i morti, così non si può risuscitare il capitale distrutto su troppo vasta scala:

tentarlo significa tentar di dissanguare gli elementi vivi della produzione, da cui la ricostituzione dell'economia nazionale può solo aspettarsi. Uomini e capitali si ricostituiranno bensì, ma per nuovi atti produttivi. Anche gli organismi economici hanno le loro leggi di vita, meno rigide di quelle degli organismi individuali, ma pure non superabili!

Essenzialmente diversa dalla condizione dell'Italia è ed era, come giustamente fa notare il Fanno, quella dell'Inghilterra; e non solo perchè, come egli avverte, la percentuale della svalutazione era di tanto minore, ma anche perchè la parte del suo capitale, che la guerra aveva assorbito restava, in rapporto alla sua ricchezza, di gran lunga inferiore a quella dell'Italia, e perchè infine le stesse cause della svalutazione erano notevolmente diverse, dipendendo, più che da una eccessiva emissione di carta moneta, da uno sbilancio nei pagamenti internazionali, destinato rapidamente a sparire, e dalla conseguente proibizione di esportazione dell'oro.

Prospettano un riflesso sbiadito della precedente tesi coloro i quali, senza fare della svalutazione una questione giuridica, ne fanno una questione politica e si preoccupano del prestigio della nazione. In verità, io non capisco come possa giovare di più al prestigio di una nazione avere una moneta che si cambia in oro a un saggio che varia tra il 20 e il 30 per cento piuttosto che avere una moneta che si cambia al saggio fisso, poniamo, del 25 per cento. C'è — si dice — all'estero la speranza che essa si rivaluti. Questa vi è certo in coloro che per speculazione detengono la nostra moneta; ma, nella massa del pubblico, non credo, e penso che chi all'estero è stato, ne debba essere, quanto me, persuaso. Deve, d'altra parte, tenersi presente che la speranza del rialzo, in quanto esista, è, sia all'interno che all'estero, già scontata nella quotazione del cambio attuale. E' questa verità — se non erro — che il Gobbi riconosce nella sua risposta. D'altra parte i più vicini e meglio noti esempi storici di riforme monetarie — quelli dell'Austria (1892), della Russia (1897), dell'Argentina (1899) — non ci mostrano affatto che il prestigio della nazione sia stato scosso dalla riforma monetaria. Pare piuttosto che questa abbia segnato l'inizio di un periodo rigoglioso per l'economia dei paesi che l'attuaron.

Vi sono infine le obiezioni tecniche. Al qual proposito conviene distinguere due progetti di consolidamento della svalutazione: quello che si fonda sopra la convertibilità della moneta in oro all'interno, per il quale vi è quindi bisogno di consolidare la svalutazione della moneta in base al livello dei prezzi interni e si deve prevedere la costituzione di ingenti riserve d'oro; e quello, invece, che si basa sopra la convertibilità della moneta in oro ai soli fini dei pagamenti internazionali, progetto il quale presuppone il consolidamento della svalutazione sulla base del cambio ed esige riserve d'oro molto minori, sufficienti, cioè, a coprire soltanto i passeggeri deficit della bilancia dei pagamenti. Il primo progetto presta certamente il fianco ad obiezioni plausibili: l'Arias insiste sopra una di esse: la nessuna garanzia che la riserva possa bastare a far fronte alle richieste di conversione. Ve ne sono altre: l'arbitrarietà del saggio di conversione, difficoltà che il Graziani ha ragione di segnalare, in quanto egli si riferisca a questo progetto; poichè in verità, nè per l'Italia

(8) « Metron », Vol. II, N. 1 e 2, pag. 176.

nè per altri paesi, si posseggono numeri indici ponderati del potere d'acquisto della moneta usata negli scambi, attendibili al punto da poter servire di base sicura a così delicata operazione. Un altro inconveniente — e gravissimo — della svalutazione attuata sotto tale forma sarebbe quello di abolire *ex abrupto* la differenza tra prezzi interni e prezzi esterni portando così un contraccolpo forte all'economia degli Stati che da tale differenza ora traggono stimolo alle esportazioni. Col secondo progetto, il saggio di conversione è invece indicato di per sé dalla media delle quotazioni lungo il periodo di tempo in cui il cambio è stato relativamente stabile, la riserva d'oro necessaria è relativamente piccola, la scomparsa della differenza tra prezzi interni e prezzi esterni avverrebbe solo gradualmente.

I meccanismi per mantenere una moneta ad una data parità per mezzo della sua convertibilità in oro nei pagamenti internazionali, sono ben noti: la Grecia e l'India ne hanno dato, con sistemi diversi, esempi bene riusciti. Queste ed altre modalità, con cui si potrebbe pensare ad attuare la consolidazione della svalutazione della moneta, furono esposte, in forma limpida ed istruttiva, in una dissertazione presentata mesi or sono al concorso per la ricostruzione, bandito dal giornale « Il Mondo », da un noto economista, che, più che nascondersi, si palesava sotto il trasparente anagramma di Ennio Bracero. Sarebbe da augurarsi che tale studio fosse — almeno per questa parte — pubblicato, in modo da fornire mature conoscenze ai tanti che si interessano a questa importante materia. Per ciò che riguarda in particolare la fissazione del saggio di conversione, se ne esagera senza ragione la difficoltà in taluna delle risposte (Borgatta). Non si tratterebbe infatti di scegliere tra le varie medie mensili del cambio, molto diverse, come si osserva, l'una dall'altra; ma di prendere, per esempio, per l'Italia, la media delle quotazioni mensili, la quale rispetto alla parità del dollaro, non presentò valori molto diversi nei tre ultimi trimestri del 1920 (431), nel 1921 (455) e nel 1922 (409). Ottimamente si potrebbe adottare la media delle quotazioni a partire dall'aprile 1920. Nè maggiore fondamento ci pare abbia l'affermazione del Griziotti che il nuovo punto d'equilibrio non sia certo dato dalla condizione attuale. Tale affermazione potrà riuscire simpatica da un punto di vista patriottico, ma, se noi consideriamo i fatti obiettivamente, abbiamo invece proprio ragione di pensare, come si è spiegato da principio, che siamo ormai in una condizione di equilibrio, il quale naturalmente non significa assoluta immobilità.

E da avvertirsi che i progetti più noti della svalutazione della moneta, sia quello presentato alla Società delle Nazioni, sia quello formulato dal Keynes in occasione della Conferenza di Genova, sia quello presentato alla Conferenza dalla Commissione finanziaria sono tutti del secondo tipo, in quanto propongono di stabilire la nuova parità in base al livello del cambio e di ammettere la conversione della carta in oro ai soli fini dei pagamenti all'estero. Le obiezioni dell'Arias e dei Graziani perdono dunque di valore in quanto riferite a questi progetti.

Con tutto ciò si è molto lontani dal dire che la svalutazione della moneta sia senz'altro consigliabile in Italia. Essa abbisogna anzi di condizioni ben precise, talune delle quali, inderogabili,

in Italia esistono; mentre qualche altra, alla cui assenza si può porre rimedio bensì, ma non senza spesa, per l'Italia non esiste.

La condizione fondamentale, che per l'Italia esiste, è che il cambio sia relativamente stabile da parecchio tempo. Da noi, nel senso che ho spiegato principiando, lo è da oltre due anni e mezzo.

Si suol dire essere necessario che la bilancia dei pagamenti internazionali sia in pareggio o almeno in approssimativo pareggio. Ciò è esatto, poichè, se la circolazione a base aurea permette, per il noto meccanismo compensatore, che agisce attraverso il dislivello dei prezzi, di correggere un lieve deficit nella bilancia dei pagamenti, non può invece bastare ad eliminarne uno troppo forte, il quale avrebbe quindi per conseguenza l'esaurimento e l'emigrazione all'estero della riserva d'oro. Se non che il deficit della bilancia dei pagamenti non deve naturalmente desumersi dal deficit della bilancia commerciale: e ciò in Italia soprattutto. In generale la circostanza che il cambio non mostri una tendenza al peggioramento può bene interpretarsi come l'espressione di una bilancia dei pagamenti approssimativamente in pareggio. Io ho inteso enunciare da un collega, perito alla Conferenza di Genova, il dubbio che, per l'Italia, tale pareggio si ottenga solo mediante una notevole esportazione di valuta nazionale fatta dagli speculatori esteri. Non credo il dubbio fondato. L'esportazione continuata di valuta nazionale non può (salvo circostanze eccezionali, come potrebbe essere quella di disponibilità di capitali continuamente rinnovantisi sui mercati stranieri, o di fiducia di questi nella valuta nazionale continuamente crescente) avvenire che mettendo a contributo successivamente strati di speculatori più e più restii e quindi offrendo loro la valuta a condizioni sempre più vantaggiose, abbassando, in altre parole, il cambio nazionale. Dove il cambio è da parecchio tempo relativamente stabile, questa ipotesi può di solito escludersi. Per ciò che riguarda l'Italia, può aggiungersi che la nostra circolazione si può dire stazionaria da circa due anni e mezzo, per modo che una esportazione notevole e continuata di carta moneta, senza una successiva importazione, avrebbe avuto per conseguenza di determinare una riduzione della circolazione interna, tendendo così ad abbassare i prezzi interni e ad accentuare la differenza tra questi e i prezzi esterni, risultati che non si sono verificati e che anzi sono in contrasto coi fatti.

Altra condizione, che ordinariamente si pone, è quella del pareggio del bilancio, per garantire che il Governo non sia costretto ad emettere nuova carta-moneta, la quale, quando non l'inducesse a sopprimere la convertibilità in oro per i pagamenti internazionali, stimolerebbe, data la fissità del saggio di conversione, gli acquisti all'estero, esaurendo la riserva d'oro. E' esplicitamente per questo, — e non già per voler far precedere la stabilizzazione da una rivalutazione della moneta, come il Garino Canina mostra di intendere — che la Commissione finanziaria della Conferenza di Genova domandava l'equilibrio del bilancio. A dire esattamente, anzi, essa domandava, non l'equilibrio del bilancio, ma il bilancio delle « spese annuali dello Stato, senza la creazione di nuovi debiti che non siano coperti da nuove attività ». Uno Stato, che abbia un deficit e lo copra con debiti all'interno o all'estero di cui possa garantire il servizio degli interessi e, in

caso di debiti fluttuanti o redimibili, il rimborso con le entrate ordinarie, può eseguire la riforma monetaria con perfetta sicurezza di non doverne poi arrestare il meccanismo. Ed io credo che anche lo Stato italiano potrà mettersi, e si metterà rapidamente, in tale condizione. Potrebbe anzi osservarsi che già da tempo la nostra circolazione monetaria è stazionaria e che, in generale, la stazionarietà del cambio esclude che l'inflazione monetaria cresca; ma questo non sarebbe un argomento decisivo, poichè il fatto che ciò non sia avvenuto in passato, non esclude, salvo nelle condizioni sopra enunciate, che possa avvenire nel futuro. Il ranno appunto osservava, a questo proposito, che l'enorme massa del nostro debito fluttuante e il deficit del nostro bilancio possono imporre presto o tardi nuove emissioni di carta. Se non che conviene pure tener presente che chi pretende di agire sempre con una sicurezza assoluta, molte volte finisce col rinunciare anche alle migliori iniziative. E, poichè da una parte, come già osservavo, nulla oggi fa prevedere una seria difficoltà a rinnovare i buoni del tesoro e, dall'altra, tutto fa pensare che il nostro bilancio sia avviato verso il pareggio, non credo che tali ipotetiche eventualità dovrebbero distoglierci dal preordinare, in Italia, la riforma monetaria. La quale, naturalmente, è provvedimento che non si può attuare senza una ponderata preparazione. E' ovvio, d'altra parte, che l'impossibilità di agire con sicurezza assoluta non deve distogliere dal prendere tutte le possibili precauzioni. Una delle quali — mi fu fatto giustamente osservare — può essere quella di attendere che la riduzione del saggio dell'interesse dei buoni del tesoro, che oggi si giudica possibile in un prossimo avvenire, sia attuata, o che, venute meno le previsioni su cui tale giudizio si fonda, ad essa si rinunci. E ciò per eliminare l'eventualità — che, se pure improbabile, non deve trascurarsi — che tale operazione renda necessaria, in seguito alla mancata rinnovazione di una parte notevole di buoni del tesoro, l'emissione di una quantità notevole di certa moneta che turbi l'equilibrio del nuovo sistema monetario.

Una circostanza, che molti Stati devono tener presente, è la differenza tra i prezzi interni e gli esterni. E' questa, come si sa, dannosa ai paesi a valuta apprezzata in quanto ne ostacola le esportazioni; è dannosa altresì ai paesi a valuta deprezzata, che hanno bisogno di importare in grande quantità, per i consumi interni, sia materie prime e derrate alimentari, sia prodotti finiti da paesi a cambio elevato; in tali condizioni sono, ad esempio, l'Austria-Ungheria e anche l'Italia; è utile, in un periodo, come l'attuale, di crisi di sbocchi, ai paesi a moneta deprezzata, come la Germania e la Polonia, che di materie prime e derrate alimentari dall'estero abbisognano meno, mentre in grande quantità ne esportano o riesportano, dopo averle lavorate, in prodotti semi-finiti o finiti. La convertibilità in oro della moneta all'interno in base al livello dei prezzi interni la abolirebbe, come si disse, di colpo. Essa frenerebbe così le esportazioni degli Stati che se ne avvantaggiano e stimolerebbe quella degli Stati che ne risentono danno: avrebbe perciò avvantaggiato grandemente i commerci dell'impero britannico, ai quali forse pensava in modo speciale il Keynes quando poneva tra gli scopi precipui del suo progetto quello di riprendere e aumentare i traffici internazionali. Ma avrebbe danneggiato altri paesi e ciò fu

una delle cause che contro il suo progetto suscitarono larghe diffidenze. Ingiustamente, però, a mio modo di vedere, in quanto il Keynes pure proponeva, come si è detto, non la convertibilità in oro della moneta all'interno in base al livello dei prezzi; ma la convertibilità in oro della moneta per i pagamenti esteri sulla base del cambio. Questa tenderebbe pure ad eliminare le differenze tra prezzi interni e prezzi esterni permettendo ai noti meccanismi equilibratori di assumere maggior rapidità ed efficacia: la eliminerebbe però gradualmente. Si noti, d'altra parte, che, quando in un paese il cambio non ha peggiorato sensibilmente durante un lungo periodo di tempo, la differenza tra prezzi interni o prezzi esterni si deve essere venuta sostanzialmente correggendo. Tale è appunto il caso dell'Italia. Il timore del Borgatta che ciò sia stato reso impossibile dalle oscillazioni del cambio avvenute negli ultimi 18 mesi non è giustificato, in quanto ciò che impedisce che i prezzi interni di un paese a moneta deprezzata raggiungano gli esterni non sono le oscillazioni accidentali o periodiche del cambio, ma la tendenza di questo ad inasprirsi maggiormente, che in Italia non si è certo verificata. Qualora scomparisse la differenza tra prezzi interni e prezzi esterni, l'Italia non avrebbe, d'altra parte, per le ragioni esposte, che da avvantaggiarsi.

Tutte le circostanze sopra ricordate sembrerebbero dunque consigliare di addivenire a non lunga scadenza alla consolidazione della svalutazione monetaria in Italia e di preordinare fin da ora i provvedimenti necessari alla riforma. La circostanza che lascia incerti in proposito è la presenza all'estero o l'appartenenza a stranieri di una quantità, che si dice notevole, di valuta nazionale. Il Pantaleoni scriveva recentemente che egli la giudicava di 7 miliardi e l'Einaudi invece di 3 o 4 (9) senza accennare però ai metodi seguiti per arrivare a tali cifre. Il silenzio sui metodi e l'enorme discordanza dei risultati lasciano incerto il lettore sulla loro attendibilità. L'argomento è, d'altra parte, oltre che difficile, troppo importante per che non ci si debba augurare di veder fatta su di esso qualche maggior luce. Ai fini che qui ci occupano sarebbe desiderabile anche distinguere, nella valuta detenuta all'estero, due categorie: quella tesoreggiata dai nostri connazionali, o in attesa di fare delle rimesse in patria o in attesa di un più o meno prossimo ritorno, e quella detenuta dagli speculatori nella previsione di una più o meno lontana ascesa del cambio. Qualora avvenisse la consolidazione del deprezzamento, verrebbe a mancare per gli speculatori ogni ulteriore ragione di trattenere la valuta; lo Stato dovrebbe dunque essere preparato o a ritirarla, prima, mediante un prestito, o a convertirla, dopo, al saggio fissato. Eguale stimolo non avrebbero invece i connazionali

(9) Cfr. *A proposito di speculazione sui cambi*, in « Rivista Bancaria », 20 Novembre 1923. — E' possibile che in tali cifre, oltre la valuta nazionale che sta all'estero o trovasi materialmente in proprietà di stranieri, si volessero comprendere anche i crediti liquidi di stranieri in moneta italiana, di cui questi, pur potendolo fare, non domandano il pagamento, nella speranza di un miglioramento del nostro cambio. Ai fini che qui ci interessano, le due partite meritano effettivamente la stessa considerazione.

li che hanno tesoreggiato la valuta per inviarla o portarla in patria: basterebbe una piccola tassa posta alla conversione per far sorgere in essi l'interesse a non eseguirla. Dato che una distinzione, anche approssimativa, tra le due categorie non sia possibile, l'ammontare della valuta detenuta all'estero deve riguardarsi come un limite superiore dell'ammontare della valuta che lo Stato, per eseguire la svalutazione, deve essere preparato a riassorbire con un prestito, o a convertire. E naturalmente la convenienza della operazione dipenda essenzialmente da questo ammontare. Se esso fosse veramente dell'ordine di grandezza della cifra indicata dal Pantaleoni o anche di quella indicata dall'Einaudi, io, personalmente, non riterrei ancora venuto il momento per attuarla.

Non voglio tacere di un'altra proposta, che ho visto avanzare da varie parti, per quanto, se mal non ricordo, con particolari non esaurienti. Essa porterebbe a stabilire successivamente diversi saggi di conversione sempre più elevati. Suppongo che il primo saggio dovrebbe essere eguale alla media dei cambi correnti, che l'adottare una media diversa, troppo alta o troppo bassa, importerebbe un turbamento facilmente comprensibile nell'equilibrio dei prezzi, e quindi nel commercio internazionale. E suppongo pure che un saggio più favorevole si dovrebbe, secondo la proposta, adottare quando, al saggio precedente, la parte attiva della bilancia dei pagamenti internazionali eccedesse sulla passiva. L'effetto utile di questo sistema potrebbe essere quello di trattenere gli speculatori esteri dal domandare la conversione al saggio attuale, nell'attesa di un più favorevole saggio futuro. Dubito però che il sistema raggiungerebbe anche questo scopo. In un regime aureo o di carta moneta convertibile in oro, infatti, gli squilibri lievi della bilancia dei pagamenti tendono a compensarsi rapidamente: dubito che, nei paesi che oggi possono pensare al consolidamento della svalutazione, si avvererebbe uno squilibrio tale da rendere possibile una elevazione del saggio di conversione: dubito che, quando la elevazione fosse possibile, lo Stato vi si deciderebbe per essere fedele al sistema propostosi, posto che tale elevazione, ostacolando le esportazioni e facilitando le importazioni, verrebbe a danneggiare l'economia nazionale. E perciò dubito che gli speculatori farebbero molta fidanza su tale eventualità. In ogni modo, non credo che il vantaggio, che ne potrebbe derivare, compenserebbe mai il danno dell'incertezza che peserebbe sul mondo degli affari per la possibilità di una futura modificazione del saggio di conversione, danno che annullerebbe, in gran parte almeno, i vantaggi di stabilità e di sicurezza che la riforma monetaria sarebbe diretta ad assicurare.

Prima di chiudere, desidero fare due osservazioni.

L'una è che la contemporanea attuazione della riforma monetaria in parecchi Stati sarebbe certamente desiderabile, ma non rappresenta affatto, come anche in talune delle risposte (Masè Dari) si mostra di credere, una condizione essenziale. Nessuna delle condizioni teoriche sopra esaminate la implica. L'esperienza mostra in modo non equivoco come la riforma ben possa riuscire anche se eseguita da un solo Stato: anzi finora credo che essa sia stata sempre eseguita da uno Stato soltanto.

La seconda osservazione è che alla riforma mo-

netaria non bisogna domandare più di quanto essa possa dare. Il Loria sollevò altra volta contro di essa la considerazione che essa non avrebbe completamente stabilizzato i prezzi: no certo. Essa è diretta, e vale, a eliminare solo le variazioni dei prezzi che non dipendono da variazioni nel potere di acquisto dell'oro. La stessa obiezione fa capolino in taluna delle risposte (Michels). Ma non è obiezione decisiva. Non si può negare infatti che rendere stabile il cambio sull'oro ed eliminare così le variazioni dei prezzi dovute oggi alle sue oscillazioni rappresenterebbe già un bel vantaggio.

Allo scopo, diverso, di stabilizzare i prezzi in oro sono dirette, come è noto, varie proposte degli economisti. Ha suscitato molto rumore, negli ultimi anni prima della guerra, quella, ripresentata dal Fischer, di mutare il contenuto in oro dell'unità monetaria. Più pratica sembra la vecchia proposta, scaturita dopo le guerre napoleoniche, di far variare l'ammontare nominale dei debiti, dei crediti, degli stipendi, in base ai numeri indici dei prezzi. Certo nessun periodo come il dopoguerra attuale sarebbe stato adatto a realizzare tale idea. E conviene d'altra parte riconoscere che, se essa si attuasse in forma generale e obbligatoria, la proposta riforma monetaria diverrebbe, se non superflua, certo meno utile. Ma al suo avverarsi, in tale forma, i tempi non sembrano ancora maturi. Di essa si hanno però larghe applicazioni nella pratica contrattuale: nella revisione dei salari e degli stipendi, infatti, e nelle stipulazioni dei contratti tutti guardano ormai ai numeri indici, come ad una sicura norma direttiva. Sono là i frutti di idee seminate un secolo fa e riapparse poi a varie riprese. Pur nel mondo delle idee, nulla va completamente perduto. E anche le discussioni sulla svalutazione della moneta, che Ella ha nuovamente provocato, se oggi potranno rimanere in Italia prive di pratica applicazione, non mancheranno di lasciare, o approfondire, nel mondo delle idee, un solco da cui potrà nell'avvenire germogliare qualche frutto.

Mi permetta, Illustriss. Sig. Direttore, di chiudere la mia lettera con questo augurio, che vuole anche essere un plauso alla Sua iniziativa.

CORRADO GINI

Risposta del Prof. Roberto Michel

Essendo stato invitato di dare il mio parere circa le tre domande poste dalla direzione dell'*Economista*, mi piace dichiarare che mi trovo di accordo col punto di vista emesso dall'Einaudi (1), quando dice essere oggi due pericoli gravi tanto la teoria del ritorno, entro un periodo relativamente breve, all'antica parità, quanto la stabilizzazione definitiva della lira ad un nuovo livello.

Un ritorno troppo repentino all'antica parità — posto che sia praticamente possibile, stante il grado attuale di svalutazione della lira, risalire così presto la corrente per tutto il lungo tratto percorso — certo non potrebbe non comportare i pericoli additati anche da altre autorità in materia finanziaria come il Keynes, il Cassel, il Pantaleoni ecc., conducenti ad una grave crisi economica generale nonchè ad un aggravio enorme per il bilancio governativo.

(1) Nella sua postilla all'articolo del Keynes; su « I Risultati finanziari di Genova », nel *Corriere della Sera* del 29 aprile 1922.

D'altra parte tuttavia non mi sentirei di aderire alle idee espresse dai periti di Genova, che si credevano in dovere di suggerire ad un paese la valuta la quale dimostri la tendenza ad una certa stabilità relativa sopra un livello talmente inferiore all'antica parità da necessitare, per il ritorno ad essa, un processo lungo e penoso, la stabilizzazione immediata della sua valuta su questo nuovo livello ribassato. Secondo l'avviso espresso dalla Commissione, il paese che volesse arditamente prendere l'iniziativa per assicurare, col mezzo della fissazione di una nuova parità, uguale o vicina al valore raggiunto nella stabilità relativa, alla sua valuta una immediata stabilità in oro, contribuirebbe a migliorare sensibilmente la sua economia interna e renderebbe un servizio importante alla ricostruzione europea. Le ragioni che mi trattengono dall'aderire incondizionatamente a questa raccomandazione sono diverse.

Prima di tutto non mi pare che la svalutazione debba sempre ed in ogni caso assicurare l'immediata stabilità assoluta della valuta. Direi anzi che essa potrebbe eventualmente avere anche un effetto contrario. Gli è che quantunque la svalutazione in fondo altro non faccia che legalizzare uno stato di cose già prodottosi, e non distrugga perciò in verità alcun valore della moneta un carattere ufficiale e duraturo la svalutazione rende maggiormente palese, agli occhi del pubblico detentore dei biglietti ed altri titoli svalutati, il danno da esso subito nel passato. Epperò tale misura toglierebbe al pubblico la speranza in un miglioramento avvenire. Lo stato d'animo quale emanerebbe dalla certezza dolorosa della perdita definitiva potrebbe a sua volta menomare la fiducia generale, anche nella stabilità della valuta risanata, deprimendo così nuovamente il cambio. Infatti si è visto, per esempio, precipitare la valuta tedesca allorché fu messo sul tappeto il progetto Erzberg per lo scompiglio dei biglietti di banca germanici, vale a dire alla sola minaccia di una svalutazione ufficiale della moneta.

In secondo luogo conviene tener presente il fatto che ogni singola valuta riveste un valore relativo, non dipendente unicamente dal rapporto che corre tra la quantità dei biglietti emessi e la copertura metallica, ma dipendente pure dal movimento descritto dalle valute degli altri Stati, nonché dal valore dell'oro nel mercato mondiale, il quale ultimo, come si sa, è stato soggetto in questi anni ad oscillazioni relativamente molto forti. Né vi è luogo di credere che si riuscirà, in un avvenire prossimo, a ridare al prezzo dell'oro l'antica sua stabilità. Ed è anche per questo che al governo il quale volesse davvero prendere per primo l'iniziativa della svalutazione, correrebbe il grave pericolo di vedere paralizzati tutti i suoi sforzi diretti alla stabilizzazione della sua valuta, da fattori che si sottraggono completamente al suo controllo ed al suo potere.

Quanto poi a quell'altro fattore, pure importantissimo per la sua azione sul cambio, il quale è costituito dalla bilancia del commercio, esso pure non cesserà, anche a svalutazione compiuta, di esercitare il suo influsso. Ed è qui appunto che mi pare possa presentarsi un altro pericolo nato dalla stabilizzazione ufficiale, in quanto che questa probabilmente produrrà, sul mercato interno, piuttosto un rialzo dei prezzi, rialzo il quale a sua volta potrebbe ostacolare l'esportazione e così far pendere la bilancia del commercio in senso sfavo-

revole e deprimente sul cambio, annullando in tal modo una parte dei risultati buoni ottenuti dalla svalutazione. Presumendo poi una eventuale sostituzione dell'antica moneta svalutata con moneta nuova, per esempio nella proporzione di 1 a 10, non è da attendersi che gli stessi oggetti i quali in moneta antica costavano 2.000, ora si potranno avere subito in moneta buona, a 200, manifestandosi invece quel fenomeno che il Gini giustamente chiamò « l'inerzia dei prezzi » (1), questi prima di livellarsi definitivamente oscilleranno tra il 200 ed il 2.000, a danno, naturalmente, della loro capacità di concorrere sul mercato mondiale.

Dato dunque il pericolo che la svalutazione della lira, oggi, potrebbe facilmente mancare l'effetto desiderato, essa costituirebbe, per ora, un sacrificio inutile, sia pure soltanto di amor proprio e di prestigio — essendo il sacrificio effettivo già compiuto dalla realtà inesorabile delle cose, — senza vantaggio desiderato. Innegabile viceversa è il dovere, che incombe al governo, di contribuire, da parte sua, con tutti gli altri mezzi nel suo potere, alla stabilizzazione provvisoria della valuta cercando cioè di sostenerla, avviandola poi ad una rivalorizzazione graduale, lenta e regolare, in modo da evitare sbalzi troppo bruschi, deleteri per la vita industriale e commerciale del paese. Se in tal modo si arrivi — in un avvenire più o meno prossimo — a raggiungere l'antica parità coll'oro o meno, mi pare sia questa una questione di assai minore momento. Quel che importa si è di cercare di ristabilire l'equilibrio nel rapporto tra i prezzi di tutti i beni diversi che costituiscono il patrimonio della nazione; raggiunto questo fine, poco importa quale sia allora il livello dei singoli prezzi stessi.

La strada che conduce a questa mèta è quella che conduce attraverso la maggior possibile economia, non disgiunta da una politica finanziaria atta a sorreggere ed incoraggiare la vita economica ed industriale del paese. Ora, una tappa necessaria su questa strada mi pare sia segnata dalla riduzione degli interessi da corrisondersi sui prestiti, la quale da una parte determina un'economia sensibile nelle spese del governo e dall'altra parte giova agli interessi dell'industria nazionale. Gli è che i risparmi nazionali, non trovando più, nei titoli dello Stato, redditi non soltanto più sicuri, ma anche più alti di quel che l'industria attualmente è in grado di offrir loro, riaffluiranno di nuovo più facilmente a questa, mettendola così in grado di procurarsi i fondi necessari ad un saggio di interesse moderato, tale da permetterle di superare vittoriosamente la crisi attuale.

L'emissione di un nuovo prestito, assorbente in parte, la circolazione odierna dei Buoni del Tesoro ordinari e della carta moneta, sarà pure facilitata da una precedente, od anche simultanea, riduzione degli interessi concessi ai prestiti di guerra.

PROF. ROBERTO MICHEL
Dell'Università di Basilea

Dall'Annuario "Italia Economica", nel 1921 del Prof. Riccardo Bachi (2)

Il quadro della economia internazionale, che era tracciato, un anno fa, agli inizi del precedente volume di questa raccolta, sotto molti riguardi ancora corrisponde alla situazione quale risulta al chiudersi del 1922. Ancora può ripetersi che l'economia interna-

(1) Corrado Gini: « Sulla differenza tra i prezzi interni nei paesi di cambio sfavorevole ». *Rivista di Econom. e Finanza*, anno I, fasc. VII p. 648.

(2) Alberighi e Segati - Roma-Milano, prezzo L. 24.

zionale è segnalata tuttavia da caratteri di estrema anormalità, di grave incertezza, di frequente turbamento, senza che la pace sia effettivamente instaurata; e ancora può affermarsi che una fondamentale analogia di sorte sempre accomuna i trionfatori coi vinti, poichè la depressa capacità di consumo di paesi sconfitti limita la produzione, e per riflesso i consumi, anche fra i vincitori; e lo sconvolgimento economico derivante presso i vinti dalla progressiva rovina della moneta tuttavia si proietta presso taluni vincitori altresì nella instabilità del potere d'acquisto della valuta; per tutti in una grande alea dei traffici e per le produzioni.

Però dopo questo altro anno di faticoso cammino verso la restaurazione della economia dei popoli e degli Stati, si è formata una promettente, più diffusa sensazione della solidarietà economica tra i vari paesi e della convenienza di sforzi comuni per il riassetto economico e così anche politico e sociale.

Lo svolgimento ciclico del movimento degli affari si è presentato vario attraverso il tempo, nei diversi paesi. Nei territori in cui la crisi e la conseguente depressione si sono manifestate più precoci, la fase di risoluzione si è svolta più sollecita, e già nel 1922 si è venuta presentando la fase di ripresa nel movimento degli affari; altrove invece la successione delle manifestazioni cicliche è stato alquanto più tardiva. Pertanto, negli Stati Uniti, la crisi ha avuto le esplicazioni più gravi fra la seconda metà del 1920 e la prima parte del 1921; poi, nell'ultima parte del 1921 e lungo il 1922, si sono gradualmente presentati i fenomeni caratteristici della ripresa negli affari; e così, dopo la eccezionale contrazione del credito, l'abbondanza di denaro, la facilità negli sconti, il rialzo nei prezzi delle materie prime, il rialzo nei titoli di credito a reddito variabile, l'incremento della domanda dei beni strumentali, la maggiore attività nelle industrie metallurgiche e meccaniche, la più vasta occupazione di braccia, maggiore frequenza dei conflitti del lavoro, ecc. Lo svolgimento delle fasi degli affari si è manifestato più tardivo in Inghilterra, dove, però, attraverso il 1922, già numerosi e significativi sono stati i sintomi della fase di maggior intensità negli affari. In ulteriore ritardo è lo svolgimento nei paesi del continente europeo, con le perturbazioni che derivano dall'anormalità di condizioni. In complesso, però, le prospettive sono indubbiamente migliori alla fine del 1922 che alla fine del 1921. Ma, nel considerare il prossimo avvenire per l'economia internazionale, se anche si deve constatare, che in genere la fase critica nel ciclo ora attraversato, è stata assai acuta, ma più breve di quanto si potesse presumere, si deve tenere presente che il movimento a lungo decorso, — « secolare » —, or ora iniziato, segna una tendenza discendente o soltanto lentamente ascendente nel movimento tutto degli affari: il prossimo avvenire non serba — per quanto può presumersi — nulla di analogo all'eccezionale complesso di fattori di benessere e di intensità nella vita economica, che, fra il 1895 e il 1910, impressero un carattere di gran prosperità alla vita economica mondiale.

Nei rispetti del nostro paese, nel presente volume è tracciata la minuta analisi di una situazione di decisa crisi, di grave ristagno nell'attività economica. Anche nell'anno 1922, è proseguita, in genere, la depressione nelle industrie, soprattutto in quelle produttrici beni strumentali; è continuata la estesa disoccupazione, i parziali ribassi nel livello delle merci, le parziali depressioni nei profitti, la contrazione di alcuni consumi. Ma sintomi migliori si sono presentati nella seconda parte dell'anno 1922, quali dirette o indirette manifestazioni di una più larga attività nelle industrie produttrici beni di consumo, già accennate a qualche traduzione presso gli altri ordini di produzione. Sensibile indice premunitore di risveglio nell'attività degli affari e di maggiore fiducia nel capitale è l'andamento del mercato finanziario lungo la seconda parte dell'anno, ed anche il movimento di ascesa nei prezzi delle materie prime.

Il meccanismo dell'economia italiana si è in complesso rilevato assai più solido e consistente di quanto si potesse presumere. Il dissesto bancario ha avuto manifestazioni assai meno gravi di quanto si osasse sperare; la risoluzione sua non è stata certo pienamente conforme ai migliori principi della politica economica, ma le ripercussioni sul regime creditizio e sulle attività produttive sono state meno minacciose

e meno dolorose di quanto sia accaduto al sacrificio di una miriade di organismi deboli, tecnicamente imperfetti, e alla risoluzione di una quantità di situazioni arrischiate, costitutesi durante i precedenti anni di effervescenza: ha scollato talune improvvisate ed ha addotto alla catastrofe dei grandi organismi siderurgici; ma, in complesso, ne è risultato, tra le rovine e le perdite, un salutare risanamento. Ad un anno di distanza dal punto più acuto della crisi, appaiono all'orizzonte dei lembi di azzurro, che possono ispirare un giudizio più ottimista.

I dati numerici copiosi raccolti e minutamente commentati nelle varie parti di questo volume, mostrano ancora, sia lungo il 1921 che lungo il 1922, grandi variazioni: nel livello dei cambi e nel livello dei prezzi delle merci. Le fluttuazioni delle relative curve sono state ampie, troppo ampie, ed hanno costituito ancora un elemento gravissimo di incertezza, di alea, in tutto quanto il movimento degli affari, quasi quanto negli anni precedenti. La tradizione della fenomenologia economica degli anni di guerra e del primo tempo di pace ha provocato ancora una larga emozione nell'opinione pubblica; la quale ancora ha ravvisato nell'inasprimento dei cambi e dei prezzi sintomi minacciosi di rovina economica, come nel tempo precedente. Ma, attraverso quest'ultimo biennio, il nostro paese ha saputo arrestarsi sulla minacciosa china della inflazione cartacea, della svalutazione monetaria: nuovi passi non sono stati compiuti sulla via che ha recato altri paesi ad una estrema disorganizzazione economica e sociale. Le fluttuazioni sono state assai ampie, ma si sono svolte per i cambi attorno ad una linea segnante una parità quasi stabile rispetto all'oro e alle migliori valute forestiere: le curve di tali cambi e dei prezzi delle merci, attraverso il biennio, hanno ripetuto, con una certa regolarità, in successive sezioni, la forma che gli statistici inglesi designano ad U, con un ritorno approssimativamente allo stesso livello. Può essere sperabile, per un avvenire non remoto, che — anche per effetto di migliorie nel regime economico internazionale le fluttuazioni si facciano meno pronunciate, e che così la nostra moneta raggiunga quella relativa condizione di stabilità nel suo potere di acquisto in confronto con l'oro, con le migliori valute estere e con il complesso delle merci, che costituirebbe ora l'*optimum* desiderabile. Sarebbe inopportuna, pericolosa, una politica finanziaria che volesse faticosamente raggiungere una rapida rivalutazione della nostra moneta, così come talora insipientemente si invoca e si promette, sulla base sempre della ricordata tradizione dell'inverso fenomeno accaduto durante gli anni della guerra. Una artificiale rapida rivalutazione, — non che significherebbe consolidamento dell'economia nazionale —, significherebbe, essa pure, disorganizzazione, per il nuovo spostamento che ne deriverebbe nelle posizioni che ora si sono venute assestando sulla base del regime dei prezzi gradualmente formatosi. Un rapido generale ribasso nei prezzi, che empiricamente si afferma desiderabile, avrebbe conseguenze rovinose per la finanza pubblica e recherebbe una gravissima crisi in tutti gli ordini di produzione: sono memorabili, per questo rispetto, i solenni dibattiti avvenuti, or è un secolo, anche nelle aule parlamentari, in Inghilterra, nel 1822, con la partecipazione di Riccardo, di Peel, di Cobbett, quando il ribasso nei prezzi determinato dalla contrazione della circolazione monetaria e ripristino della convertibilità dei biglietti, si tradusse in una situazione di grave crisi, specialmente per l'agricoltura.

Gli elementi raccolti nel presente volume, mostrano variamente il progresso notevolissimo avvenuto il biennio 1921-1922 nel nostro paese, verso il ritorno ad un assetto meno anormale di vita economica. Fattore di primaria importanza per la grande trasformazione, è la maggiore serenità, alfine prevalsa, nella psicologia collettiva, pur tra il protrarsi di tanto acerbi contrasti: il decorso del tempo ha automaticamente attenuato via via le eccessive sensazioni derivate dalla guerra e ha fatto svanire i torbidi sogni di catastrofici mutamenti nell'assetto della vita nazionale, ed ha fatto svanire anche « l'onda di pigrizia », la tanto esiziale contrazione nel rendimento del lavoro umano, la indisciplina nella vita interna delle imprese produttive che così rovinosa si era presentata nel primo tempo dopo la deposizione delle armi.

Fattore notevolissimo per la ulteriore restaurazione della vita economica italiana appare la innovazione avvenuta in questi ultimi mesi nell'assetto politico del paese. La rivoluzione avvenuta nell'ottobre, più ancora che per i mutamenti nelle direttive del reggimento della cosa pubblica, appare notevole per la formazione di una nuova *élite* politica. Male supremo, che sempre ha gravato tristemente sulla vita della Terza Italia dopo la fase eroica iniziale, è stata ognora la deficienza di uomini, per una robusta ed intelligente e corretta direzione della cosa pubblica. Da gran tempo, da questa nostra mirabile gente italiana, per un complesso oscuro di fattori, si veniva esprimendo una classe politica, segnalata da una estrema penuria di capacità e di volontà, ed in ogni partito politico erano frequenti uomini di scarsa energia ed anche di scarsa dirittura morale. Dopo la guerra, per un assieme di circostanze veramente straordinarie, il potere era spettato ad elementi rappresentanti, più che altro, principii avversari a quelli che si erano affermati con la guerra; si era costituito un singolare sistema di forze politiche reciprocamente neutralizzatisi, estremamente pericoloso in un'epoca nella quale allo Stato tocca un così arduo e complesso compito di restaurazione e di trasformazione. Tale sistema di forze diede luogo lungo questi grandi anni, ad una estrema instabilità di governo, ad una minacciosa incertezza di direttive, ad una pericolosa debolezza dello Stato. Questa intima debolezza ha favorito il moltiplicarsi dei parassitismi: la politica economica del dopoguerra è così, più che mai, contrassegnata dall'asservimento agli interessi di gruppi e di clientele, oltre che dalla incertezza e dalla insipienza tecnica.

La rivoluzione dell'ottobre significa decisa reazione agli indirizzi prevalsi dopo la guerra, ed anche ai caratteri fondamentali della vita politica italiana prevalenti nell'ultimo tempo anteriore. Senza prendere in considerazione, qui, il metodo e la forma del rivolgimento e taluni fra i provvedimenti di sistemazione e mantenimento del nuovo assetto (elementi tutti che possono dettare giudizi gravi e richiamare non gradite analogie storiche), — nei rispetti unicamente della pubblica economia, favorevoli auspici sembrano derivare dalla eccezionale larghezza di consensi da parte della popolazione, ed elemento di enorme importanza, sembra risultare il consolidamento dello Stato, la restaurazione della pubblica autorità, la sensazione nuova di una autonomia nazionale, è bene augurante lo sforzo affine decisamente impresso, dopo tanti vani annunci, per l'attuazione di un reggimento della cosa pubblica meno oneroso, più rigoroso, retto da un più rigido spirito di disciplina. Nei rispetti — ancora — economici, lo Stato, per quanto risulta dalle affermazioni e dai primi atti del nuovo Governo, meglio si ispira, alla dottrina liberale, e così meno penetra nel movimento degli affari, meno lo deforma, lasciando un più libero svolgimento alle forze economiche. Nei rispetti finanziari, per la restaurazione graduale dell'equilibrio fra i pubblici dispendi e i pubblici carichi, il nuovo reggimento ha ripreso le buone tradizioni della «lesina», dell'esame minuto delle rubriche tutte della spesa per la recisione delle spese superflue, ed ha iniziato un'opera di salutare reazione contro le eccessività che sono trionfate nella finanza lungo gli ultimi anni; così ha iniziato la attuazione di un programma di attenuazione delle esagerate aliquote di alcuni carichi, le quali li rendono così gravosi, così perturbatori, e anche così poco redditizi; programma di migliore distribuzione delle gravezze, mediante la eliminazione di ingiustificate esenzioni e la più corretta misura dei cespiti da colpire. La attuazione graduale di questo programma, potrà, così, addurre alla semplificazione e alla maggiore pieghevolezza nel regime dei tributi indiretti, e alla attuazione di quella trasformazione dei tributi diretti sui redditi, di cui, da vari anni, è stata abilmente e correttamente tracciato il congegno.

**

Elemento di qualche incertezza rispetto all'avvenire politico instauratosi, sta nella situazione coatta risultata per il movimento operaio. Nei rispetti del movimento operaio, così come del generale atteggiamento politico, il Fascismo, nel suo breve ciclo di intensa vita, ha subito una complessa evoluzione, tuttora indistinta, non facilmente definibile. L'azione svolta di fronte al movimento operaio, nella sua fase

iniziale, mentre ha significato vibratissima reazione contro i principii politici comunisti, ha significato anche reazione estremamente violenta contro i metodi di lotta economica seguiti dalle leghe rosse, specialmente nell'agricoltura: in quest'ultima reazione, l'opera fascista è tornata assai favorevole agli interessi padronali, ed è stata da questi stimolata e sostenuta. L'azione fascista, in una fase successiva (la quale ha culminato subito dopo il disgraziato sciopero politico del luglio 1922), ha addotto alla formazione di vasti aggregati sindacali fascisti: tali sindacati sono tuttora in una situazione indistinta, indefinita, avente un programma incerto. Una parte di questo movimento operaio può rispondere al fascismo esercitato su qualche nucleo di lavoratori dal principio di nazione, dal concetto di patria posto a base del programma sindacale, principio che, nell'ondulare svolgimento della psicologia collettiva, emerge ora sui concetti di internazionalismo e di socialismo, tanto diffusi sinora presso le masse lavoratrici. Una sezione, forse più ampia, di questo sindacalismo fascista, deriva probabilmente dal terrorismo iniziale volto per disgregare le leghe rosse delle campagne, dalla tendenza alla imitazione che ha pure una grande importanza nei fenomeni collettivi, dalla tendenza di gruppi di affiliati ad abbandonare aggregati indeboliti per trasferirsi ad aggregati giganteschi. Una sezione disgregatamente assai ampia, nella forza numerica dei nuovi sindacati, è forse creata da un calcolo politico: è costituita da elementi che ricercano nei nuovi nuclei, come già nelle leghe rosse, un mezzo per agire sullo Stato e sugli enti locali, più ancora in vista di privilegi traducentisi in benefici pecuniari che in vista di una protezione legislativa. Ma, malgrado lo agire di questi fattori, sembra delinearsi tuttavia, a traverso questa nuova crisi del sindacalismo italiano, come già in crisi anteriori, una certa corrispondenza tra la specializzazione professionale della massa operaia e la specializzazione delle leghe per principii politici. Le leghe rosse mantengono il loro dominio fra i metallurgici, i meccanici, i tipografi, i cappellai, i muratori, i vetrai, i litografi, ecc., cioè presso nuclei di lavoratori qualificati nei quali il fenomeno del trade-unionismo ha più lontane origini e più salde radici. Le leghe bianche sono presso che imitate ai piccoli proprietari e ai mezzadri; e le leghe fasciste hanno prevalentemente raccolto le loro ancor fluttuanti file nelle campagne, tra i lavoratori dei porti e del mare, e fra impiegati e gli agenti dello Stato.

Lo stato coatto era dominante nel movimento operaio, con i vivaci contrasti, le grandi divergenze di principii politici, e specialmente la depressione estrema in cui si è incurvata la sezione del movimento operaio che proclama i principii della lotta di classe, sono fenomeni tutti strettamente connessi con la fase di depressione economica. La depressione economica, con la discesa dei profitti, con la contrazione nella domanda di prodotti e di braccia, pone dei limiti insuperabili al movimento trade-unionista, rende fatale un atteggiamento dimesso, unicamente difensivo, e torna propizia ai disgregamenti, alle discorde. Ma la fase della depressione è transitoria, e la non lontana fase dell'intensità negli affari ridarà al movimento operaio le sue energie aggressive e favorirà la formazione di più salde e più ampie coalizioni, trovanti immancabilmente la base programmatica nella opposizione contro la classe padronale per la conquista di migliori condizioni di lavoro: forse, in quell'ora non remota, nel movimento operaio italiano potranno svolgersi fenomeni reciproci a quelli ora avvenuti.

Il movimento operaio è fenomeno fondamentale nell'assetto economico e sociale presente, e le condizioni di tale assetto portano inattuabilmente ad un orientamento di tale movimento sulla base della immediata divergenza di interesse fra lavoratori e datori di lavoro: le formole che tentano di velare tale discordanza, anche con richiami a sentimenti, hanno avuto sinora solo transitoria e non vasta portata concreta.

**

I mutamenti, così notevoli, avvenuti ultimamente nella psicologia collettiva, il consolidamento dello Stato, il delinearsi di una rinnovazione nella classe politica, la capacità di resistenza dimostrata dal meccanismo dell'economia nazionale di fronte alla crisi, sono tutti elementi che consentono una visione del prossimo avvenire, più serena di quella che si pro-

spettava negli ultimi tempi. La situazione del nostro paese, è sotto vario riguardo migliore di quella che ora si delinea per taluno fra gli altri paesi belligeranti: nel ritorno a più normali condizioni di economia internazionale, la famosa questione delle materie prime mostra ognor più il suo carattere transitorio; al pari degli altri paesi belligeranti l'Italia attende la giusta sistemazione dei debiti interalleati; ma meno di qualche altro paese vede dipendere la propria restaurazione dalla, più ardua, sistemazione delle riparazioni di guerra: e sembra ritrovare in sé la volontà e la possanza per la propria rinnovazione.

RIVISTA BIBLIOGRAFICA

I problemi della Deflazione, di Yves-Guyot. 1 volume in-16, 10 franchi netti (Libreria Felix Alcan).

Questo nuovo volume del Sig. Yves-Guyot fa seguito a *Inflazione e Deflazione* che composto con il compianto Arthur Raffalowich, ha ottenuto, lo scorso anno, un grande successo.

Ne *I problemi della Deflazione* sono esposti i sistemi Vissering, G. Cassel, Vander Meulen e Keynes ecc., diverse proposte parlamentari e sono pubblicate la Conclusioni della Conferenza di Bruxelles del 1920, della Conferenza di Genova del 1922 e le premesse della Settimana della moneta.

Il lettore trova dunque in questo volume tutta la documentazione necessaria per seguire le concezioni relative alla Deflazione e alla Svalutazione pubblicate in questi ultimi anni.

Un capitolo del libro è dedicato alla Inflazione tedesca.

Il Sig. Yves-Guyot attacca con il suo abituale vigore, i progetti di bancarotta dissimulati sotto il nome di Stabilizzazione e dopo aver mostrato il pericolo e il sofisma degli argomenti che i loro autori oppongono alla Deflazione, egli trova la necessità della conservazione e dell'osservazione rigorosa della convenzione dello Stato Francese e della Banca di Francia del 29 ottobre 1920.

FINANZE DI STATO

La situazione del Tesoro al 30 settembre 1922

Dal 31 agosto al 30 settembre la situazione del Tesoro ha segnato un ulteriore miglioramento di quasi 170 milioni di lire, corrisponde alla differenza fra gli incassi (1.265,9 milioni di lire) ed i pagamenti (1.096,2 milioni) in conto entrate e spese di bilancio.

Gli incassi effettuati nel mese di settembre si riferiscono però solo per 970 milioni ad entrate effettive, per 290 milioni costituiscono movimento di capitali (accensione di debiti ed estinzione di crediti) e per meno di sei milioni rappresentano partite di giro.

I pagamenti invece risultano da 1.004 milioni di lire di spese effettive, 86 milioni di movimento di capitali (accensione di crediti ed estinzione di debiti) e sei milioni circa di partite di giro.

La categoria « movimento di capitali » dà dunque un'eccedenza di incassi sui pagamenti (204 milioni di lire) superiore al miglioramento segnato dalla situazione del Tesoro. Ciò significa che la situazione patrimoniale dello Stato ha, nel complesso, subito un peggioramento e non un miglioramento.

I crediti di Tesoreria sono anch'essi aumentati nel mese di settembre per 240 milioni circa, ed i debiti di Tesoreria sono diminuiti di 277 milioni. Ci sarebbe stato dunque, per queste due partite complessivamente, un miglioramento di 517 milioni. Il fondo di cassa è però contemporaneamente diminuito di 247 milioni circa, cosicché il miglioramento effettivo della situazione del Tesoro è risultato, come abbiamo visto, di 170 milioni di lire.

Fra i debiti di Tesoreria, i buoni del Tesoro ordinari in circolazione segnarono nel mese di settembre una diminuzione, da 24.822 milioni a 24.570 milioni (— 252 milioni), i vaglia del Tesoro segnarono pure una diminuzione, da 2070 milioni a 1998 (— 72 milioni), e così del pari il debito fruttifero verso la Cassa Depositi e Prestiti (— 5 milioni), il debito fruttifero ed infruttifero verso altre Amministrazioni (— 37 milioni), nonché gli incassi da regolare (— 5 milioni).

Risultarono invece in aumento: il debito infruttifero verso il Fondo Culto (+ 6 milioni), il debito infruttifero verso la Cassa Depositi e Prestiti (+ 84 milioni) ed il debito verso le Commissioni provinciali di requisizione cereali (+ 7 e mezzo milioni). Immutate le altre partite.

Fra i crediti di Tesoreria segnano aumento i crediti verso l'Amministrazione del debito pubblico (+ 30 milioni), il fondo per il Culto (+ 2 milioni), la Cassa Depositi e Prestiti (+ 97 milioni), ed altre Amministrazioni varie (+ 5 milioni), nonché i crediti in dipendenza di pagamenti eseguiti all'estero (+ 75 milioni) e la partita « crediti diversi » (+ 29 milioni). Immutate le altre partite.

Esaminando il movimento dell'intero trimestre luglio-settembre 1922, troviamo che la situazione del Tesoro è migliorata al 30 settembre rispetto al 30 giugno di 436 milioni circa, ammontare della differenza fra gli incassi (4304 milioni) ed i pagamenti (3868 milioni) in conto bilancio. La categoria « movimento di capitali » segna una entrata di 491 milioni ed una uscita di 165 milioni, donde una differenza di 326 milioni che va a beneficio della situazione del Tesoro, ma a diminuzione della situazione patrimoniale dello Stato.

Gli incassi in conto crediti di Tesoreria ammontano invece a 532 milioni ed i pagamenti a 1.950 milioni, donde una eccedenza dei pagamenti sugli incassi e quindi un aumento di crediti per 1.418 milioni di lire.

L'aumento dei debiti è dovuto in gran parte (463 milioni di lire) a variazione dei buoni del Tesoro ordinari in circolazione che da 24.107 milioni al 30 giugno sono saliti al 30 settembre a 24.570 milioni di lire. Notevolmente aumentati sono pure i debiti infruttiferi verso la Cassa Depositi e Prestiti e i debiti fruttiferi verso altre Amministrazioni. Fermo sui 7.839 milioni di lire (oltre i 400 milioni di prima dotazione) le anticipazioni degli Istituti di emissione, e sui 2148 milioni i biglietti di Stato e buoni di cassa.

L'aumento dei crediti è dato dai pagamenti che debbono rimborsare al Tesoro l'Amministrazione del debito pubblico e la Cassa Depositi e Prestiti e da qualche altra partita minore.

Gli incassi in conto bilancio che, abbiamo visto, raggiunsero nel trimestre la cifra di 4.304 milioni, segnano rispetto al corrispondente periodo del precedente anno un aumento di 895 milioni. L'aumento è dovuto per 235 milioni alla categoria delle entrate effettive ordinarie, per 585 milioni alle entrate effettive straordinarie, per 4 milioni alla categoria « costruzioni di strade ferrate » e per il resto alla categoria « movimento di capitali ».

I pagamenti di bilancio segnarono invece nel trimestre una diminuzione di 179 milioni rispetto al corrispondente periodo del 1921. Su 15 ministeri, 8 però hanno spese quest'anno più che nel precedente: Finanze, Istruzione, Interno, Poste, Guerra, Colonie, Agricoltura e Terre Liberate. Una forte diminuzione presenta solo il Tesoro per la cessazione del servizio approvvigionamenti e la riduzione degli arretrati delle pensioni di guerra.

Riduzione delle spese per le Terre Liberate

Il disegno di legge presentato dal defunto ministro del Tesoro on. Tangorra sullo stato di previsione della spesa del Ministero per le terre liberate per il periodo dal primo luglio 1923 al 30 giugno 1924, è stato distribuito oggi.

La relazione annessa al disegno di legge osserva che la spesa occorrente per i servizi affidati al Ministero per le Terre Liberate durante l'anno finanziario 1923-24 è prevista in complessive lire 82.760.000 con una diminuzione di lire 74.525.000 in confronto di quella autorizzata per l'esercizio in corso.

Si ha già infatti, rispetto alla gestione 1921-22, la cospicua riduzione di lire 537.775.000 nonostante il trasferimento al Ministero stesso dei servizi attinenti al risarcimento dei danni di guerra, nonché alla ricostruzione e riparazione degli immobili di interesse pubblico per i territori delle nuove provincie. Nelle spese effettive ed ordinarie, che comprendono solo quelle generali, la riduzione corrisponde sia alle economie che potranno conseguirsi per effetto della progressiva riduzione del personale addetto agli uffici dell'amministrazione centrale, sia ad una maggiore restrizione delle spese inerenti al formale funzionamento degli uffici.

Dalle spese di ufficio è stato tolto il fondo per le spese concernenti l'esercizio delle vetture automobili in uso del Ministero in L. 75 mila. Nelle spese effettive straordinarie, tra le quali viene trasferito con più regolare classificazione il capitolo costituito per l'indennità di carceri al personale, si riscontrano eliminazioni o rilevanti diminuzioni per gli stanziamenti relativi:

- a) agli impianti e al funzionamento degli organi incaricati dell'accertamento dei danni di guerra, della liquidazione e del pagamento delle corrispondenti indennità (L. 4 milioni);
- b) alle spese per l'esercizio dei lavori di ricostruzione delle proprietà di enti pubblici (province, comuni, ecc.) (L. 50 milioni);
- c) alle spese per la costruzione e l'impianto di ricoveri stabili e provvisori (L. 15 milioni);
- d) alle spese per l'esecuzione dei piani regolatori (L. 5 milioni).

Quanto al primo titolo di spesa, la diminuzione proposta è possibile per la grande alacrità con la quale ora procedono le operazioni inerenti al risarcimento dei danni di guerra, ciò che consentirà una prossima sensibile limitazione dell'onere che da tali operazioni deriva.

Nessuna somma viene richiesta per la assistenza alle popolazioni, per l'incremento dell'agricoltura, delle industrie e dei commerci e per la liquidazione delle gestioni relative alla assistenza dei profughi di guerra.

RIVISTA DEL MERCATO DEI VALORI

Rassegna dell'anno 1922

Purtroppo l'anno 1922 non fu ancora apportatore della vera pace e dell'assestamento delle finanze Europee. Basta uno sguardo alle curve dei disavanzi finanziari — senza esclusione dei Paesi neutri — alle violente quanto preoccupanti fluttuazioni dei Cambi, alla misura dell'aggio sull'oro, ai rendiconti dei massimi Istituti d'emissione continentali, perchè balzi evidenti in tutta la sua grandezza l'atmosfera minacciosa della bancarotta che sovrasta ai Paesi Europei. E' tutta la civiltà della vecchia Europa che corre rischio di essere sommersa se la nave politica e finanziaria del vecchio continente non cambia rotta.

Invero la curva dell'indebitamento pubblico in Italia e nella maggior parte dei Paesi continentali non accenna ancora a fermarsi e tanto meno a decrescere: essa sale anzi tuttodì ininterrottamente. Da noi furono emessi due miliardi ed ultimamente altri due di *Buoni Settimanali* 5% a Premio con lusinghiero successo; per la costante ricerca di essi da parte del Portafoglio. Sono però 4 miliardi sottratti agli investimenti produttivi, all'agricoltura, alle industrie ed ai commerci. Lo Stato si pone così in concorrenza dei privati nel batter cassa. Con ciò il debito di Stato alla fine del 1922 raggiunge l'imponente cifra di circa 120 miliardi trascurando i 21 e mezzo miliardi di lire oro dovuti agli alleati e di cui gli interessi vengono temporaneamente aggiunti al capitale.

Il contrasto fra le inconsulte velleità imperialistiche di taluni Stati, l'abile gioco della Germania per sfuggire ai suoi obblighi per le riparazioni ed i testé accennati, sulla imperiosa ed indilazionabile necessità di una politica di urgente ricostruzione, di pace sociale e di lavoro è tanto stridente che il rinascimento dei popoli anche più restii non dovrebbe mancare. Possa il nuovo anno essere foriero di quella pace per la quale a vero dire in Italia da due mesi a questa parte si è fatto un passo gigantesco. All'ultima Conferenza Londinese l'Italia è apparsa la meglio preparata materialmente, e moralmente la più equilibrata fra le Nazioni convenute.

Entrati appena sulla soglia del 1922 sotto l'incubo del più grande disastro bancario che la storia nostra ricordi — il crollo della Banca di Sconto — e la preoccupazione di una ben più grave crisi di credito, l'Italia ha saputo superarla con una vigoria ed una rapidità di cui essa stessa non si riteneva capace.

I danni furono contenuti nella cerchia più ristretta dei creditori dell'Istituto ed il pericolo corso dalle Borse di sfacelo quasi generale ebbe come conseguenza di renderlo più riflessivo e più temperato nei movimenti. Le conseguenze di una condotta che

rasentava l'imperialismo bancario, il facilonismo politico e gli errori continuati di un sistema di immobilizzi incoscienti, furono per vero dire minori di quanto di primo acchitto si era giudicato. L'Italia al pari di una primaria casa industriale la quale dispone di immense risorse ha solo bisogno per valorizzarle di essere bene amministrata.

Di contro a questi fatti l'avvento verso fine Ottobre del fascismo al potere fu e rimane largamente benefico. Superate le apprensioni per un possibile scatenarsi della guerra civile, esso si è subito dimostrato atto a reggere degnamente le sorti del Paese. L'inettitudine politica, l'incapacità e l'inerzia, e quel che è peggio l'incoscienza e la debolezza che improntavano tutti gli atti dei passati Governi ad una insana demagogia furono d'un sol colpo scopati via. Ed abbiamo così avuto finalmente un Governo che vuole fermamente e che può quello che vuole.

Le conseguenze furono manifeste d'un subito all'interno con la rinata fiducia nell'ordine e nella disciplina succedute al caos, con l'acquetarsi delle insane e micidiali competizioni di parte. Le masse non più avvelenate da una corrotta e dissolutrice propaganda di odio e d'incoscienza, sono rientrate volentersamente a fondersi nel corpo sociale, col rinnovato rispetto alle libere Istituzioni che saggiamente presiedono alla vita individuale e collettiva. Gli operai oggi lavorano con soddisfazione e sono scomparsi quelle famose commissioni interne ed altre simili arnesi comunisti.

All'esterno la rinata fiducia nel nostro Paese ha provocato acquisti di lire ed un maggior riconoscimento del nostro valore, acquisti che rafforzati da realizzi di divise estere di detentori italiani non più preoccupati dell'avvenire della Patria, hanno rapidamente cambiata la pessima tendenza dei Cambi. Si aggiunga che la speculazione nostrana subito intervenuta ha preso forti posizioni al ribasso ciò che è suffragato dai tassi di riporti praticatisi per fine Gennaio sulle seguenti basi: *Parigi* 0,70 a 1,50 di déport; *Svizzera* 0,75 a 1,50 di déport; *Londra* 0,40 a 0,60 di déport; *New York* 0,13 a 0,20 déport; *Berlino* pari a 0,03 déport.

Questo enorme scoperto denunciato in maniera irrefrangibile da questi elevatissimi déports per le proroghe, unite all'astensione quasi completa degli acquisti da parte degli importatori ed industriali italiani, è venuto a creare una situazione che potrebbe riservare delle sorprese. Innanzi tutto le ricoperture dello scoperto potranno avere la benefica influenza di attutire ed infrenare i troppo bruschi movimenti di ribasso. Inoltre un possibile momento di turbamento potrebbe spingere ad affrettate ricompre gli operatori al ribasso sulla divisa con conseguenti passeggeri ascese dei Cambi esteri. Queste le ragioni di tecnica borsistica che rendono la situazione attuale dei Cambi oltremodo delicata e sensibile.

Niuna illusione che il nuovo anno gravi maggiormente la mano con le imposte, conseguenza immediata ed inevitabile del cresciuto debito Statale. I sacrifici già enormi dei contribuenti aumenteranno ancora, giacchè la politica delle economie da sola non basterà certo a toglier di mezzo i 5 e mezzo miliardi di disavanzo dello stato di previsione per l'esercizio 1923-24. Ma quando si sa che i denari duramente sudati non vanno malamente sciupati nel gorgo immane del politicantismo l'onere delle imposte pare più lieve e si paga più volentieri per vedere un giorno meno lontano risanato il bilancio dello Stato e rivalutarsi la moneta nazionale.

Quel che occorre soprattutto è rendere più severi gli accertamenti, suffragati dall'istituzione di lievi imposte a larghissima base quali sono quelle sui consumi, in apparenza impopolari ma pur sempre molto efficaci. Contrariamente ai deplorevoli sistemi seguiti sinora il Governo Mussolini non intende caricare la mano su chi produce e su chi lavora ed essiccare le fonti della ricchezza nazionale.

Col rinascere della fiducia nell'avvenire il rialzo dei Fondi di Stato segnatamente del Consolidato 5% ha compiuto passi da giganti e quest'ultimo si è quasi riportato al prezzo d'emissione. Si chiude l'anno ai seguenti corsi: *Rendita* 3 1/2% 78; *Consolidato* 5% 87,40; *Rendita* 3 1/2% 1902 71.

Tuttavia parlare oggi di una conversione a brevissima scadenza come da taluni si accenna pare prematuro e poco fondato. Finchè lo Stato è costretto ad indebitarsi giornalmente è nell'impossibilità materiale di procedere ad una conversione volontaria. Occorre prima una maggior saldezza finanziaria ed è

condizione indispensabile di non dover più ricorrere all'accensione di nuovi debiti. Solo così le conversioni sono proficue e rinsaldano il credito dello Stato. Del resto per arrivare ad una conversione facoltativa sulla base dell'ultimo prezzo di emissione è necessario che il corso del Consolidato raggiunga il 90% ed ivi si mantenga per vari mesi.

Il mercato della *Rendita 3 1/2%* ha perso ancora nell'anno decorso di ampiezza, seguendo fedelmente nelle oscillazioni dei corsi il titolo di Stato principe, il *Consolidato 5%*. E' bene rammentare che nel Marzo decorso la *Rendita 3 1/2%* era caduta a 68,20 ed il *Consolidato 5%* era disceso a 74,45 minimo dell'annata praticato nel Gennaio.

Anche socialmente l'Italia ha dunque compiuto nell'anno decorso grandi passi; sotto l'aspetto finanziario il miglioramento è pure indubbio. Dal punto di vista economico si lavora di più e valgono a dimostrarlo gli aumentati consumi di energia elettrica constatati in larga misura dai maggiori introiti che oscillano dal 25 al 50%. Parecchie industrie ebbero un'annata floridissima, fra cui le Imprese Elettriche, le Industrie Tessili in genere, le Alimentari, le Cartiere, ecc. La liquidazione delle sovrastrutture di guerra con la sistemazione della Banca Sconto, del Lloyd Mediterraneo, Elba, Ilva, Reggione, Ansaldo, ecc., per tacere dei minori, è un fatto quasi compiuto. Sicchè l'anno 1923 trova l'organismo economico e la compagine statale italiana più salda assai di quanto fosse al sorgere dell'anno tramontato.

Se il contingente emigratorio sarà, come pare, aumentato specie da parte degli Stati Uniti non dovremmo tardare a risentirne gli effetti benefici sui Cambi. E maggiormente potrà accentuarsi il miglioramento se si procederà ad una riduzione della nostra spinta protezione doganale testè entrata in vigore in compenso di analoghe riduzioni di Paesi stranieri. Ed anche nel commercio estero l'Italia ha compiuto progressi notevoli nel passato 1922 avvicinando rapidamente alla normalità dei suoi scambi coi Paesi stranieri. Basterebbe meditare su queste poche cifre:

	1° Semestre 1922		Aumento e diminuzione in confronto del 1921	
	in milioni		di lire	
	Import.	Esport.	Import.	Esport.
Francia	537	638	- 64	+ 203
Germania	609	508	- 84	+ 172
Gran Bretagna	970	511	+ 115	+ 177
Stati Uniti	2.165	378	- 1.235	- 163
Svizzera	134	532	- 9	+ 67

tuttavia la forte contrazione del traffico ha influito sinistramente sul movimento ferroviario e renderà la sistemazione di questa mastodontica azienda assai più laboriosa e difficile, malgrado che sforzi sovruman si stiano compiendo in questo momento per il suo assestamento.

I fatti fin qui esposti determinarono una generale rivalutazione dei titoli, attraverso necessarie oscillazioni, che sorressero quella campagna d'aumento che dura ininterrotta da circa tre mesi. L'anno 1922 vede ridursi i saggi dello sconto ufficiale degli Istituti d'emissione dal 6 % al 5 1/2 %, dello Sconto fuori Banca dal 6 1/2 al 5 1/4 circa e dei Buoni ordinari del Tesoro dal 6 al 5 %. Aumenta per contro il tasso dei riporti mensili (al 7-7 1/2 % negli ultimi tre mesi) a causa specialmente del crescere degli impegni speculativi all'aumento ed al tacito accordo fra mutuatari di denaro diretto soprattutto ad impedire troppo bruschi quanto dannosi movimenti d'ascesa.

La riduzione del Tasso ufficiale di sconto fu accompagnata da un'aumento dei titoli a reddito fisso e da una lieve, ma ciò non dimeno significativa riduzione della circolazione pari a circa 200 milioni di lire. E da ultimo ha contribuito a sorreggere la dinamica d'aumento delle borse l'abolizione, voluta dal Ministero Mussolini, dell'infesta legge sulla nominatività obbligatoria. La soppressione della legge in parola non è però riuscita finora a riparare ai gravi danni arrecati, primo fra tutti il ritiro dei Fondi degli stranieri dall'Italia. Il capitale estero è tutt'ora soverchiamente restio a far ritorno nel bel Paese. Potrà probabilmente risanare la piaga il recente decreto Ministeriale di esenzione dalle imposte concessa al capitale straniero, per agevolare anzitutto il consolidamento e l'incremento di importanti imprese idroelettriche. Più che altro varrà il

tempo a riportare nei capitali esteri la scossa fiducia nelle cose nostre.

Inutile tenere particolareggiato discorso sulle oscillazioni dei singoli titoli nelle ultime riunioni dell'anno che salutarono l'avvento del 1923 con quotazioni crescenti e sostegno generale.

La *Banca d'Italia* è fra i valori bancari il titolo che segna il maggior progresso quasi interamente mantenuto chiudendo l'anno intorno a 1515 con 200 lire di rialzo dall'agosto scorso. Meno movimentata la *Banca Commerciale* per il continuato sforzo di lento rielassamento del titolo, compiuto dal noto Consorzio costituitosi all'epoca della «scalata». Dalla quota di 896 ex-60 in marzo chiude l'annata a 930 circa. Le simpatie del portafoglio si accentuarono in modo indubbio per il *Credito Italiano* che attrae giornalmente nella sua orbita nuove sfere di simpatizzanti, sicchè il progresso di questo primato valore fu ininterrotto durante tutto il 1922 da 590 circa il gennaio sale a 720 circa a fine dicembre. E' noto che la Direzione di quest'Istituto dopo la caduta della Banca Sconto ebbe giusta la visione del nostro avvenire finanziario e della ripresa dei nostri primari valori. Calmo il *Banco di Roma* per ora completamente sottratto alla speculazione.

Nel corso dell'esercizio sono diminuite le anticipazioni dell'Istituto di emissione, è però cresciuto notevolmente il portafoglio commerciale. Segno indubbio che la liquidazione della sovrastruttura ereditata dalla guerra non è ancora compiuta. Per l'anno 1922 si prevedono per i nostri Istituti bancari gli stessi dividendi dello scorso esercizio.

Migliorarono gli ex-ferroviari e più notevolmente le *Mediterranee* che all'inizio del 1922 quotavano intorno a 130 per finire a 230 circa, mentre le *Meridionali* da un minimo di 263 risalgono a 350. Col miglioramento dei valori idroelettrici e col ribasso dei cambi questa azienda vede consolidarsi la sua situazione patrimoniale.

Pure notevole la ripresa avvenuta durante l'anno dei titoli di navigazione col *Rubattino* risalito da 457 di aprile a 580. La borsa ha visto suo malgrado ed ingiustamente restringersi il mercato di questi titoli, ma da vari indizi dovrebbe ritenersi ch'essi stiano per rientrare nel novero dei valori interessanti della borsa. L'ultima riunione dell'anno segna i seguenti prezzi per gli altri valori di trasporto: *Navigazione Alla Italia* 192; *Lloyd Sabaud* 273; *Cosulich* 351; *Libera Triestina* 405 circa.

Miglioramento notevolissimo per le *Snia-Viscosa*: quella ordinaria da 23 del gennaio scorso si porta a 64; la preferenziale da 35 sale a 75 mantenendo integri i massimi raggiunti. Dal 2 al 13 gennaio avrà luogo l'aumento di capitale di questa Società da 245 a 350 milioni mediante emissione di 1 1/2 milioni di azioni privilegiate da Lit. 70 nominali offerte tutte alla pari agli attuali azionisti in ragione di 3 azioni nuove contro sette vecchie, godimento 15 maggio 1923 (metà esercizio). Il collocamento delle azioni non optate è già assicurato da un potente gruppo finanziario.

La *Snia-Viscosa* assorbe inoltre la *Viscosa* di Pavia mediante consegna agli azionisti della *Viscosa* di Pavia di 7 *Snia* di preferenza ogni 5 *Viscosa*. L'assemblea per l'approvazione di questo assorbimento sarà tenuta per entrambe le Società il 25 gennaio prossimo. Con queste operazioni la *Snia-Viscosa* si avvia al suo definitivo riassetto finanziario ed industriale. Gli auspici sono dei migliori e si ritiene che il nuovo anno lo dimostrerà con un lauto dividendo e con sensibile miglioria dei corsi, riparando la *Snia-Viscosa* alle delusioni della *Snia Navigazione*. E' noto che l'industria della Seta Artificiale portò una rivoluzione nelle industrie tessili come avvenne a suo tempo per il cotone. Le applicazioni della seta artificiale vanno allargandosi ogni giorno. Attualmente le fabbriche sono lungi dal potere corrispondere alla richiesta e così il margine di utile è esoso tanto sarebbe forte. Si accenna ad un guadagno industriale di una cinquantina di lire per chilo di filato! I confronti sono sempre interessanti: la *Cia Courtaulds Samuel Ltd.* di Londra — che sarebbe la *Snia Viscosa* inglese si costituisce, se le nostre informazioni non falliscono, con un capitale di 500 mila sterline il quale mediante successive distribuzioni di azioni gratuite; con utili sociali è oggi di 12 milioni di sterline e queste azioni di una sterlina cadauna quotano attualmente a Londra circa 60 scellini e cioè tre volte il valore nomi-

nale. I fortunati azionisti della Courtaulds, oltre i lauti dividendi incassati, hanno quindi guadagnato fra azioni gratuite e plusvalenza attuale delle azioni la bagatella di circa 71 volte il capitale versato in origine!

Non si ritiene probabile nè opportuno un rialzo delle azioni Snia Viscosa prima dell'opzione sulle azioni nuove.

Anche la Fiat il 1922 aperse il passo al riassetto industriale ed al superamento del punto culminante della crisi. Dai prezzi di 150 circa rimonta a 260 circa mantenendo un ampio volume di scambi ed una grande elasticità del mercato, con movimenti diretti da mano maestra. Sicchè essa riesce sempre a galvanizzare il mercato ed a raccogliere le maggiori simpatie della speculazione. Spa 67 incerta in attesa che la situazione finanziaria sia risanata.

La liquidazione è successiva sistemazione della industria pesante italiana può effettivamente considerarsi avvenuta. Questo comparto, un tempo attivissimo, è attualmente quasi morto per la speculazione fatta eccezione per le Terni (chiusura d'anno a 480 circa dopo 370 di aprile) e per la Metallurgica Italiana finita a 115 ex-9 lorde.

Gli scambi per gli altri titoli siderurgici e metallurgici si sono contratti alla minima espressione. Le Elba dal minimo di 28 in principio d'anno chiudono a 60 con voci di un dividendo probabile di 6 lire: le Ansaldo da 50 circa del gennaio finiscono a 17 lire. L'odierna assemblea che si riteneva movimentata fu invece assai calma ed approvò le proposte dell'Amministrazione nominando un nuovo Consiglio di Amministrazione che presenterà nel 1° trimestre 1923 un bilancio completo della vera situazione attuale di quella disgraziata Azienda. Le Ansaldo-San Giorgio terminano a 15 circa, e l'Ilva a 11 1/2. Migliorano per contro le Azioni Officine di Savigliano portandosi a 800 lire sulla voce di un probabile aumento di capitale.

Notevoli plusvalenze confortano il riparto dei titoli alimentari. L'Eridania da 278 circa in gennaio chiude l'anno a 400 circa. L'Industria Zuccheri da 316 passa a 435 e le Raffinerie da 337 a 420. Le Venchi salgono da 450 a 700 lire, le Moriondo & Gariglio da circa 150 si portano sul 170; le Fecolerie da 120 circa a 138; le Molini A. I. da 270 a 590 e le Semolerie da 330 a 960. I molitori non riescono a consolidare tutto l'aumento conseguito chiudendo l'anno per i Molini a 525 per le Semolerie a 860, causa la riduzione del dazio sulle farine da 7,50 a 4 lire oro per quintale che lasciava un margine industriale tant'è che questa industria non fruiva completamente del margine di protezione mantenendo attualmente i prezzi delle farine all'interno al di sotto del prezzo delle farine estere più il dazio. Anche così la situazione di queste Aziende sarebbe oltremodo florida. Gallettine in regresso a 138. L'assemblea di venerdì approvò le 10 lire di dividendo. Per consolidare la situazione finanziaria non è escluso un prossimo aumento di capitale. Baratti nuove 58; vecchie 65 circa. Attivi scambi in Montecatini che da 127 minimo dell'anno finiscono in ottima vista a 182 su notizie oltremodo soddisfacenti relative all'andamento economico dell'azienda. Dall'estero, Parigi-Ginevra, provengono da qualche tempo domande di questo titolo il quale ha il vantaggio di un largo mercato internazionale. A 200 ex dividendo probabile di 16 lire il reddito di questa primaria azienda corrisponde all'8 %.

Lusinghiero fu l'andamento dei Tessili colle Cotonificio Valli di Lanzo a 53 circa le Cotonificio Piemontese a 370 circa nonostante la voce corsa di sole 30 lire di dividendo (15 %) in confronto di 40 dell'esercizio 1921. Rivarolo 1.000 circa Cuorgnè 850 circa ex-opzione. Manifattura Crine Pacchetti, dal minimo di 100 a 155 circa con primario assorbimento. Ottime sono le previsioni per l'esercizio in corso. I due rami dell'azienda, crine animale, pelliccerie, industrie di cui possiede, la quasi esclusività in Italia danno lauti guadagni e subiscono un costante e lusinghiero incremento e si ritiene che il dividendo dell'esercizio che chiude, al 31 marzo darà piena soddisfazione ai propri azionisti.

L'anno segna al suo termine la beneficiata dei titoli Idroelettrici per le ragioni più volte da noi ripetute in queste rassegne. In questi momenti di ribassi di cambi, di concorrenza estera, di stasi, di fidi a lunga scadenza, questo comparto estraneo alle suddette influenze gode le simpatie del pubblico.

Così le Alta Italia da 248 risalgono a 302, le Sip si portano a 138 1/2; le Ligure Toscana di Elettricità (Selt) da 200 a 240. Le Elettrica Sicilia (Seso) aumentano a 107; le Unione Esercizi Elettrici per le quali l'Amministrazione segue una tattica di maggior liberalità verso gli azionisti tanto è che distribui per l'esercizio chiuso al 30 giugno scorso un dividendo del 13 % (Lit. 6 1/2 per azione) di fronte a Lit. 5, per il 1920-21 e lit 4,50 per il 1919-20 con voci insistenti di una distribuzione agli azionisti del 15 % per il corrente esercizio salgono a 78 circa. Quasi tutti i titoli elettrici presentano ulteriori margini di plusvalenza.

L'Assemblea della Sip tenutasi venerdì scorso approvò l'aumento del capitale da 40 a 100 milioni mediante emissione delle azioni in due momenti. Probabilmente in febbraio avrà luogo l'opzione sulla prima serie di 40 milioni e cioè una nuova alla pari più interessi ad ogni azione vecchia godimento 1° gennaio 1923. Dividendo minimo probabile 10 lire come per lo scorso esercizio.

La Selt ha richiamato il versamento dei residui 8/10 sulle 80 mila azioni dell'ultimo aumento di capitale e così il capitale sociale di 100 milioni è oggi completamente versato e la Società ha l'ambito privilegio di non avere debiti nè concorrenza nella sua sfera di azione.

Per le Negri la riduzione del 50 per cento del capitale a suo tempo proposta dal Collège dei Sindaci venne nella recente assemblea respinta. Essa sarà per contro finanziata da un gruppo di Banchieri e di Industriali per un ammontare che supera i 100 milioni. (Si dice dalla Banca Nazionale di Credito 40 milioni, dal Gruppo Franco-Svizzero — Crédit Commercial de France 30-40 milioni, dalle Società Pirelli Edison e Feltrinelli per 10 milioni caduna) Corso attuale 120 circa. Marconi oscillanti secondo i prezzi di Londra e le quotazioni della sterlina: chiudono intorno a 205. Dal 1° febbraio verrà pagato un acconto dividendo del 5 % sulle azioni meno l'income tax.

Ottimo l'andamento dei valori fondiari e fra tutti per larghezza di mercato, dei Beni Stabili che chiudono l'anno intorno a 415 da 255 minimo. L'accaparramento pare manifesto. Si mira forse ad attuare od imporre il programma esposto dallo scrivente di questa rassegna all'Assemblea del 19 marzo 1921 ed integralmente riportato a verbale. Nelle grandi linee si tratterebbe di attivare un realizzo degli immobili sociali alienando appartamenti e assegnando parte degli utili così conseguiti, a migliorare il dividendo degli azionisti.

Ai cortesi lettori auguri vivissimi per il nuovo anno che invochiamo fecondo di risultati per la grandezza della Patria!

Torino 1. gennaio 1923.

..

Il fallimento della ennesima Conferenza Europea, fallimento del resto previsto dal nostro Capo del Governo che neppure volle recarsi a Parigi, dimostra una volta ancora, se ve ne fosse bisogno, quanto siamo ancora lontani da quello spirito di mutua accondiscendenza che solo potrebbe portarci la necessaria pace. E' una malattia collettiva, dei popoli, che tuttora inquina gli animi ed attende guarigione.

Prevale fra le nazioni un senso di biasimevole egoismo e per i propri interessi materiali talune nazioni dimenticano facilmente i sacrifici fatti dai loro alleati.

Riesce facile a chi durante la guerra ha guadagnato tanti miliardi coi noli, colle materie prime vendute agli alleati, chi si è impossessato delle colonie tedesche e della marina mercantile tedesca di invitare gli ex-soci a rinunciare alle riparazioni di guerra! Per salvare la Germania dal fallimento, per dare lavoro a 2 milioni di disoccupati inglesi non è però il caso di trascinare nella rovina la Francia, il Belgio e l'Italia! Sulla necessità di fare delle concessioni alla Germania tutti sono d'accordo ma sarebbe enorme che la Germania fra due o tre lustri navigasse nell'opulenza mentre taluni vincitori della guerra dovessero dibattersi nelle strettezze finanziarie, schiacciati dagli oneri e dai danni derivati dalla guerra! E' noto a tutti e l'abbiamo accennato a va-

rie riprese che all'infuori degli Stati Uniti d'America nessun popolo possiede tanta divisa estera sotto investimenti vari all'estero come la Germania! Con misure coercitive gli alleati non riusciranno a fare rigurgitare ai tedeschi una parte almeno di questi miliardi abilmente nascosti? La minaccia dell'incameramento da parte dell'Inghilterra dei depositi aurei della Francia e dell'Italia a Londra ha determinato un subitaneo rincrudimento della Sterlina e dei Dollari, mentre si verifica una nuova depressione per il Berlino e per il Parigi in seguito anche alla rottura dell'Intesa. I recenti avvenimenti pongono l'Europa di fronte a paurose incognite e nel campo degli affari si potrebbe risentirne le ripercussioni. In Italia Governo e popolo formano ormai un tutto omogeneo e la fede nei destini del nostro Paese rimane più salda che mai. E' per questo che le previsioni ribassiste sono sfumate subitamente ed il contegno sostentatissimo di questi giorni delle nostre Borse appare addirittura mirabile. I corsi raggiunti si mantengono ed il regresso, che pure dal punto di vista tecnico sembrerebbe salutare fu assolutamente trascurabile.

Anche presso i nostri emigranti è salda la fiducia nell'avvenire della Patria e si afferma che dalla sola America le rimesse degli emigranti ammonterebbero nello scorso anno ad alcuni miliardi. Pare che nelle sfere governative si nutra la speranza di poter mandare all'estero nel corrente anno trecentomila emigranti creando appositi organismi finanziari per favorire l'emigrazione.

L'ulteriore rialzo dei nostri mercati finanziari è indubbiamente rallentato dalle cospicue sottrazioni di fondi raccolte dal Tesoro dello Stato con le varie forme dei Buoni del Tesoro. La sottoscrizione al quarto miliardo di Buoni Settennali 5 per cento a premio ha digià dovuto chiudersi perchè completamente coperta. Ai Buoni ordinari l'affluenza è costante ed anzi va accentuandosi in questi giorni.

Il momento parrebbe dunque propizio per una nuova moderata riduzione del Tasso sui Buoni del Tesoro Ordinari dal 5 al 4 1/2 per quelli ad un anno, riducendo in proporzione l'interesse per le altre scadenze più brevi. Qualora non si volesse d'un balzo ribassare l'interesse di mezzo punto si potrebbe scendere intanto gradatamente di un quarto per cento e successivamente di un altro quarto, come già si fece l'anno scorso. Ricordiamo infatti che una prima riduzione dal 6 al 5 1/2 % si attuò a partire dal 7 febbraio 1922. Una successiva riduzione di 1/4 % e cioè da 5 1/2 al 5 1/4 % si praticò a datare dal 4 aprile, cui seguì poco dopo ossia dal 1. maggio successivo un'altra diminuzione di 1/4 % portando definitivamente il Tasso al 5 %, qual'è rimasto fino ad oggi.

Fra i primi allora a consigliare le suddette riduzioni e ad insistere sulla loro opportunità, abbiamo oggi la convinzione che siano mature le circostanze per far un nuovo coraggioso passo su questa via. Forse che con le precedenti diminuzioni si è ridotta la richiesta dei Buoni ordinari? Essi costituiscono oggi il migliore e più solido impiego a breve scadenza, tenuto presente che gli Istituti di Credito remunerano i loro correntisti con saggi d'interesse, tutto sommato assai più bassi. A nulla varrebbe eccepire che lo sconto ed i riporti si praticano a tassi notevolmente superiori giacchè queste operazioni sono di natura tutt'affatto speciale ed involgono un rischio che solo il tecnico sa valutare nella sua interezza. Chi intende investire le proprie disponibilità, in Buoni del Tesoro poco bada ad un quarto od anche un mezzo per cento d'interesse in più od in meno. Taluni grossi capitalisti più evoluti preferiscono ai Buoni ordinari l'impiego mensile in riporti di titoli correnti con un vantaggio dall'uno al due per cento annuo d'interesse, ma il loro numero è relativamente limitato.

Fra le conseguenze probabili di una riduzione di interesse sui Buoni ordinari importante sarebbe senza dubbio la ripercussione sul Consolidato 5 %. Esso subirebbe probabilmente una nuova spinta all'insù avvicinandoci all'epoca di una possibile conversione. Inoltre si preparerebbe il terreno per una grandiosa operazione di assestamento e consolidamento del nostro pesante debito fluttuante, sul tipo di quella progettata con i Buoni novennali di cui venne sospesa l'emissione. E vogliamo credere ed augurare che la riduzione suaccennata non si faccia attendere molto. Oggi il momento è favorevole e sarebbe

stolto lasciarlo passare invano; più tardi forse le circostanze potrebbero mutare.

I Fondi di Stato si mantengono sempre assai bene malgrado lievi contrazioni nelle ultime due riunioni di questa settimana di sole 4 borse. La Rendita 3 e mezzo per cento a 85,07 ex 2,50 a 84,77 tutto per fine mese. Largo è sempre l'assorbimento del Consolidato 5 per cento per contanti, tanto che la differenza fra il contanti ed il fine mese si è ridotta a pochissima cosa, lo scarto oscillando fra 15 e 20 centesimi.

I valori bancari subirono un leggero regresso. Così la Banca d'Italia scese da 1516 martedì a 1500 oggi; la Banca Commerciale da 934 a 925; il Credito Italiano da 719 a 716 mentre il Banco di Roma si mantenne a 104.

Calmi gli ex-ferroviari con le Meridionali a 344 ex-6,80 nette e le Mediterranee a 226 circa.

Qualche maggior attività in Rubattino esordito a 590 e chiuso a 558 ex-22,10 nette. Trascurati il Lloyd Sabauda a 265 1/2 e la Navigazione Alta Italia a 192; scarsi scambi in Cosulich sul 350; ed in Libera Trieste intorno a 430.

Calma la Fiat fra 262 1/2 di martedì e 260 di oggi. Divergenti sono le voci circa i risultati dell'esercizio 1922. Spa 67 circa quasi senza affari; Italia 15 circa sempre attive la Snia di preferenza intorno a 72 ed assai più calme quelle ordinarie a 63; i diritti d'opzione non hanno valore. Scambi di qualche importanza in Viscosa di Pavia su insistenti acquisti romani aventi sembianze di parziale accaparramento. La enorme maggioranza del titolo è nel portafoglio della Snia-Viscosa, come del resto è noto da un pezzo. Da 110 raggiungono il corso di 114 per recitare nuovamente a 111. Anzichè fare la conversione in Snia-Viscosa a 72 circa.

Siderurgici sempre nell'ombra. Terni da 480 a 474; Ansaldo 20 circa; Ilva 11 1/2; Elba 60; Metall 116 circa.

Leggero regresso sui Beni Stabili che finiscono l'ottava a 416 dopo 421 1/2 martedì. La prossima abolizione del calmier degli affitti, ultima hardatura di guerra miglierà sensibilmente le condizioni disagiate dei padroni di casa.

Pesanti i saccariferi con l'Eridania discesa da 402 a 393, l'Industria Zuccheri a 425; e le Raffinerie a 415.

Sostenute le Manifatture Crine Pacchetti sul 153; immobili le Cotonicio Valli di Lanzo intorno a 51 e mezzo; le Cotonicio Piemontese intorno a 370.

Animate le Montecatini con qualche realizzo da 182 a 179.

In auge gli Idroelettrici e soprattutto le Sin giunte a 142 1/2 da 139 e le Ligure-Toscane di Elettricità (Selt) a 242. Elettricità Alta Italia 300 circa. Più calme le Unione Esercizi Elettrici a 76. Ricercate le Marconi in seguito al miglioramento del corso a Londra da 202 lunedì a 210 oggi. Poche oscillazioni sui titoli locali torinesi Tedeschi 177 circa; Bauchiero 58; Officine Savigliano 800 circa; Nebiolo ricercate 377; Ansaldo San Gioraio 14 1/2; Stearinerie Lanza 102; Baratti 56 1/2 Gallettine offerte 126; Schiapparelli 80 e mezzo; Cementi 30; Fecolerie 138 circa; Gilardini 76 tutti con scambi ridottissimi.

Denaro invariato: Riporti 6-5 1/2 %; Sconto fuori Banca 5 1/4 - 5 1/2 per cento. Si negoziarono alcuni Premi per fine Gennaio, all'incirca sulle seguenti basi: Consolidato 5 % 0,45 di scarto dont 0,35 di premio; Comit 10 dont 8; Rubattino 8 dont 7; Montecatini 6 dont 6; Fiat 6 dont 6; Selt 5 dont 4, tutto circa.

Torino, 5 Gennaio 1923.

Prof. GIORGIO MORTARA

Prospettive economiche 1923

Volume di 342 pag. — Edizione fuori commercio
SOCIETÀ EDITRICE «LEONARDO DA VINCI»: Città di Castello

Prof. RICCARDO BACHI

L. 25

L'Italia Economica nel 1921

SOC. ED. «DANTE ALIGHIERI» — Roma - Milano - Napoli

Metron

Riv. Internaz. di statistica diretta dal prof. CORRADO GINI

Abbonamento L. 50

Industrie Grafiche italiane — Rovigo.

LUIGI RAVERA, gerente

Tipografia de l'Economista - Roma

Banca Commerciale Italiana

Società anon. con sede in MILANO

Capitale sociale L. 400.000.000 — Riserva L. 180.000.000

Direzione Centrale: MILANO — Piazza Scala, 4-6

Filiali all'Estero: *COSTANTINOPOLI — LONDRA — NEW-YORK*
Filiali nel Regno: *Arcoreale, Alessandria, Ancona, Bari, Barletta, Bergamo, Biella, Bologna, Bolzano, Brescia, Bordighera, Busto Arsizio, Cagliari, Caltanissetta, Canelli, Carrara, Catania, Como, Cuneo, Ferrara, Firenze, Foligno, Genova, Ivrea, Lecce, Lecco, Licata, Livorno, Lucca, Messina, Milano, Modena, Monza, Napoli, Novara, Oneglia, Padova, Palermo, Parma, Perugia, Pescara, Piacenza, Pisa, Prato, Ravenna, Reggio Calabria, Reggio Emilia, Riva sul Garda, Roma, Rovereto, Salerno, Saluzzo, Sampierdarena, Sassari, Savona, Seino, Sestri Ponente, Siena, Siracusa, Spezia, Taranto, Termini Imerese, Torino, Tortona, Trapani, Trento, Trieste, Udine, Valenza, Venezia, Ventimiglia, Verona, Vicenza, Voltri.* Agenzie MILANO: *N. 1. Corso Buenos Aires, 62 — N. 2. Corso XXII Marzo, 28 — N. 3. Corso Lodi, 24 — N. 4. Piazzale Sempione, 5 — N. 5. Viale Garibaldi, 2 — N. 6. Via Soncino, 3 (Angolo V. Torino).*

OPERAZIONI E SERVIZI DIVERSI

Conto corrente a chèques 2 1/2 0/0. Prelevamenti: L. 30.000 a vista. Lire 100.000 con un giorno di preavviso — Lire 200.000 con tre giorni di preavviso, somme maggiori con 5 giorni di preavviso.

Conto corrente a chèques 3 0/0. Prelevamenti L. 3000 a vista — Lire 5.000, con un giorno di preavviso, L. 10.000 con 3 giorni di preavviso, e somme maggiori con 5 giorni di preavviso.

Libretti di risparmio 3 0/0. Prelevamenti: L. 3000 a vista, L. 5000 con un giorno di preavviso, L. 10.000 con 5 giorni, somme maggiori con 10 giorni.

Libretti piccolo risparmio 3 1/2 0/0. Prelevamenti: L. 1000 al giorno somme maggiori con 10 giorni di preavviso.

Libretti Risparmio al Portatore o nominativi con vincolo da 3 a 9 mesi al 3 3/4 0/0, con vincolo da 10 a 18 mesi al 4 0/0 con interessi capitalizzati e pagabili al 1° luglio e al 1° gennaio di ciascun anno, netti di ritenuta.

Buoni fruttiferi: da tre a nove mesi al 3 3/4 0/0 da 10 a 18 mesi al 4 0/0 da 19 in più al 4 1/2 0/0.

Gli interessi di tutte le categorie dei depositi e dei buoni fruttiferi sono netti di ritenuta.

Assegni su tutte le piazze d'Italia e dell'Estero.

Divise estere, compra e vendita.

Riporti e anticipazioni sopra deposito carte pubbliche garantite dallo Stato e valori industriali.

Compra e vendita di Titoli per conto terzi.

Lettere di Credito e apertura di crediti liberi e documentati sull'Italia e sull'Estero.

Depositi di Titoli in custodia ed in amministrazione.

SERVIZIO CASSETTE DI SICUREZZA

CREDITO ITALIANO

SOCIETÀ ANONIMA

Sede Sociale GENOVA

Direzione Centrale MILANO

Capitale L. 300,000,000 - Riserve L. 90,000,000



Tutte le operazioni di Banca

Mutua Nazionale delle Assicurazioni

Associazione a premio fisso con partecipazione agli utili costituita con atto 6 febbraio 1919

omologato dal Tribunale di Roma 18 marzo 1919

FONDO DI GARANZIA L. 6.000.000, inter. versato

ASSICURAZIONI: contro i Danni degli incendi
e Rischi accessori - delle Disgrazie accidentali
e Responsabilità civile - delle Malattie - dei
Trasporti - della Grandine - della Mortalità del
bestiame, ecc.

AGENZIE GENERALI in tutte le Città, Capoluoghi di Provincia e nelle Colonie Italiane - Agenzie locali in tutti i Comuni del Regno.

AGENZIE GENERALI ALL'ESTERO - in Oriente - in Egitto - a Tunisi - Spagna

Direzione Generale: ROMA

Istituto Nazionale delle Assicurazioni

DIREZIONE GENERALE - ROMA

(Legge 4 Aprile 1922, N. 305)

L'Istituto Nazionale delle Assicurazioni ha sede in Roma e Agenzie Generali in ogni provincia del Regno, esercita le assicurazioni sulla durata della vita umana in tutte le possibili forme; ha personalità giuridica e gestione autonoma ed emette polizze che sono garantite, oltre che dalle proprie riserve, ordinarie e straordinarie, anche dal Tesoro dello Stato.

La produzione perfezionata che l'Istituto ha raccolto in dieci esercizi, dal 1913 al 1922, ammonta ad un totale di circa quattro miliardi, ivi non comprese le cessioni del 40 % delle Compagnie private.

CASSA DI RISPARMIO DEL BANCO DI NAPOLI

OPERAZIONI

Cassette economiche custodia libretti a risparmio.

» a Enti diversi.

di deleg. a carico dello Stato.

» a Società ferroviarie e ad Enti con garanzia

» a Comuni, Provincie e Consorzi di bonificaz.

Credito agrario - Mutui ipotecari

4 per cento.

» su buoni fruttiferi (per la Libia) dal 3,25

» di piccolo risparmio operaio . » 5 %

» vincolati per riscatto pegno . » 5 %

Depositi su libretti ordinari di risparmio ai 2,50 %

UFFICI

La Cassa di risparmio ha complessivamente 61 Uffici raccoglitori dei risparmi, dei quali 12 in Napoli e 43 nelle provincie meridionali e sarde, 4 nelle provincie redente, 1 nella Libia (Tripoli) e 1 in America (Chicago). In gennaio 1921 è stato attivato il servizio di Cassa di risparmio presso la Sede del Banco in Roma

Situazione al 31 dicembre 1921

ATTIVO		
Titoli		L.
Credito agrario		»
C/C col Banco di Napoli		»
Partecipazione a Consorzi per mutui, all'Ist. naz. di credito per risorgimento delle Venezie ed all'Istituto di credito per le Casse di risparmio		»
Mutui ipotecari e privati		»
» a Comuni, Prov. e Cons. di bonif.		»
» a Enti e gar. deleg. a carico dello Stato		»
» a Enti diversi		»
Anticipaz. su polizze ex combattenti		»
Antic. straor. alle C. Prov. di Cred. agr.		»
Interessi da esigere		»
Partite varie		»
Spese dell'esercizio		»
Totale generale		L.
PASSIVO		
Patrim. Fondo di dotaz. e riserva		L.
libr. ord. al portatore	L.	
» » nominativi	»	
» per riscatto pegni	»	
» piccoli risp. operai	»	
» buoni fruttiferi	»	
Opera Naz. ex Comb. e versamenti		L.
Partite varie		»
Utili netti dell'esercizio		»
Totale generale		L.

Comp.^{ia} Italo - Argentina

di

Assicurazioni Generali

Capitale sociale, Lst. 2.000.000 c/l.

interamente sottoscritti

Assicurazioni: VITA - INCENDI

TRASPORTI - INFORTUNI

LA COMPAGNIA ITALO-ARGENTINA

DI ASSICURAZIONI GENERALI

ha la esclusività, per tutto il territorio della Repubblica Argentina, della riassicurazione dell'

ISTITUTO NAZION. DELLE ASSICURAZIONI

DEL REGNO D'ITALIA

le cui riserve sono garantite dal TESORO dello STATO

Banchiere: BANCO ITALO-BELGA

Direttore Generale: RONCAGLIA cav. rag. ARMANDO

Avenida de Mayo 963 U. T. 610, Rivadaia
C. T. 2945, Centrol.

Questa Compagnia emetterà polizze sulla vita in lire italiane al cambio del giorno



CASSA NAZIONALE D'ASSICURAZIONE

per gl'Infortuni sul Lavoro : : :

Sede Centrale in ROMA

Fondata con legge 8-7-1883, N. 1473. Autorizzata ad operare col privilegio della esclusività in Tripolitania — Cirenaica — Trentino — Alto Adige e nella Venezia Giulia ed esercente l'assicurazione obbligatoria contro gl'infortuni in agricoltura, in sessantuna provincie del Regno.

Direzione Generale: ROMA 33 - Piazza Cavour, 3

Sedi dei compartimenti:

ALESSANDRIA - ANCONA - AQUILA - BARI - BENEVENTO - BENGASI - BERGAMO - BOLOGNA - CAGLIARI - CALTANISSETTA - CASERTA - CATANIA - CHIETI - COSENZA - CREMONA - FIRENZE - FORLÌ - GENOVA - LECCE - MILANO - NAPOLI - NOVARA - PADOVA - PALERMO - PERUGIA - PISA - POTENZA - REGGIO CALABRIA - REGGIO EMILIA - ROMA - SASSARI - SIENA - TORINO - TRENTO - TRIESTE - TRIPOLI - UDINE - VENEZIA - VICENZA - FIUME -

49 Sedi Secondarie — 434 Agenzie — 66 Ambulatori medici — Sub Agenzie in tutti i comuni di importanza agricola od industriale.

La Cassa Nazionale Infortuni è Istituto pubblico ed organo ufficiale delle Assicurazioni per gli Infortuni sul Lavoro.

L'Istituto non ha scopo di lucro.

La corrispondenza e i vaglia diretti alla Cassa Nazionale Infortuni degli assicurati godono franchigia postale.

La Cassa Nazionale concede lo sconto del 5 per cento sul premio ai propri assicurati che da un anno sono soci dell'Associazione degli Industria d'Italia per prevenire gli infortuni del lavoro — Milano, 13 — Piazza Cavour, 4.

A cura della C. N. I. viene pubblicata la:

Rassegna della Previdenza Sociale

Infortunistica e Assicurazioni Sociali — Legislazione, Medicina e Questioni del Lavoro.

ANNO IX — 1923 - Abbonamento annuo: Italia e Colonie L. 36 - Estero L. 60

Direzione ed Amministrazione: Roma 33 Piazza Cavour, 3